

MINISTERE DE L'ENSEIGNEMENT SUPERIEUR ET DE LA RECHERCHE SCIENTIFIQUE



ECOLE SUPERIEURE DE COMMERCE d'ALGER

**Thèse en vue de l'obtention d'un diplôme de Doctorat LMD en Sciences
Financière et Comptabilité**

Option : Finance d'Entreprise

**IMPACT DE LA POLITIQUE DE FINANCEMENT SUR
LA PERFORMANCE FINANCIERE DES ENTREPRISES
PUBLIQUES ECONOMIQUES EN ALGERIE**

CAS : échantillon de 60 Entreprises Publiques Economiques

Présenté par :

Mr ATTARI Abdennasser

Directeur de thèse :

Pr.TARI Mohammed Larbi

Le jury de soutenance :

Pr. AZZAOUI Khaled.....Ecole Supérieure de Commerce.....Président

Pr.TARI Mohammed Larbi Ecole Supérieure de Commerce.....Rapporteur

Pr.GUETTOUCHE Fatma Zohra ...Ecole des Hautes Etudes Commerciales.....Examinatrice

Pr.CHIKHI BillalUniversité M'Hammed Bougara de Boumerdes...Examinateur

Dr. DELMADJI Ahlem.....Ecole Supérieure de Commerce.....Examinatrice

ANNEE UNIVERITAIRE 2024-2025

Remerciements

Tout d'abord, je tiens à exprimer ma gratitude envers Dieu, le Tout-Puissant, pour m'avoir donné la santé, le courage et la patience nécessaires à l'accomplissement de ce travail. Je souhaite adresser des remerciements tout particuliers à **M. Tari Mohammed Larbi**, mon directeur de recherche, pour son soutien précieux.

Je remercie également mes collègues qui m'ont aidé tout au long de ce processus. Un grand merci à tous mes amis pour leur soutien indéfectible, et je leur souhaite beaucoup de succès dans leurs propres projets. Enfin, je n'oublie pas l'équipe de l'École Supérieure de Commerce, à savoir, Mr Ainas, Mme Nedjari et les autres.

Finalement, mes remerciements vont à tous les enseignants qui ont contribué à ma formation. A mes amis et collègues et à toutes les personnes qui n'ont pas été citées, mais qui ont contribué, de près ou de loin à la réalisation de la présente thèse.

Dédicace

Je tiens d'abord à remercier le bon Dieu qui nous a donné courage et de la volonté pour accomplir ce travail

Je dédie ce modeste travail, à mes très chers parents, **ABDELKADER ET KELTOUM** pour leur encouragement, leurs soutiens et leur éducation, et j'espère qu'un jour je pourrai être un titre de gloire pour eux

A toute ma famille, mon épouse **ASSIA**, qui m'a soutenu sans cesse et ma petite fille **DANIA**

Sans oublier bien sûr les personnes les plus proches, **B.D, B.A, B.F, L.M**, qui m'ont soutenu et aidé pour la réalisation de ce modeste travail.

Finalement, mes remerciements vont à tous les enseignants qui ont contribué à ma formation. A mes amis et collègues et à toutes les personnes qui n'ont pas été citées, mais qui ont contribué, de près ou de loin à la réalisation de la présente thèse.

Sommaire

Sommaire

Remerciements.....	II
Dédicase.....	III
Sommaire	IV
Liste des tableaux	VI
Liste des Figures	VIII
Liste des Schémas	IX
Liste des Graphes	XIII
INTRODUCTION GENERALE	1
CHAPITRE I:.....	10
LE FINANCEMENT DE L'ENTREPRISE DANS LA LITTERATURE ET NOTION DE LA PERFORMANCE FINANCIERE.	10
Introduction	11
SECTION 01 : Le financement de l'entreprise - Une revue de littérature.....	12
SECTION 02 : Les Sources De Financement	25
SECTION 03 : La Performance et Notion de la Performance Financière.....	38
CHAPITRE II: LES ENTREPRISES PUBLIQUES ÉCONOMIQUES EN ALGÉRIE.....	54
SECTION 01: Définition, ancrage juridique et évolution de l'entreprise publique	56
SECTION 2: Gouvernance et mise à niveau des EPE.....	64
SECTION 3: La privatisation de l'entreprise publique économique	75
CHAPITRE III: LE SECTEUR FINANCIER ALGERIEN ET LE FINANCEMENT DES EPE	90
SECTION I : Le secteur Bancaire Algérien	91
SECTION 2: Réformes bancaires et relations avec les EPE	104
SECTION 03 : Le Marché Financier Algérien : Un état de Développement Limité.....	115
CHAPITRE IV: IMPACT DE LA POLITIQUE DE FINANCEMENT SUR LA PERFORMANCE FINANCIERE, ETUDE EMPIRIQUE SUR LES ENTREPRISES PUBLIQUES ECONOMIQUES.....	129
SECTION 01 : Formulation des hypothèses, méthodologie de recherche, et présentation du modèle :.....	131
SECTION 02 : Présentation de la méthodologie du travail empirique et examens des résultats empiriques de l'étude	145
SECTION 3 : Interprétation des résultats empiriques, contraintes de l'étude et orientations pour la recherche future.	181

Sommaire

Conclusion générale :	189
Bibliographie:	197
Les Annexes.....	216

Liste des tableaux

N°	Titre de tableau	Page
01	Constitution Du Secteur Autogéré	59
02	Systèmes Nationaux De Gouvernance	64
03	Nombre D'entreprises Privatisées Partiellement	86
04	tableau synthétique relatif aux hypothèses de recherche et les variables de mesure	143
05	Statistiques descriptive des variables retenues	144
06	Présente Les Résultats Du Test D'égalité Entre Les Moyennes Des Variables	145
07	La Matrice De Covariance Et Les Covariances Entre Les Variables De L'étude	146
08	Résultats Du Test Hadri Pour Le ROA (Rendement Des Actifs).	147
09	Résultats Du Test Hadri Pour Les ROE (Rendement Des Capitaux Propres).	148
10	Résultats Du Test Hadri Pour AUT_ACT .	149
11	Résultats Du Test Hadri Pour BFR .	150
12	Résultats Du Test Hadri Pour IMM_ACT	151
13	Résultats Du Test Hadri Pour DCT.	152
14	Résultats Du Test Hadri Pour MLT.	153
15	Résultats Du Test Hadri Pour LOGACT.	154
16	Résultats Du Test Hadri Pour La SEC.	155
17	La Matrice De Corrélation Entre Les Variables De L'étude Pour Le Premier Modèle	157

Sommaire

18	La Matrice De Corrélation Entre Les Variables De L'Etude Pour Le Premier Modèle Après Séparation Des Deux Variables	158
19	La Matrice De Corrélation Entre Les Variables De L'étude Pour Le Deuxième Modèle	159
20	La Matrice De Corrélation Entre Les Variables De L'étude Pour Le Premier Modèle Après Séparation Des Deux Variables	160
21	Résultats De L'estimation Du Modèle De Régression Agrégé Pour Les Quatre Principaux Modèles	162
22	Résultats De L'estimation Du Modèle A Effets Fixes Pour Les Quatre Modèles Principaux	164
23	Résultats Des Tests Tester Les Effets Fixes De La Section Transversale Pour Les Deux Modèles Principaux	166
24	Résultats De L'estimation Du Modèle A Effets Aléatoires Pour Les Trois Modèles	168
25	Résultats Du Test Hausman Pour Le Deuxième Modèle A	170
26	Résultats Du Test Hausman Pour Le Deuxième Modèle B	171
27	Résultats Du Test Hausman Pour Le Deuxième Modèle D	171
28	Résultats D'estimation Des Modèles Sélectionnés A L'Aide Du Model Panel	172
29	Test D'autocorrélation Des Erreurs Pour le Premier modèle A	173
30	Le Problème De La Non-Variance Du Terme D'erreur Pour le Premier modèle A	173
31	Test D'Autocorrélation Des Erreurs Pour le Premier modèle B	174
32	Le Problème De La Non-Variance Du Terme D'erreur Pour le Premier modèle B	175
33	Test D'autocorrélation Des Erreurs Le Deuxième Modèle C	176
34	Le Problème De La Non-Variance Du Terme D'erreur Le Deuxième Modèle C	176
35	Test D'autocorrélation Des Erreurs pour le Deuxième Modèle D	177
36	Le Problème De La Non-Variance Du Terme D'Erreur le Deuxième Modèle D	178
37	Résultats D'estimation Des Modèles Sélectionnés A L'Aide Du Model Panel Après Correction des problèmes d'estimation	179

Sommaire

38	Les résultats de l'estimation des modèles de recherche en comparaison avec les signes attendus.	181
-----------	---	------------

Liste des Figures

N°	Titre De Figure	Page
01	Représentation Vectorielle Du Levier	17
02	Politique Générale De L'entreprise	40
03	Évolution Graphique Du ROA (Rendement Des Actifs)	150
04	Graphique D'évolution Du ROE (Rendement Des Capitaux Propres)	151
05	Courbe De L'évolution Du Pourcentage D'actifs Autofinancés (AUT_ACT)	152
06	: Courbe De L'évolution Du Besoin En Fonds De Roulement (BFR)	153
07	Représentation Graphique De L'évolution IMM_ACT	154
08	Représentation Graphique Du Développement De La Série DCT	155
09	Illustration Graphique Du Développement De La Série MLT	156
10	Courbe De Développement LOGACT	157
11	Illustration Graphique Du Développement De La Série SEC	158
12	Le Test De Normalité De Jarque-Bera Représente La Distribution Normale pour le Premier Modèle A	177
13	Le Test De Normalité De Jarque-Bera Représente La Distribution Normale Des Erreurs pour le Premier Modèle B	178
14	Le Test De Normalité De Jarque-Bera Représente La Distribution Normale Des Erreurs pour le Deuxième Modèle C	180

Sommaire

15	Le Test De Normalité De Jarque-Bera Représente La Distribution Normale Des Erreurs pour le Deuxième Modèle D	181
-----------	--	------------

Liste des Schémas

N°	Titre de schéma	Page
01	Les types de crédits d'exploitation	31

Liste des Graphes

N°	Titre de graphe	Page
01	La position classique vis-à-vis de la structure financière de l'entreprise	20

Résumé :

Cette étude analyse les politiques de financement des entreprises publiques économiques et leur impact sur la performance financière de ces dernières à partir d'un échantillon composé de 60 entreprises publiques économiques durant la période 2019-2021. Et afin d'atteindre les objectifs de cette recherche, nous avons utilisé la méthode de la régression multiple sur données d'épanel à l'aide du logiciel Eviews 10. Les résultats obtenus montrent que l'endettement, à savoir les dettes à court terme et les dettes à moyen et long terme, affectent positivement et significativement sur la performance financière mesurée par la rentabilité économique et la rentabilité financière. Ce résultat est observé aussi pour le facteur explicatif l'autofinancement et l'actif immobilisé. Par ailleurs, le niveau du besoin de fonds de roulement affecte négativement et significativement sur la performance financière. En conclusion, les entreprises publiques économiques doivent adopter un système de surveillance adéquat relatif à leur financement.

Mots clés: structure financière, politique de financement, entreprises publique économique, performance financière, rentabilité.

Abstract :

This study analyzes the financing policies of public economic enterprises and their impact on their financial performance using a sample of 60 public economic enterprises during the period 2019-2021. To achieve the objectives of this research, we used the multiple regression method on epanel data using Eviews 10 software. The results obtained show that debt, namely short-term debt and medium- and long-term debt, has a positive and significant impact on financial performance measured by economic profitability and financial profitability. This result is also observed for the explanatory factor self-financing and fixed assets. Furthermore, the level of working capital requirements has a negative and significant impact on financial performance. In conclusion, public economic enterprises must adopt an adequate monitoring system for their financing.

Key-words: financial structure, financing policy, economic public enterprises, financial performance, profitability.

Introduction Générale

INTRODUCTION GENERALE

Le développement croissant du secteur financier, accompagné d'une diversification des moyens de financement, incite les entreprises à accéder aux marchés financiers par divers instruments tels que l'émission d'actions, d'obligations ou d'autres titres financiers, ou encore par la conclusion de contrats avec des banques et des institutions financières non bancaires..

Dans le cadre de la théorie des décisions financières, cette évolution soulève une question fondamentale pour les entreprises : celle du choix d'une combinaison optimale des sources de financement, connue sous le nom de structure financière. Cette structure, qui représente l'équilibre entre la dette et les fonds propres, constitue un levier stratégique majeur pour l'entreprise.

Le choix des modes de financement revêt une importance cruciale, car une structure financière bien adaptée peut non seulement améliorer les performances économiques et financières de l'entreprise, mais aussi augmenter sa valeur sur le long terme. De nombreuses études ont exploré ce domaine, mettant en lumière des déterminants variés tels que les informations privilégiées des dirigeants, les perspectives de croissance ou encore les risques financiers et opérationnels. Ces choix, lorsqu'ils sont modifiés, ont des implications directes sur la valeur de l'entreprise et la richesse des actionnaires. Malgré des conclusions parfois divergentes, ces travaux partagent une conviction commune : la structure financière exerce un impact significatif sur les performances des entreprises.

L'article fondamental de Modigliani et Miller (1958) a été le précurseur d'une analyse théorique visant à expliquer l'effet des décisions financières, notamment le ratio de la dette par rapport aux fonds propres, sur la valeur de l'entreprise dans un marché idéal. Leur recherche a été approfondie en 1963, intégrant de nouveaux paramètres tels que l'existence de l'impôt.

De nombreuses études ont également exploré la structure de financement en prenant en compte les coûts d'agence et l'asymétrie d'information, comme l'ont souligné Jensen et Meckling (1976). Ces éléments ont conduit à l'élaboration de théories explicatives de la structure d'endettement des entreprises, notamment la théorie du compromis (Trade Off Theory), la théorie d'agence et la théorie du financement hiérarchique (Pecking Order Theory).

L'entreprise, depuis sa création et tout au long de son développement a besoin de **ressources financières internes et externes**.

L'entreprise, et quel que soit sa nature publique ou privé, ne peut pas se contenter de ses **ressources financières propres** (l'autofinancement) pour assurer ses besoins en matière de financement.

Introduction Générale

De ce fait, elle fera recours au financement externe, principalement à travers le marché financier et la banque. Ce paradigme est plus valable, tant que l'économie algérienne est une **économie d'endettement**.¹

Suite à différentes réformes instaurées par le gouvernement Algérien, un marché financier est mis en place à travers la création de la bourse d'Alger, par le décret législatif n°93-10 du 23 mai 1993 et constitué le 25 mai 1997.

En 1999, le groupe Erriadh Sétif ouvre son capital à hauteur de 20%, c'est la première cotation au niveau de la bourse d'Alger. Ensuite, le groupe public Saidal devient coté en bourse en 2000, puis le groupe d'hôtellerie El Aurassi. Malgré les efforts déployés par les autorités publiques, le marché financier algérien reste inactif.

Les années 2000, sont marquées par l'augmentation des prix du baril de pétrole au niveau des marchés internationaux, ce qui a permis à l'Algérie de générer des recettes considérables. Ces dernières ont permis au gouvernement de procéder aux différents plans quinquennaux, qui ont pour objectifs de relancer l'économie algérienne et la croissance économique. Mais avec tous ces programmes de développement, l'Algérie reste toujours dans une économie de rente d'où la transition vers l'économie de marché reste inachevée et l'intégration de l'économie algérienne à l'économie mondiale reste reportée, et reste aussi caractérisée par une économie de rente.

Les entreprises publiques économiques (EPE) et avec sa nouvelle réorganisation doivent s'inscrire dans le cadre de la mobilisation de l'épargne public à travers le marché financier, afin de diversifier **les modes de financement** de l'économie nationale.

En matière de financement, les EPE et dans le cadre d'économie de marché, ont une multitude de choix, notamment :

- **Le financement interne**, à travers l'autofinancement et l'émission d'actions
- **Le financement externe**, à travers l'endettement bancaire et l'emprunt obligataire.

Objet et problématique de recherche

L'objet de la recherche envisagée est l'étude de l'impact des modes de financement sur la performance financière de l'Entreprise Publique Economiques (EPE) pour lesquelles l'Algérie a engagé plusieurs réformes économiques et financières et qui se poursuivent à nos jours.

En effet, la crise économique de 1986, causée par la chute drastiques du prix du pétrole sur la scène mondiale, a mené l'Algérie à mettre en place des réformes de restructuration après celles engagées en 1980 relatives à la restructuration et l'autonomie des entreprises tels que le plan de redressement avec le plan d'ajustement structurel imposé par le FMI.²

¹ Goumeziane (S.), Le mal algérien, Economie politique d'une transition inachevée, 1962-1994, Ed. Fayard, Paris, 1994, P 297.

² Bouyakoub Ahmed, " La gestion de l'entreprise publique industrielle en Algérie ", OPU, 1995, P76.

Introduction Générale

Ensuite en 1995, l'adoption de la loi sur la privatisation des entreprises publiques et la création des holding publics à partir des fonds de participations, et ensuite la transformation des holdings en groupes industriels et sociétés de gestion des participation (SGP) en 2001 et la mise à niveau des entreprises qui se poursuit à nos jours.

Malgré ces différentes actions et les efforts déployés pour rétablir la situation économique des EPE, on constate que les résultats n'ont été pas à la hauteur des perspectives visées, vu l'incapacité à s'inscrire dans un contexte de compétitivité face aux entreprises étrangères, et que cette incapacité est caractérisée par de grosse difficultés financières et organisationnelles.

Sur le plan financier, les EPE doivent impérativement s'inscrire dans le cadre de la diversification des sources de financement de l'économie nationale.

Notre recherche a pour but l'analyse de la structure financière des entreprises publiques économique en Algérie ainsi que l'étude des paramètres pouvant avoir une influence sur la performance financières de ces entreprises publiques. C'est-à-dire l'objectif principal de cette étude est d'étudier la relation et l'impact des différents modes de financement et la performance financière de ces dernières. Donc, notre thématique générale de recherche vise à analyser les décisions financière qui influencent la performance financière de l'entreprise publique ou nous allons tester empiriquement les paramètres de la décision financière qui peuvent influencer la performance financière des entreprises publiques. Dans cette perspective, la problématique de recherche est formulée de la manière suivante :

Comment les entreprises publiques économiques vont-elles assurer leur financement, et quel est l'impact sur sa performance financière ?

La présente recherche s'articule sur une question principale :

Le choix entre les sources de financement contribue –t- il à accroître la performance financière des EPE ?

Questions secondaires

Afin de mieux cerner notre sujet, quatre questions secondaires sont à poser :

- **Quel est le lien entre les sources de financement et la performance financière ?**
- **Comment les EPE ont assuré leur pérennité dans un contexte de changement permanent et de transition vers l'économie de marché ?**
- **Comment les EPE ont bénéficié de différentes réformes monétaires et financières, et quel résultat du dispositif Banque Publique / Entreprise Publique Economique ?**
- **Comment les EPE ont assuré leur financement, et quel est son impact sur leur performance financière ?**

Introduction Générale

Les hypothèses :

Pour un bon encadrement de notre recherche, une hypothèse principale a été fixée :

- **H.P : Le financement interne et externe, ainsi que le niveau du Besoin en fonds de roulement et la politique d'investissement en matière des immobilisations peuvent avoir un impact positif ou négatif sur la performance financière des entreprises publiques économiques.**

Cette hypothèse principale repose sur certaines hypothèses qui seront le point de départ de notre travail de recherche et qui se résument comme suit :

- **H01** : Les dettes à terme long affectent négativement sur la performance financière de l'entreprise.
- **H02** : Les dettes à court terme impactent positivement sur la performance financière de l'entreprise.
- **H03** : Il existe une relation positive entre l'autofinancement et performance financière de l'entreprise
- **H04** : Il existe une relation positive entre le BFR et performance financière de l'entreprise.
- **H05** : Le niveau des immobilisations contribue à accroître significativement à la performance financière de l'entreprise.

Les objectifs de la recherche :

La présente thèse a deux objectifs principaux. Le premier est d'ordre méthodologique, il s'agit de proposer une nouvelle approche pour l'étude de l'impact des différents paramétrés de la structure financière sur la performance financière, en adoptant une approche quantitative marquée par des tests empiriques, qui s'est imposée à nous du fait de notre positionnement épistémologique.

Le second consiste à l'analyse de cet impact des déterminants de la structure financière sur la performance financière, concernant un type d'entreprise publique, il s'agit de l'entreprise publique économique, qui constitue le nerf principal du secteur public marchand de l'Etat. L'entreprise publique économique est outil de l'Etat en matière de production nationale et régulation du marché.

Les motifs du choix du sujet et de l'intitulé

Le choix du sujet peut se justifier par l'intérêt manifeste que nous portons au rôle du système financier dans la croissance et le développement économique, notamment en ce qui concerne les entreprises non financières d'une façon générale, et les entreprises publiques d'une façon plus précise.

La notion de la politique de financement est au centre des préoccupations des dirigeants d'entreprises, ainsi que les organismes au service du développement, étant donné que les objectifs

Introduction Générale

principaux du choix de financement sont l'amélioration et l'accroissement de la performance financière.

La diversification des sources de financement pour les entreprises publiques économique constitue un sujet focal pour l'Etat-gestionnaire dans un objectif d'assurer la pérennité de ces entreprises, par le biais du conseil de participations de l'Etat.

Contexte économique et cadre d'actualité : à partir de Juin 2014, l'économie mondiale a vécu une chute importante des prix du baril de pétrole passant de 120\$ à 45\$ le baril. Ces changements affectent d'une façon directe sur la situation économique de l'Algérie, notamment par la réduction de la fiscalité pétrolière, une pression sur les réserves de changes qui ne cessent de diminuer (114 milliards de dollar en janvier 2017, et l'épuisement total du FRR -Fonds de Régularisation des recettes- en 2019, ce qui a conduit au gouvernement de prendre des mesures d'austérité, notamment avec la réduction des subventions destinées au financement des entreprises publiques. La loi des finances pour l'année 2016, et dans l'article 66, porte sur l'ouverture du capital des EPE au profit des personnes morales et physique de droits Algérien à hauteur de 34% pour la première année, et à hauteur de 66% au bout de 5 ans. Cette tendance vers la participation du privé dans l'entreprise publique s'inscrit dans une logique de privatisation partielle en matière de gouvernance d'une part, et dans une logique de partenariat sur le plan stratégique d'autre part.

Une question d'actualité qui se pose aujourd'hui, avec insistance, pour cause, dans le contexte actuel, ces entreprises s'avèrent dans l'obligation d'aller vers de **nouvelles ressources** pour soutenir leur fonctionnement et leurs perspectives de développement. Une orientation retenue dans les projections du gouvernement dans le cadre de la restructuration du secteur public marchand et de réforme du secteur financier, démarche qui encourage **l'introduction d'entreprises Etatiques en bourse**, autrement dit, le recours au financement par le marché financier pour alléger la charge sur le Trésor. Partant de cet optique, une étude empirique sur l'impact des différents modes de financement sur la performance financière s'avère nécessaire pour comprendre la situation actuelle et d'avoir une meilleure analyse de cet impact.

La littérature offre de multitudes recherches sur l'impact des différents modes de financement sur la performance financière dans les pays développés. En Algérie, peu de recherches empiriques ont été effectuées, notamment en ce qui concerne les entreprises publiques économiques. Aussi, les circonstances des économies dans les payses développées ne sont pas les mêmes pour le cas de l'Algérie. C'est pour ça que nous avons choisi ce sujet pour déterminer l'impact des décisions financière sur la performance financière des entreprises publiques économiques avec des tests empiriques.

Les études antérieures :

Dans ce qui suit, nous allons présenter quelques études empiriques relatives à l'étude de l'impact de la structure financière sur la performance financière :

- **Majumdar S. et Chhibber P. (1999)**

Les deux chercheurs cherchent à étudier la relation entre la performance et l'endettement. Cette étude porte sur 1043 entreprises indiennes pour la période allant de 1988 à 1994. La variable expliquée est le bénéfice/vente, tandis que les variables explicatives sont la taille mesurée par

Introduction Générale

logarithme des ventes, l'endettement mesurée par les dettes sur les capitaux propres, et les garanties mesurées par l'intensité du capital c'est-à-dire le rapport de l'actif net immobilisé sur le total actif. La méthode utilisée est la méthode des moindres carrés pondérés (MCP).

Les résultats empiriques ont démontré une relation négative entre l'endettement et la performance, contraire à l'actif immobilisé, ou les deux chercheurs ont conclu une relation positive.¹

- **Simerly R. et LI M. (2000)**

Cette étude vise à étudier l'impact de l'endettement, mesuré par le rapport des dettes totales sur les capitaux propres, sur la performance financière mesuré la rentabilité économique et la rentabilité financière.

Ce travail de recherche a porté sur 700 entreprises cotées américaines appartenant la catégorie des grandes entreprises opérant sur différentes industries. L'étude empirique a été menée par la méthode des moindres carrés ordinaires (MCO) et dans deux environnements différents, à savoir, l'environnement stable et l'environnement dynamique.

Les conclusions des tests empiriques affirment que la relation entre l'endettement et les deux mesures de la rentabilité, est une relation positive dans l'environnement stable et une relation négative dans l'environnement dynamique.²

- **Mesquita J.M.C. et Lara J.E. (2003)**

Ce travail consiste à l'examen de la relation entre les deux variables: les dettes à court terme et les dettes à long terme avec la performance mesurée par la rentabilité économique, relative à 70 entreprises brésiliennes appartenant à trois secteurs, à savoir , le secteur des services, ,le secteur commercial et le secteur de l'industrie pour la période de 1995 à 2001. Les tests ont été réalisés par la méthode des moindres carrés ordinaires. Les résultats obtenus ont permis de stipuler que l'impact des dettes à long terme sur la rentabilité économique est négatif et l'impact des dettes à long terme sur la rentabilité économique est négatif.³

- **Rao N. V., Al-Yahyaee K. H. M. et Syed L. A. M. (2007)**

Etude menée sur 93 entreprises Omanaises sur une période de 1998 à 2002. La méthode choisie est la méthode des moindres carrés ordinaires (MCO) avec une coupe transversale pour la moyenne des variables sur 5 ans. L'objectif de l'étude est mesuré l'impact de l'endettement et le

¹ Majumdar S. et Chhibber P.: «Capital structure and performance: Evidence from a transition economy on an aspect of corporate governance», Public Choice (98), pp. 287- 305,1999.

² Simerly R. et LI M.: «Environmental dynamism, capital structure and performance: a theoretical integration and an empirical test», Strategic Management Journal (21), pp. 31- 49,2000.

³ Mesquita J.M.C. et Lara J.E.: «Capital structure and profitability: the Brazilian case», Academy of Business and Administration Sciences Conference, Vancouver, July 11-13,2003.

Introduction Générale

niveau des immobilisations sur la rentabilité mesurée par deux facteurs qui sont la rentabilité économique et la rentabilité des capitaux propres.

Une relation négative a été enregistrée entre l'endettement et la rentabilité mesurée par les deux variables précédemment citées. La même relation est observée pour l'actif immobilisé.¹

- **Baum C. F., Schafer D. et Talavera O. (2007)**

Le but principal de cette étude est d'étudier l'effet de l'endettement mesuré par les dettes à court terme sur la performance financière mesurée la rentabilité financière. Cette étude a concerné 125000 entreprises en Allemagne de 1998 à 2000, et 15000 entreprises américaines pour la période 1984 à 2004. Les entreprises de l'échantillon sont des entreprises actives sur le secteur de l'industrie. L'analyse des tests par la méthode des moments généralisés (GMM) ont révélé l'existence d'une relation positive pour les entreprises allemandes et des résultats non significatifs pour les entreprises américaines.²

- **Zeitun R. et Tian G. (2007)**

Les tests empiriques sont effectués sur un échantillon de 167 entreprises jordaniennes cotées en bourse opérant sur 16 secteurs différents, pour mesurer l'impact des dettes à long terme, des dettes à court terme, dettes totales et l'actif tangible sur la performance financière mesurée par la rentabilité économique, la rentabilité financière, et le Q de Tobin. En se basant sur l'analyse de ces tests, qui ont été effectués par la méthode du modèle à effets aléatoires, les deux chercheurs ont conclu l'existence d'une relation négative pour l'ensemble des variables.³

- **Margaritis D. et Psillaki M. (2010)**

L'étude a comporté 5146 entreprises Françaises entre 2002 et 2005 dont 1705 entreprises opèrent sur le secteur du textile, 1188 entreprises actives dans le secteur de la chimie et 3253 entreprises exercent au niveau du secteur de l'industrie de forte croissance (Ordinateur et R&D).

Les tests empiriques ont été établis par la méthode des moindres carrées, la méthode des moindres carrées généralisées et la méthode de la régression quantile.

La recherche vise à étudier la relation entre les dettes totales, ainsi que l'actif immobilisé avec la profitabilité mesurée par l'accroissement des outputs. Les résultats montrent que pour les dettes

¹ Rao N. V., Al-Yahyaee K. H. M. et Syed L. A. M. : «Capital structure and financial performance: evidence from Oman», Indian Journal of Economics and Business (7),2007?pp. 1-14.

² Baum C. F., Schafer D. et Talavera O. «The Effects of Short-Term Liabilities on Profitability: The Case of Germany», Money Macro and Finance (MMF) Research Group Conference 2006,61, Money Macro and Finance Research Group.

³ Zeitun R. et Tian G. «Capital structure and corporate performance evidence from Jordan», Australasian Accounting Business & Finance Journal (1), 2007, pp. 40-53

Introduction Générale

totales, la relation est négative. Aussi, la conclusion précise que pour l'actif immobilisé, la relation est positive puis négative (forme courbe U).¹

Structure de la thèse

La présente thèse est scindée en quatre chapitres dont trois premiers chapitres théoriques et un dernier chapitre réservé pour l'étude empirique menée sur un échantillon d'entreprises publiques économiques.

Le premier chapitre est consacré à l'exposition du cadre théorique et conceptuel de la structure financière de l'entreprise, les différents modes de financement et la notion de la performance financière.

En premier lieu, il vise principalement à définir les principales théories élaborées en matière de structure financière, passant par la notion de la structure de financement, coût du capital, relation d'agence et asymétrie de l'information. Il met l'accent sur les différentes composantes de la structure financière, et les résultats des recherches établies en la matière.

Deuxièmement, il porte sur la présentation des différentes sources de financement interne et externe disponibles pour que l'entreprise assure le financement de son activité pour garantir la réalisation des résultats financiers positifs et garantir sa pérennité et son existence sur le marché. Cette partie du chapitre, aborde les nouvelles formes de financement, à savoir les financements hybrides et autres nouvelles formes.

En fin, ce chapitre évoque la notion de la performance tout en précisant les différents types, notamment la performance financière et sa mesure d'une part, et d'autre part les origines de la performance financières avec la présentation des facteurs internes et externe y afférents.

Le deuxième chapitre de la thèse, est réservé à la présentation de l'entreprise publique économique en Algérie. Ce chapitre porte sur l'ancrage juridique et l'évolution des entreprises publiques économiques au fil du temps depuis l'indépendance de l'Algérie jusqu'à nos jours, tout en précisant les circonstances économiques justifiant le changement du régime et la forme juridique de ces entreprises, passant de l'entreprise socialiste à l'entreprise publique économique.

Un autre point afférent aux entreprises publiques économiques est évoqué lors de la rédaction de ce chapitre, il s'agit de la présentation des modes de gouvernances des entreprises publiques économique et leur configuration actuelle, ainsi que des différents programmes de mise à niveau instauré par les pouvoirs publics pour garantir la mutation d'une forme juridique à une autre, ainsi que le soutien financier pour garantir les plans quinquennaux lancé par l'Etat algérien.

En fin, nous mettons l'accent sur la présentation de la privatisation des entreprises publiques économiques, passant par les justifications de cette orientation, jusqu'au bilan de l'opération tout en précisant la procédure adoptée et les techniques retenues.

¹ Margaritis D. et Psillaki M. «Capital structure, equity ownership and firm performance», Journal of Banking & Finance (34), 2010, pp. 621- 632

Introduction Générale

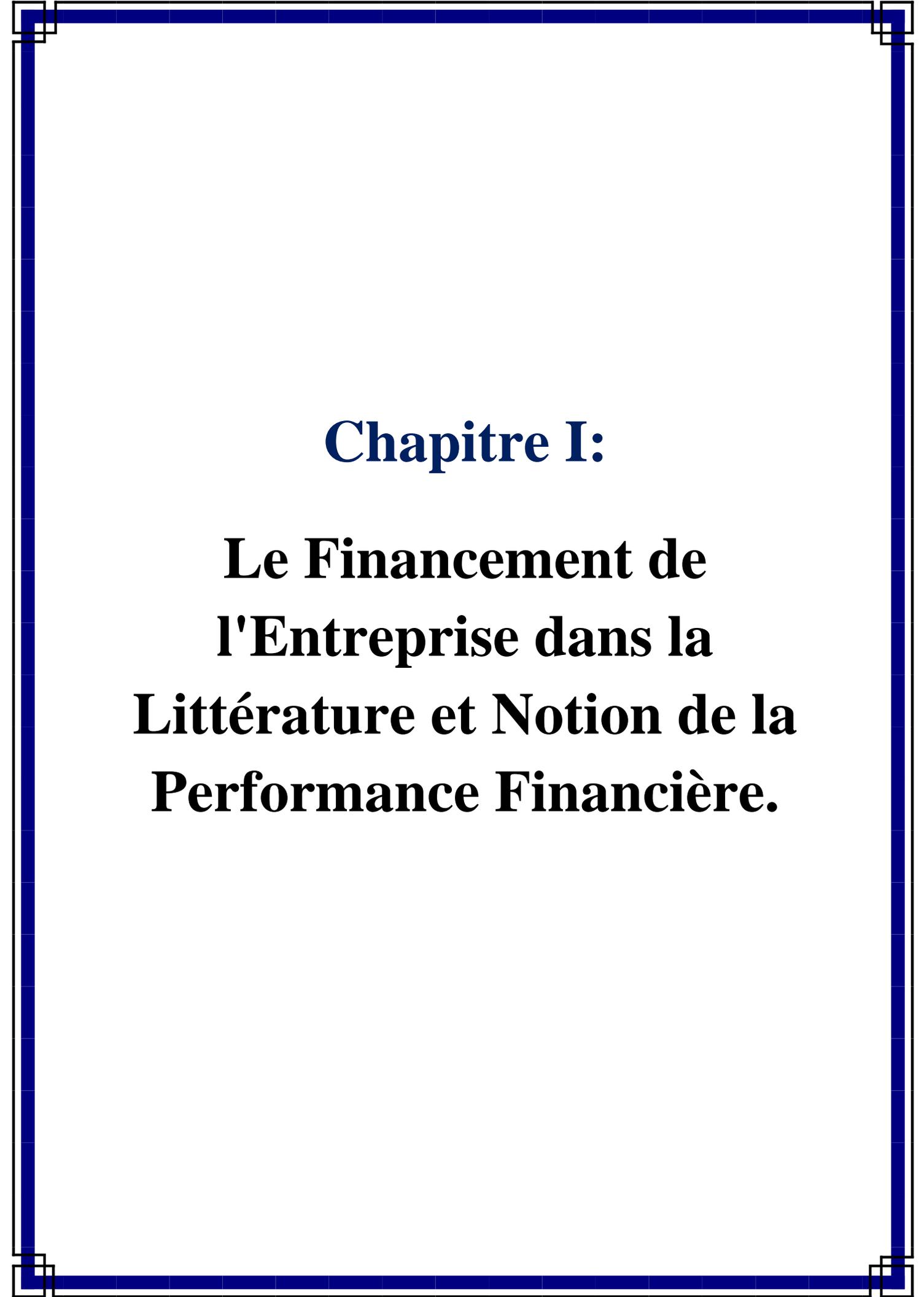
Le troisième chapitre est consacré pour mettre en exergue les caractéristiques du système financier algérien. Ce chapitre expose en premier lieu la situation sur secteur bancaire algérien, son architecture et son évolution, avec la promulgation des différents textes réglementaires, notamment, les ordonnances et les lois régissant la monnaie et le crédit.

Ensuite, la deuxième partie de ce chapitre est réservée à la présentation des réformes du secteur bancaire et sa relation avec les entreprises publiques économiques, notamment à travers le dispositif financier Banque Publique/Entreprise Publique, instauré par les pouvoirs publics afin de garantir un accompagnement financier de qualité.

En dernier lieu, un point de situation sur le marché financier algérien portant sur son importance pour le financement de l'économie algérienne et l'exposition du cadre réglementaire régissant l'activité en question. Cette section traite aussi les obstacles du développement du marché financier algérien.

Le dernier chapitre, est un chapitre destiné à la présentation de l'étude empirique visant à déterminer l'impact de la politique de financement sur la performance financière des entreprises publiques économiques en Algérie.

Donc, son objectif primordial est de répondre à la question centrale de recherche. Premièrement, nous exposons quelques études empiriques récentes sur le sujet dans des contextes différents, tout en analysant les résultats des recherches. Ensuite, nous entamons la méthodologie de la recherche. Les résultats de recherches constituent un portefeuille scientifique pour la construction de nos hypothèses de recherche qui feront l'objet des tests empiriques. Après, nous exposons à l'étude quantitative et empirique menée sur un échantillon des entreprises publiques économiques ou nous décrirons en premier lieu l'échantillon, après nous abordons l'analyse descriptive sur les données de l'échantillon. Ainsi, nous interprétons les résultats des tests des hypothèses de recherche, et qui sont obtenus à l'aide du modèle de régressions multiples sur données de panel, ainsi que, les apports, les limites de notre recherche et les perspectives des recherches futures. Et enfin, une conclusion résume les éléments principaux de cette recherche.



Chapitre I:

**Le Financement de
l'Entreprise dans la
Littérature et Notion de la
Performance Financière.**

Introduction

Les problématiques de financement des entreprises, mises en lumière par Balzac il y a près de 160 ans, restent d'une grande actualité. Aujourd'hui, le débat économique se concentre sur les conditions de financement des entreprises et, en particulier, sur la question cruciale de savoir si les entreprises de chaque pays disposent d'une suffisante dotation en fonds propres pour faire face à la concurrence dans le marché unique. Parallèlement, les établissements de crédit, en raison du risque d'insolvabilité des entreprises, imposent des conditions strictes pour l'octroi de capitaux externes supplémentaires, telles que l'obtention de garanties ou la détention d'une réserve de fonds propres adéquate pour garantir une marge de sécurité.

Lorsqu'une entreprise est fondée, ses promoteurs visent à assurer sa rentabilité, son développement et sa pérennité. Cependant, elle rencontre sur son chemin de nombreuses difficultés, dont la question cruciale du financement. L'ouverture des États sur le monde et le développement de l'esprit entrepreneurial ont exacerbé ces défis liés au choix du mode de financement. Les dirigeants d'entreprise se questionnent constamment sur le moyen le plus efficace de financer leurs investissements afin de minimiser les coûts et, par conséquent, de créer de la valeur. Ainsi, il est impératif pour une jeune entreprise de choisir le mode de financement adéquat en temps opportun, tout en optimisant son levier financier. Face à ces enjeux croissants, il est essentiel d'examiner l'impact des décisions de financement sur la valeur de l'entreprise.

Malgré plusieurs études sur ce sujet, les réponses demeurent divergentes. De plus, les théories en présence offrent des perspectives variées. La théorie du signal (Ross, 1977) suggère que, en situation d'information asymétrique, l'endettement devrait être positivement corrélé avec la valeur de l'entreprise. En revanche, la théorie de l'agence (Jensen et Meckling, 1976) met en évidence deux effets contradictoires: un effet positif lié à la réduction des coûts d'agence des fonds propres entre actionnaires et dirigeants, et un effet négatif dû aux coûts d'agence des dettes financières entre actionnaires et prêteurs. Enfin, l'influence de la fiscalité est complexe et difficile à prédire, étant tributaire de la déductibilité fiscale des intérêts des dettes, de l'imposition sur le revenu et des déductions d'impôt non liées à l'endettement.

Le choix du mode de financement est crucial pour les entreprises, car il peut avoir des répercussions significatives sur leur performance et leur valeur. En pratique, le choix d'un mode de financement plutôt qu'un autre peut être déterminant pour l'entreprise, soit en la pénalisant, soit en contribuant de manière substantielle à sa création de valeur. Par conséquent, la structure de financement représente une question fondamentale en finance, car elle est liée à la capacité de l'entreprise à atteindre les objectifs de ses parties prenantes (Simerly et Li, 2000)¹. Ce problème demeure d'actualité car il reste l'un des enjeux non résolus en finance.

¹ Simerly R. et LI M. : «Environmental dynamism, capital structure and performance : a theoretical integration and an empirical test», *Strategic Management Journal* (21), 2000, pp. 31-49.

SECTION 01 : Le financement de l'entreprise - Une revue de littérature

Une revue de littérature démontre que les principales théories de financement peinent à capturer la complexité de la réalité financière des entreprises, car elles n'expliquent que partiellement les politiques de financement mises en place par ces dernières. L'évolution du secteur financier et la diversification croissante des moyens de financement obligent les entreprises à intervenir sur les marchés financiers, que ce soit par l'émission d'actions, d'obligations ou d'autres titres financiers, ou par la conclusion de contrats avec des banques ou des institutions financières non bancaires.

Pour la théorie de la décision financière, cette diversification des moyens de financement engendre une problématique essentielle : le choix d'une combinaison optimale de ces moyens, autrement dit, la définition de la structure financière. Dans ce cadre, la structure financière est envisagée comme un équilibre entre la dette et les fonds propres.

Le choix entre dette et fonds propres a fait l'objet de nombreuses recherches théoriques et académiques. L'article pionnier de Modigliani et Miller (1958)¹ fournit une analyse théorique fondamentale en expliquant comment le ratio dettes/fonds propres affecte la valeur de la firme dans un marché parfait. Modigliani et Miller (1963)² ont ultérieurement enrichi leur modèle en introduisant la fiscalité.

De nombreuses études ultérieures ont approfondi la compréhension de la structure de financement en tenant compte des coûts d'agence et de l'asymétrie d'information, notamment les travaux de Jensen et Meckling (1976)³. Ces travaux ont donné naissance à plusieurs théories pour expliquer la structure d'endettement des entreprises, telles que la théorie du compromis (Trade-Off Theory), la théorie d'agence et la théorie du financement hiérarchique (Pecking Order Theory).

Cette section vise à présenter une synthèse des travaux théoriques sur les modèles de financement des entreprises.

1.1. Notion de structure de financement

Pour clarifier la notion de structure de financement, il est essentiel d'examiner la question de son optimalité, qui découle de son influence sur la valeur de l'entreprise (Goodwill). Cette notion de valeur de la firme évolue en tenant compte des parties prenantes, notamment les principaux pourvoyeurs de fonds. Les sources de financement proviennent du système financier dans lequel l'entreprise évolue et sont composées de deux types d'institutions : les banques et les marchés financiers.

La structure financière souffre d'une pluralité de terminologies et de définitions pour la qualifier, telles que politique financière, politique de financement, politique d'endettement, comportement

¹ Modigliani F. et Miller M., « The Cost of Capital, Corporate Finance and Theory of Investment », American Economic Review, Vol 48, N°3, 1958, pp 261-297.

² Modigliani F. et Miller M.H., « Corporate Income Taxes and the Cost of Capital : a Correction », American Economic Review, 53, June 1963, pp 433-443.

³ Jensen M.C. et Meckling, W.H., « Theory of the Firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure », Journal of financial economics, 3(4), 1976, pp 305-360.

de financement ou structure du capital. Caby et al. (1998)¹ font une distinction entre la structure financière et structure du capital. Cependant, malgré ces différentes appellations, il est largement accepté que la structure financière concerne le choix entre les fonds propres et la dette dans le financement de l'entreprise (Goffin, 1998)². Myers (2001)³ définit la structure financière comme les proportions de la dette par rapport aux capitaux propres observées dans les bilans des sociétés. Les entreprises choisissent un équilibre entre dettes et capitaux propres pour financer leurs projets (Damodaran, 2006). Autrement dit, elle se réfère au partage des ressources financières entre capitaux propres et endettement (Vernimmen, 2008). Les éléments constitutifs de la structure financière (capitaux propres, dettes, etc.) proviennent uniquement du passif de l'entreprise, ce qui fait de la structure financière la structure du passif. Elle concerne aussi bien le financement à long terme que le financement à court terme. En revanche, la structure du capital se concentre sur le financement à long et moyen terme. Le terme anglais "capital structure" est parfois utilisé de manière interchangeable avec "structure financière" dans la littérature anglo-saxonne.⁴

1.1.1. L'impact de la structure financière sur la valeur dans un contexte parfait

L'impact de la structure financière sur la valeur de l'entreprise a fait l'objet de plusieurs études. Selon Modigliani et Miller (1958, 1963), l'impact de la structure financière dépend du contexte économique. Dans un environnement parfait, où tous les agents économiques ont un accès identique au marché et où les structures sont homogènes, l'absence d'asymétrie d'information conduit à la conclusion qu'il n'existe pas de structure optimale de financement. La valeur de l'entreprise est alors indépendante de la structure du capital. En effet, la valeur de l'entreprise dépend de la rentabilité de ses actifs, et non de la répartition de cette rentabilité entre actionnaires et créanciers, soulignant ainsi la neutralité de la structure financière par rapport à la valeur de l'entreprise.⁵

Cependant, lorsque l'on introduit la fiscalité, la structure financière devient influente sur la valeur de l'entreprise. L'endettement permet de bénéficier d'économies fiscales grâce à la déductibilité des intérêts, ce qui peut accroître la valeur de l'entreprise. Ainsi, dans un tel contexte, la structure financière joue un rôle déterminant dans la maximisation de la valeur de l'entreprise.⁶

1.1.2. Le choix de la structure financière et son impact sur la valeur de l'entreprise

Le choix de la structure financière est un aspect crucial de la gestion d'entreprise, car il influence directement sur la rentabilité et le risque pour les actionnaires. Pour maximiser la valeur de

¹ Caby J. et Hirigoyen, G., « Histoire de la valeur en finance d'entreprise. Valeur, Marché et Organisation JP Bréchet (ed.) », Presses Académiques de l'Ouest, 1998, pp 133-174.

² Goffin R., Principes de Finance Moderne, Economica, 1998, P 599

³ Myers C. S., « Capital Structure », Journal of Economic perspectives, 15(2), 2001, pp 81-102

⁴ Aswath Damodaran, "Finance d'entreprise", (2^{ème} édition), De Boeck, 2006, P 21.

⁵ Michel Albouy: « Structure financière et coût du capital », Article 165, Encyclopédie de gestion sous la direction de Yves Simon et Patrick Joffre, Economica, 1997, P.3132.

⁶ Edith Ginglinger: « Marchés de capitaux et financement de l'entreprise », Encyclopédie des marchés financiers, sous la direction de Yves Simon, Economica, 1997, P.898.

l'entreprise, la structure financière doit être optimisée selon trois critères principaux : d'abord, maximiser les fonds propres en tirant parti des mécanismes de levier financier (notamment les économies fiscales liées à l'endettement) ; ensuite, minimiser le coût moyen pondéré du capital ; enfin, réduire le risque financier tout en respectant la capacité limite d'endettement de l'entreprise¹.

L'étude de la structure financière repose sur la comparaison des différentes sources de financement, à savoir les fonds propres et la dette. L'entreprise doit sélectionner le mode de financement le plus approprié à sa situation et le plus créateur de valeur, en équilibrant les coûts et les avantages associés aux fonds propres et aux dettes. Trois scénarios peuvent se présenter²:

***Lorsque la rentabilité des capitaux investis dépasse le coût de la dette :** Dans ce cas, la rentabilité des fonds propres est optimisée, et l'entreprise privilégie le financement par la dette.

***Lorsque la rentabilité économique des capitaux investis ne couvre pas le coût de la dette :** La rentabilité des fonds propres est alors meilleure sans endettement. L'entreprise préfère le financement par fonds propres pour éviter les charges financières et l'absence d'avantages fiscaux liés à l'endettement.

***Lorsque la rentabilité économique est égale au coût de la dette :** La rentabilité financière reste stable, et il n'y a pas d'impact significatif de l'endettement sur la rentabilité financière. Dans ce contexte, il est souvent préférable pour l'entreprise de se financer principalement par fonds propres, en tenant compte des principes d'autonomie financière et de capacité d'endettement.

Le choix de la structure financière doit donc être basé sur une analyse approfondie de la rentabilité des capitaux investis par rapport au coût de la dette. Une utilisation excessive de l'endettement, sans une étude préalable adéquate, peut compromettre la valeur de l'entreprise et sa pérennité. Par conséquent, une évaluation rigoureuse des options de financement est essentielle pour identifier les modes de financement créateurs de valeur.

1.2- Les travaux de Modigliani et Miller

1.2.1- L'approche traditionnelle

L'approche traditionnelle du financement repose sur l'idée que les décisions financières doivent viser à maximiser la richesse des actionnaires. Selon cette approche, les investisseurs sont rationnels et anticipent les bénéfices de manière homogène. Les frais financiers et les taux d'imposition sont considérés comme nuls. La maximisation de la richesse des actionnaires est ainsi présentée comme l'objectif ultime de la firme, qui a un accès illimité aux ressources financières et opère dans un environnement sans imperfections.³

¹ S.Lazzem, "décisions financières, structure de propriété et performance de l'entreprises", Revue Africaine De Management- Vol.2 (2) 2017, pp.34-52.

² Pierre Vernimmen : « Politique financière de l'entreprise », Encyclopédie de gestion sous la direction de Yves Simon-Patrick Joffre, Economica, 1997, pp.23-43.

³ Salah Eddine KARTOBI, "déterminants de la structure financière et réactions du Marche boursier aux décisions de financement : cas des Sociétés marocaines cotées à la bourse des valeurs de Casablanca", Thèse de Doctorat en cotutelle internationale, Université Caddy Ayyad de Marrakech et Université de Sophia Antipolis, Avril 2013, p.21.

Dans ce cadre, certains auteurs ont suggéré qu'une structure financière optimale existe, permettant de minimiser le coût moyen pondéré du capital et, par conséquent, de maximiser la richesse des actionnaires. Selon cette approche, une entreprise peut maximiser sa valeur en optimisant son niveau d'endettement ou en faisant un choix judicieux entre dettes et fonds propres. Les partisans de cette approche se fondent sur deux notions clés : l'effet de levier financier et le coût du capital.¹

1.2.2- L'effet de levier financier

a- Définition

L'effet de levier financier, tel que défini par Jean Barreau et Jacqueline Delahaye (2001), désigne l'impact de l'endettement sur la rentabilité des capitaux propres d'une entreprise. Il mesure comment un recours accru à l'endettement affecte la rentabilité financière, en fonction de la rentabilité économique donnée. Les actionnaires, en acceptant un certain niveau d'endettement, attendent un retour plus élevé en raison du risque supplémentaire encouru².

Le mécanisme de l'effet de levier repose sur deux propositions³:

- 1. L'effet de levier améliore la rentabilité des fonds propres uniquement lorsque la rentabilité des actifs est supérieure au coût de la dette.** En d'autres termes, l'endettement accroît la rentabilité des fonds propres lorsque le rendement des actifs dépasse le coût de la dette.
- 2. L'augmentation de la rentabilité des fonds propres est associée à une augmentation du risque financier de l'entreprise,** ce risque augmentant proportionnellement avec le niveau d'endettement.

Ces principes soulignent l'importance de trouver un équilibre optimal entre la dette et les fonds propres pour maximiser la valeur de l'entreprise tout en gérant le risque financier de manière appropriée.

b- Formulation et Généralisation

L'effet de levier financier intègre deux éléments⁴:

- la différence entre rentabilité financière (rf) et rentabilité économique (re)
- le ratio d'endettement (le levier financier ou bras du levier) soit Dettes (D) / Capitaux

Propres (CP)

rf: taux de rentabilité financière

¹ Jean Barreau, Jacqueline Delahaye, " Gestion Financière", 10^{ème} éd., Ed.Dunod,2001, p.172.

² Banque de France, "La crise de la dette souveraine", Document et débat, N° 4, Mai 2012, p.112

³ Christophe Thiberge Et Philippe Thomas, L'effet de levier : Une relecture opérationnelle à destination des décideurs financiers d'entreprise, *Cahier de recherche ESCP (Ecole Supérieure de Commerce de Paris)*, n° 97-135, p 5.

⁴ Principes d'analyse financière de projets d'investissement, Stratégies et projets, Jean-Pierre Debourse, Roger P. Declerck, le Harmattan, 2012. p 60.

re: taux de rentabilité économique

i: taux d'intérêt des dettes financières (emprunts) net d'impôt

D: Dettes financières

CP: Capitaux Propres

$$\text{Effet de levier: } r_f - r_e = (r_e - i) D / CP$$

$$\Rightarrow r_f = r_e + (r_e - i) D / CP$$

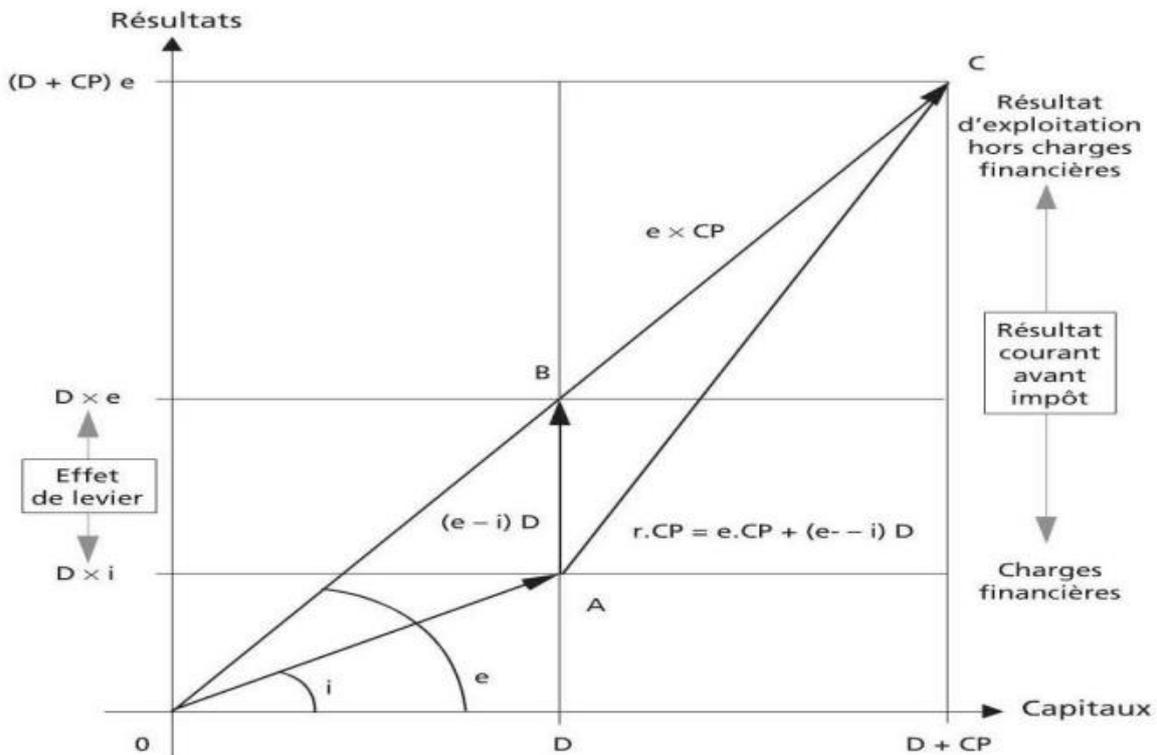
Si taux de rentabilité économique (re) > au taux de l'emprunt : **effet de levier positif**

Si taux de rentabilité économique (re) = au taux de l'emprunt : **effet de levier nul**

Si taux de rentabilité économique (re) < au taux de l'emprunt : **effet de levier négatif**¹

¹Principes d'analyse financière de projets d'investissement, op.cit., p 61.

Figure N° 01: Représentation vectorielle du levier



Source : Jean-Guy Degos, " L'univers graphique de l'évaluation financière : rationalité, perspicacité, complexité », La revue du financier, n° 173-174, 2008, p. 49-71.

Sur cette figure, l'angle (e) représente le taux de rentabilité des actifs, le vecteur BC le résultat courant obtenu grâce aux capitaux propres ($e \times CP$), l'angle (i) représente le taux d'intérêt des charges financières et le vecteur OA le montant de ces charges financières $D \times i$; le vecteur AB représente le résultat courant obtenu par effet de levier $(e - i)D$, enfin le vecteur AC représente la totalité du résultat courant avant impôt. Par ailleurs, lorsque l'effet de levier est négatif, c'est-à-dire $(e - i)$ est négatif, il est appelé « effet de massue ». L'effet de levier traduit une relation entre le résultat économique, le coût des capitaux empruntés et le volume de ces capitaux empruntés. Il est difficile de modifier ces paramètres à très court terme, mais il est tout de même possible d'avoir une action efficace en peu de temps. Plus l'échéance des capitaux est longue, plus l'action doit être menée à long terme. Le potentiel de levier peut être effectué par augmentation de $(e - i)$ et ensuite soit augmenter le bras de levier, soit le diminuer en jouant sur les capitaux propres et les dettes.¹

1.2.3 La Notion de Coût du Capital

Le coût du capital est directement lié à l'objectif de maximisation de la richesse des actionnaires. Ce concept sert de critère opérationnel pour l'évaluation des projets d'investissement : une entreprise doit écarter les projets dont le taux de rendement est inférieur au coût du capital et accepter ceux dont le taux de rendement est supérieur².

¹ Jean-Guy Degos, " L'univers graphique de l'évaluation financière : rationalité, perspicacité, complexité », La revue du financier, n° 173-174, 2008, p.136.

² Djibrilla MOUSSA OUSSEINI, "le coût du capital dans l'entreprise familiale non cotée", Thèse de Doctorat Université de Bordeaux, Mars 2015, p.64.

Le coût du capital peut se présenter sous deux formes : explicite ou implicite. Le coût explicite correspond aux intérêts ou dividendes que l'entreprise doit verser aux apporteurs de capitaux pour une source de financement donnée. Le taux d'intérêt, considéré comme un coût explicite du capital, est une préoccupation centrale pour les économistes. Irving Fisher (1907, 1930) le définit comme un critère fondamental pour le choix d'investissement en le comparant au taux de rendement dans sa théorie de l'intérêt. De son côté, John Maynard Keynes (1936) suggère que le taux d'intérêt doit être comparé à l'efficacité marginale du capital¹.

Le coût implicite, quant à lui, peut être vu comme un coût d'opportunité. Ce concept, défini comme un « coût de renoncement », est la valeur des ressources qui sont allouées à leur meilleure alternative, selon Solomon (1966). Les projets doivent donc être évalués non seulement en fonction de leur rendement par rapport au coût du capital, mais aussi en tenant compte des coûts et risques stratégiques associés à leur non-réalisation².

Chaque mode de financement engendre un coût spécifique pour les entreprises, qui inclut le taux de rendement exigé par les actionnaires pour les fonds propres et le coût de la dette empruntée. Le coût du capital est ainsi une moyenne pondérée entre le coût des fonds propres et le coût de la dette. Xavier Boutin et Simon Quantin (2008) indiquent que le coût du financement par endettement dépend de la proportion de la dette dans le financement et du taux d'intérêt associé, tandis que le coût du financement par fonds propres est lié à la part des fonds propres dans la structure de capital et au rendement attendu par les actionnaires, après imposition.³

En résumé, le coût du capital peut être défini comme le coût des différentes ressources financières engagées par l'entreprise pour soutenir ses activités. La compréhension des coûts spécifiques de chaque mode de financement est cruciale pour comparer les différentes options de financement disponibles. En général, les trois principales sources de financement sont ⁴:

- L'emprunt,
- La levée de capitaux propres,
- L'autofinancement.

¹ Djibrilla MOUSSA OUSSEINI, o.p.cit, p.67

² Donia Kerzabi, " Les déterminants de la valeur actionnariale: Cas des entreprises maghrébines cotées en bourse", Thèse de Doctorat, Université Abou Bakr Belkaid, 2015, p.49.

³ Xavier Boutin et Simon Quantin, " Une méthodologie d'évaluation comptable du coût du capital des entreprises françaises (1984-2002)", Économie et Statistique, N° 413, 2008, p.51.

⁴ Djibrilla MOUSSA OUSSEINI, o.p.cit, p.69.

1.2.3.1 - Évolutions de la Définition de la Structure Optimale de Financement

Selon la théorie financière, l'objectif ultime d'une entreprise cotée en bourse est la maximisation de la valeur de la firme, c'est-à-dire de la valeur de marché de ses titres de propriété, afin de maximiser la richesse des actionnaires. Ce but est inscrit dans le cadre de la théorie néoclassique de l'entreprise et de ses développements, tels que la théorie des signaux, la théorie de l'agence et la théorie des coûts de transaction.¹

Au cours des années 1950 et 1960, une bonne structure financière était caractérisée par un faible niveau d'endettement, mettant l'accent sur l'autonomie financière de l'entreprise dans un contexte économique stable. Dans les années 1970, marquées par une forte croissance économique et des taux d'intérêt réels relativement faibles, les entreprises ont pris conscience des avantages du levier financier, et une structure financière optimale se caractérisait par un niveau d'endettement considéré comme normal par rapport aux fonds propres.

Les années 1980 ont vu une diminution progressive de l'endettement, une amélioration de la rentabilité, et un recours accru à l'autofinancement. En revanche, les années 1990 ont été marquées par des coûts d'endettement prohibitifs en période de crise, conduisant à une réduction significative de l'endettement. À la fin des années 1990, un retour à l'endettement est survenu grâce à des taux d'intérêt nominaux historiquement bas et à une faible inflation².

En conclusion, une entreprise doit adapter sa structure de financement à son environnement économique tout en suivant les évolutions théoriques et empiriques concernant la structure optimale de financement. Elle doit en effet tirer parti des recherches en cours pour ajuster sa politique de création de la valeur.

a. Influence de la Structure Financière sur le Coût du Capital

La minimisation du coût du capital implique généralement la maximisation de la valeur de la firme et donc de la richesse des actionnaires. Selon Durand (1952), le taux d'endettement optimal est celui qui maximise l'endettement, bien que la prise en compte du risque financier modifie cette conclusion. La structure financière optimale est alors une combinaison de dettes et de fonds propres.

Durand (1952) argue que pour minimiser le coût du capital, l'entreprise doit augmenter son niveau d'endettement jusqu'à ce que le coût des fonds propres devienne une fonction croissante du taux d'endettement. Par conséquent, toute augmentation d'endettement réduit le coût moyen pondéré du capital jusqu'à ce que le coût des capitaux propres augmente suffisamment à cause du risque accru, ce qui finit par surpasser les avantages de l'endettement³.

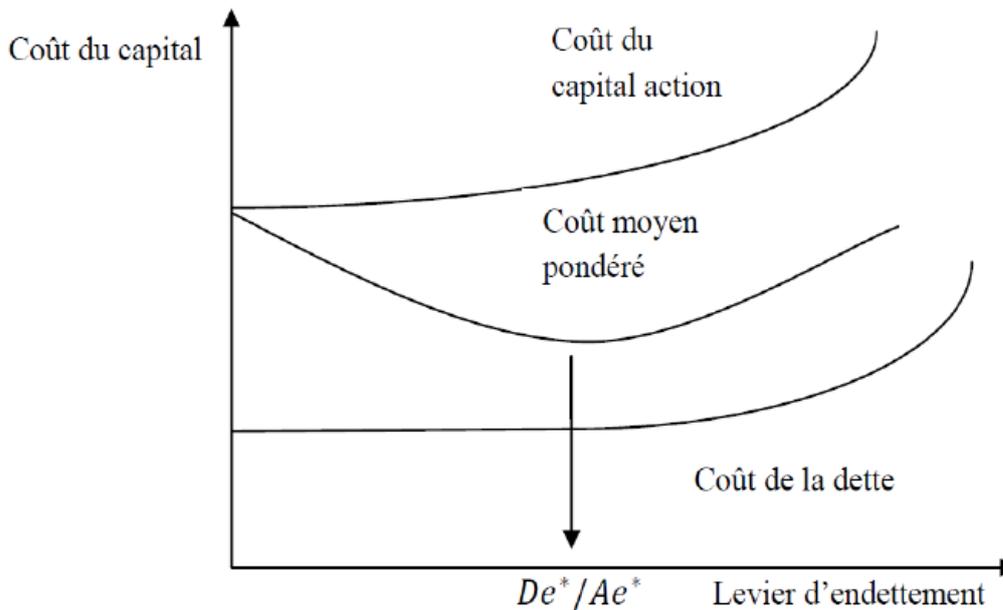
¹ Aytaç&Mandou, Investissement et financement de l'entreprise 1er édition, 2015, p.13.

² Aytaç&Mandou, o.p.cit, p.13

³ Durand, D., "Cost of Debt and Equity Funds for Business: Trends and Problems of Measurement", Conference on Research in Business Finance, 1952, pp. 215-147.

En définitive, pour maximiser la valeur de l'entreprise en minimisant le coût du capital, il est essentiel de trouver un niveau optimal d'endettement, comme illustré dans les recherches théoriques sur le sujet.

Graphe n° 01: La position classique vis-à-vis de la structure financière de l'entreprise



Source: S. E. Kartobi (2013): *Déterminants de la structure financière et réactions du marché boursier aux décisions de financement (thèse de doctorat)*, p.33.

1.2.3.2 Théorie du Financement Hiérarchique

La théorie du financement hiérarchique repose sur l'existence d'asymétries informationnelles tant internes qu'externes à l'entreprise. Selon cette théorie, souvent désignée par le terme "pecking order", l'entreprise suit une hiérarchie spécifique en matière de financement, dictée par ses besoins en fonds externes et non par la recherche d'un ratio d'endettement optimal.

Myers (1984)¹ soutient que les investissements d'une entreprise sont d'abord financés par des fonds internes (autofinancement). En cas de besoin de financement supplémentaire, l'entreprise se tournera ensuite vers les émissions de titres d'emprunt avant de recourir en dernier lieu à l'émission de nouvelles actions. L'augmentation de capital intervient donc seulement lorsque l'entreprise a atteint ses limites en matière d'endettement.

Cette hiérarchie de financement s'explique par le fait que l'autofinancement ne crée pas de problèmes d'asymétrie informationnelle coûteux pour l'entreprise. Lorsque l'entreprise utilise ses propres ressources, elle évite la nécessité de justifier ses décisions d'investissement auprès des investisseurs externes. En revanche, le recours à des financements externes, tels que les emprunts ou les émissions d'actions, implique une justification de ces décisions. L'émission de nouvelles

¹ Myers C.S., «The Capital Structure Puzzle », The Journal of Finance, 39, n° 3, July 1984, pp 575- 592.

actions est souvent plus coûteuse que le financement par endettement en raison des exigences des actionnaires, qui demandent des informations détaillées sur les projets et les perspectives de l'entreprise. Cette transparence peut entraîner des coûts élevés pour l'entreprise et fournir des informations précieuses à ses concurrents. De plus, les difficultés techniques associées à l'augmentation de capital engendrent des coûts supplémentaires. Par conséquent, l'entreprise privilégie d'abord le financement par endettement lorsque les fonds internes sont insuffisants.

L'émission de titres d'emprunt est généralement moins coûteuse que l'augmentation de capital, car les créanciers exigent moins d'informations sur les projets d'investissement et bénéficient d'une rémunération fixe. Ainsi, la structure financière d'une entreprise résulte des décisions de financement individuelles où les dirigeants suivent une hiérarchie dictée par les besoins de fonds externes¹.

1.3 - La Théorie d'Agence et l'Asymétrie de l'Information

1.3.1 - Présentation de la Théorie et de la Relation d'Agence

La théorie de l'agence, développée par Jensen et Meckling (1976), se concentre sur la gestion des conflits d'intérêts à travers les décisions de financement. Cette théorie conceptualise la firme comme un ensemble de contrats entre différentes parties prenantes (apporteurs de capitaux, salariés, clients, etc.) (Jensen et Meckling, 1976 ; Fama, 1980). Elle se focalise en particulier sur les relations entre les gestionnaires et les actionnaires².

La relation d'agence est définie par Jensen et Meckling (1976) comme un contrat dans lequel une ou plusieurs personnes (le principal) engagent une autre personne (l'agent) pour exécuter une tâche en son nom, impliquant une délégation de pouvoir décisionnel à l'agent. Cette relation engendre trois types de coûts d'agence³:

- **Les coûts de surveillance:** Ce sont les coûts engagés par le principal pour mettre en place des mécanismes de contrôle ou des audits afin d'assurer que la gestion de l'entreprise est alignée avec ses intérêts.
- **Les coûts d'engagement:** Ils incluent les coûts supportés par l'agent pour établir la confiance avec le principal, tels que les frais liés à la préparation de rapports financiers et à la réalisation d'audits par des tiers⁴.
- **Les coûts résiduels ou d'opportunités :** Ces coûts résultent de la divergence entre les actions de l'agent et le comportement optimal attendu par le principal.

¹ Kartobi S.E (2013), o.p.cit. p.93.

² Céline Du Boys, Role Des Conflits D'agence, De La Structure D'actionariat Et Des Mecanismes De Gouvernance Sur Les Politiques De Distribution, Thèse de doctorat, Université Paul CEZANNE (Aix Marseille III), 27 octobre 2007, p.74.

³ Jensen, M.C. & Meckling, W., « Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Capital Structure », Journal of Financial Economics, vol.3, n°4, October 1976, pp.11-25

⁴ Gabrié H. et Jacquier J.L. La théorie moderne de l'entreprise. L'approche institutionnelle, 2001, p. 248.

1.3.2 - Identification et Présentation des Conflits d'Agence

Les relations entre le principal et l'agent peuvent donner lieu à divers conflits d'agence. La théorie de l'agence offre une perspective sur la structure du capital en se concentrant sur les conflits entre dirigeants et créanciers. Ces conflits naissent souvent de l'asymétrie d'information entre les deux parties. Les créanciers, face à des informations incomplètes sur la qualité de l'entreprise, peuvent augmenter les taux d'intérêt pour compenser ce risque, ce qui pourrait pousser l'entreprise à chercher des alternatives de financement. Les créanciers peuvent également exiger des garanties et mettre en place des systèmes de surveillance pour se protéger.

Jensen et Meckling identifient deux principaux types de conflits ¹:

1. **Le conflit entre actionnaires et managers** : Ce conflit survient parce que les managers ne bénéficient pas entièrement des fruits de leur effort, détenant moins de 100 % des droits sur les flux de trésorerie. En conséquence, les managers peuvent être moins incités à maximiser les performances de l'entreprise, optant parfois pour des dépenses inefficaces.
2. **Le conflit entre actionnaires et créanciers** : La dette peut pousser les actionnaires à choisir des projets plus risqués. En cas de succès, les actionnaires bénéficient de gains importants, mais en cas d'échec, les créanciers supportent une partie des coûts en raison de la clause de responsabilité limitée des actionnaires.

1.3.3 - L'Asymétrie Informationnelle

La théorie de l'agence introduit également le concept d'asymétrie informationnelle, où l'agent dispose d'informations que le principal ne possède pas. Cette asymétrie survient lorsque deux parties doivent prendre des décisions importantes mais n'ont pas accès à la même quantité ou qualité d'informations.

L'asymétrie d'information enrichit l'analyse de la structure du capital en introduisant la distinction entre informations publiques, disponibles sur le marché, et informations privées, accessibles uniquement aux parties prenantes internes telles que les dirigeants. Ces informations privées concernent des aspects essentiels à la création de valeur de l'entreprise.

Cette théorie s'appuie sur des travaux fondamentaux de chercheurs tels qu'Akerlof (1970)², Spence (1973)³, Stiglitz (1973)⁴, Ross (1977)⁵, et Leland et Pyle (1977)⁶. Akerlof (1970), par exemple, illustre l'asymétrie d'information à travers le marché des voitures d'occasion, où les acheteurs,

¹ Harris, Milton and Artur Ravi, "The Theory Of Capital Structure", Journal of Finance, n°46, 1991, pp. 297-355.

² G.Akerlof, "The Market Of Lemons : Quality, Uncertainty And The Market Mechanism", The Quarterly Journal of Economics, Vol 84, n°3, 1970, pp.488-500.

³ Michael Spence, "job market signalling", The Quarterly Journal of Economics, Vol. 87, No. 3, 1973, pp. 355-374.

⁴ J.Stiglitz, "Taxation, Corporate Financial Policy, And The Cost Of Capital". Journal of Public Economics, 1973, vol. 2, issue 1, pp 1-34.

⁵ S.A. Ross, "The Determination of Financial Structure: The Incentive-Signaling Approach", The Bell Journal of Economics, Vol 8, 1977, pp.23-40.

⁶ Leland, H.E. and Pyle, D.H., "Informational Asymmetries, Financial Structure, and Financial Intermediation". Journal of Finance, Vol 32, 1977, pp. 371-387

ayant moins d'informations que les vendeurs, demandent un prix plus bas, ce qui peut mener à une dégradation du marché.

Dans le cadre de l'asymétrie informationnelle, le principal peut faire face à deux types d'incertitudes ¹:

- **La sélection adverse** : Cette situation découle de l'ignorance par le principal de certaines informations, ce qui complique l'évaluation des projets ou des agents.
- **Le risque moral** : Il concerne le comportement de l'agent, qui peut adopter des actions non alignées avec les intérêts du principal.

Pour pallier ces problèmes, le principal met en place des outils incitatifs visant soit à encourager l'agent à révéler des informations (modèle de sélection adverse), soit à adopter un comportement conforme aux intérêts du principal (modèle d'aléa moral). Cette approche sera détaillée dans la suite de l'analyse des mécanismes incitatifs associés à ces deux formes d'asymétrie d'information.

1.3.3.1 La Sélection Adverse

La sélection adverse se manifeste lorsqu'un marché est perturbé par une asymétrie d'information, où une partie possède une meilleure connaissance des caractéristiques du bien échangé. Cette forme d'asymétrie d'information, dite "ex-ante", se caractérise par une situation où une partie utilise à son avantage des informations qu'elle détient sur l'objet du contrat, sans les révéler à l'autre partie avant la conclusion du contrat. ².

Autrement dit, la sélection adverse renvoie à une opportunité de manipulation précontractuelle, qui survient lorsque l'agent possède des informations privées et fournit au principal une représentation trompeuse des caractéristiques du bien échangé, tandis que le principal est incapable de vérifier la véracité de ces informations³

Le terme de sélection adverse est employé pour indiquer que l'agent, qui manque d'information, est susceptible de sélectionner des produits de moindre qualité. L'exemple classique de George Akerlof, concernant le marché des voitures d'occasion, illustre bien ce mécanisme. Akerlof montre comment cette dynamique peut se retrouver sur d'autres marchés. Par exemple, Kirabea (2010-2011) applique cette théorie au marché financier, où les emprunteurs bénéficient d'un avantage informationnel en connaissant leur propre qualité de crédit, contrairement aux prêteurs. Pour pallier cette asymétrie, les taux d'intérêt élevés sont instaurés pour différencier les bons des mauvais emprunteurs. Cependant, les emprunteurs de bonne qualité peuvent quitter le marché en raison des taux élevés, laissant uniquement des projets de mauvaise qualité. Ce phénomène peut entraîner un effondrement du marché, illustrant ainsi la sélection adverse⁴.

¹ Landrieux-Kartouchia, S., Mémentos LMD : Théorie des organisations, 3^{ème} Edition, Gualino, Paris, 2016, p.138.

² Kartobi S.E (2013), op.cit. p 105.

³ Landrieux-Kartouchia, op.cit. p 138.

⁴ ALFIERI Elise, Un enjeu pour la stabilité financière, Mémoire de recherche, l'Université Pierre-Mendès-France, 2014, p.7.

1.3.3.2 - L'Aléa Moral

L'aléa moral, une autre forme d'asymétrie d'information, est généralement lié aux comportements opportunistes des dirigeants dans la gestion de leurs activités et la prise de décisions au sein de l'entreprise. Cette asymétrie se manifeste lorsque les dirigeants adoptent des comportements qui maximisent leur propre utilité sans tenir compte des répercussions sur les autres parties prenantes.¹

Didier Marteau (2012) définit l'aléa moral comme un « comportement visant à maximiser l'utilité individuelle sans considérer les conséquences de ses décisions sur l'utilité des autres agents ». L'aléa moral devient problématique en présence d'asymétrie d'information. Lorsqu'un principal (qui confie une tâche) et un agent (qui exécute la tâche) ont des objectifs divergents et un accès différent aux informations, cela peut entraîner des dysfonctionnements sur les marchés financiers. L'asymétrie de préférences combinée à l'asymétrie d'information complique le fonctionnement des marchés financiers.²

Différents types d'aléa moral peuvent engendrer des conflits entre principal et agent. Par exemple, Biais (2007) décrit les relations entre les ménages et les gestionnaires de portefeuille ainsi qu'entre les actionnaires et les dirigeants. Dans la première relation, les ménages délèguent leurs ressources à un gestionnaire pour atteindre un niveau de rentabilité, tout en espérant que ce gestionnaire minimise les risques. Cependant, le gestionnaire, possédant un avantage informationnel, peut prendre des risques excessifs sans que les ménages, moins informés, puissent les détecter.³

Une autre relation fréquemment étudiée est celle entre les actionnaires et les dirigeants. Les dirigeants peuvent rechercher le pouvoir ou la notoriété, tandis que les actionnaires visent la rentabilité de leur investissement. En raison de leur connaissance approfondie de l'entreprise, les dirigeants peuvent parfois prendre des décisions qui favorisent leurs propres intérêts au détriment des objectifs des actionnaires.

¹ Virginie Nahas, La validité de la théorie du financement hiérarchique, Ecole doctorale Cognition France, 2018, p.4.

² Alfieri Elise, op.cit., p.9

³ Alfieri Elise, op.cit., p.10

Section 02 : Les Sources De Financement

Dans le cadre de l'analyse du financement des investissements au sein des entreprises, une question prépondérante concerne le choix entre le financement par fonds propres et le financement par endettement. Les décisions relatives à la proportion de dette à court terme, de dette à long terme et de capitaux propres sont ainsi des choix stratégiques cruciaux pour l'entreprise. Le choix d'une source de financement par rapport à une autre est déterminé par ces arbitrages.

2.1- Le financement par fonds propres

Les fonds propres permettent d'évaluer la solvabilité d'une entreprise et, par conséquent, son autonomie financière vis-à-vis des tiers. Leur calcul, basé sur les principes comptables et les exigences fiscales des différents pays, est le suivant :

Fonds propres = Capital souscrit

- + Primes d'émission, + de fusion et de scission
- + Écart de réévaluation
- + Réserves (y compris report à nouveau)
- + Résultats nets de l'exercice
- + Provisions réglementées
- Capital souscrit non appelé (ou non payé)
- Immobilisations incorporelle

Pour financer leurs investissements, les entreprises peuvent recourir à des sources internes ou externes de financement. Le financement interne implique l'utilisation de fonds générés par l'activité opérationnelle ou la trésorerie disponible, en s'appuyant sur les profits non distribués des années précédentes, communément désignés sous le terme d'autofinancement. En revanche, le financement externe requiert l'intervention de tiers, notamment d'agents et d'intermédiaires financiers. Tout au long de leur cycle de vie, les entreprises nécessitent des fonds pour maintenir leurs opérations, financer leur cycle d'exploitation, leurs stocks et leurs créances clients.

La manière de combiner ces sources de financement constitue une composante essentielle de la stratégie financière de l'entreprise, influençant directement sa situation économique, sa valeur ajoutée, sa solvabilité et sa rentabilité.

En ce qui concerne le financement interne, il s'agit pour l'entreprise de puiser dans ses recettes opérationnelles excédentaires. Ce mode de financement, également connu sous le terme d'autofinancement, représente une source essentielle de capitaux permettant d'assumer le risque résiduel. Les fonds propres peuvent provenir soit de sources externes (par exemple, augmentation de capital), soit d'une autofinancement interne. Dans le diagnostic financier, les quasi-fonds propres

sont souvent assimilés aux fonds propres en raison de leur nature similaire à celle de la dette financière.¹

Les fonds propres externes sont généralement obtenus par le biais d'augmentations de capital ou de subventions, l'augmentation de capital par appel de numéraire étant la méthode préférée pour lever des fonds propres externes.

2.1.1- Financement par fonds propres internes

Lors de la création de l'entreprise, l'autofinancement provient principalement du patrimoine personnel des actionnaires dirigeants. Il peut également se manifester sous deux autres formes : les comptes courants d'associés et l'émission d'actions exclusivement en faveur des associés existants. Les apports en compte courant représentent les sommes prêtées par les associés à leur société, et peuvent inclure des notes de frais non encore remboursées ou d'autres dépenses avancées par un associé. Ce mode de financement, bien qu'il évite les asymétries d'information et les coûts d'agence liés à l'entrée de nouveaux investisseurs, présente des limites en termes de durée et de volume, en raison des ressources limitées des associés existants.

2.1.1.1- L'autofinancement

L'autofinancement est un pilier du financement des entreprises, pouvant être la source exclusive de fonds dans les phases critiques de leur développement. Cette ressource est fondamentale car elle ne se contente pas d'ajouter des ressources externes d'un montant fixe, mais sert de base à l'attraction de financement externe. Sa valeur réside dans le fait qu'elle reflète les performances de l'entreprise et rassure les apporteurs de capitaux externes quant à la rentabilité des fonds investis. De plus, l'autofinancement améliore la capacité de remboursement et réduit le fardeau des charges financières.²

L'autofinancement représente le flux de fonds propres généré par l'activité de l'entreprise et réinvesti. Il se calcule comme suit :

$$\text{Autofinancement} = \text{CAF}^3 - \text{Dividendes}$$

L'autofinancement est une ressource précieuse, permettant de financer les investissements actuels et de soutenir la croissance de l'entreprise. Il faut équilibrer une politique généreuse de distribution des bénéfices avec une politique de réinvestissement, essentielle pour le développement durable de l'entreprise. Le volume de l'autofinancement est étroitement lié à la rentabilité et à la politique de distribution des dividendes.⁴

¹ Charreaux Gérard, Théorie financière et stratégie financière. In : Revue française de gestion, n°160, 2006, pp. 109 – 137.

² Vernimmen P. - Query P. - Le Fur Y.: Finance d'entreprise. Ed Dalloz, Paris, 14e édition, 2016, p. 672.

³ La CAF représente l'ensemble des ressources générées par l'entreprise, au cours de l'exercice, du fait de ses opérations courantes. La CAF ne doit pas être considérée comme un montant de liquidités disponibles au cours de l'exercice, elle ne représente qu'un potentiel de financement.

⁴ Cohen E.: Gestion financière de l'entreprise et développement financier, Ed. Edicef, Paris, 1991, p. 194

Bien que l'autofinancement puisse sembler "gratuit", il en réalité n'est pas exempt de coûts. Les exigences de rentabilité des capitaux autofinancés sont comparables à celles des autres formes de financement. Les avantages incluent l'absence d'asymétrie d'information et la préservation de la capacité d'endettement, tandis que les contraintes incluent le risque de fragilisation de la trésorerie et la difficulté accrue d'accès au crédit en période de crise économique.¹

2.1.2- Les sources de financement externe

Les sources de financement externe incluent principalement les augmentations de capital et les emprunts.

2.1.2.1- L'augmentation de capital

L'augmentation de capital implique la création de nouvelles actions, pouvant être achetées par des actionnaires existants ou de nouveaux investisseurs. Elle peut se manifester sous plusieurs formes²

- **Augmentation de capital en numéraire:** émission de nouveaux titres contre monnaie, augmentant ainsi les liquidités et le fonds de roulement.
- **Augmentation de capital par apports en nature:** apport d'immobilisations en échange de titres, sans affecter le fonds de roulement.
- **Augmentation de capital par conversion de créances:** transformation de créances en actions, améliorant le fonds de roulement en éliminant une dette.
- **Augmentation de capital par incorporation de réserves:** intégration des réserves au capital social, soit en augmentant la valeur nominale des actions, soit en distribuant des actions gratuites.

L'augmentation de capital, lorsqu'elle implique un appel de numéraire, se traduit par un apport externe de capitaux. Les investisseurs reçoivent des actions avec des droits spécifiques tels que le droit aux dividendes, à une part des capitaux propres en cas de cession, le droit de vote et le droit à l'information. Les conditions d'une augmentation de capital incluent la libération complète du capital social et une décision par l'assemblée générale extraordinaire des actionnaires, avec un droit préférentiel de souscription pour les anciens actionnaires.

¹ Taverdet-Popiolek. N, Guide du choix d'investissement, Editions d'Organisation, Paris, 2006. p. 293.

² Pierre Conso & Farouk Hemici, Gestion financière de l'entreprise, 11^{ème} édition, 1989, p.492.

2.1.2.2- Cas particuliers de financement par fonds propres externes

Le financement externe peut aussi prendre la forme d'une introduction en bourse, qui, bien que n'étant pas toujours motivée principalement par la recherche de fonds, joue un rôle clé à long terme. L'introduction en bourse permet de mutualiser les risques, de collecter des fonds importants, de valoriser continuellement l'entreprise et de faciliter la mobilité du capital, tout en apportant une meilleure gouvernance des dirigeants.

En conclusion, le choix entre financement interne et externe et les modalités de leur combinaison ont des implications significatives pour la stratégie financière et la pérennité des entreprises.

b- Les sociétés de capital-investissement

Le capital-investissement est un mécanisme de financement par capitaux propres destiné à soutenir des projets innovants portés par des PME et des start-ups, notamment celles qui introduisent de nouveaux produits ou exploitent des procédés originaux sur le marché. Ce type d'investissement consiste à prendre des participations en capital dans des entreprises, généralement non cotées, qui n'ont pas accès direct aux marchés financiers. L'objectif est de financer le démarrage, la croissance, la transmission ou la survie de ces entreprises. Le capital-investissement répond à des besoins de financement dans des phases critiques, en comblant les lacunes de liquidités des fondateurs ou des dirigeants, et en fournissant des capitaux que les banques sont souvent réticentes à prêter en raison des risques élevés associés. L'activité de capital-investissement est intrinsèquement risquée, ce qui implique un taux de rentabilité particulièrement élevé attendu par les investisseurs, surtout dans le domaine du capital-crédation¹.

c- Les aides et subventions aux entreprises

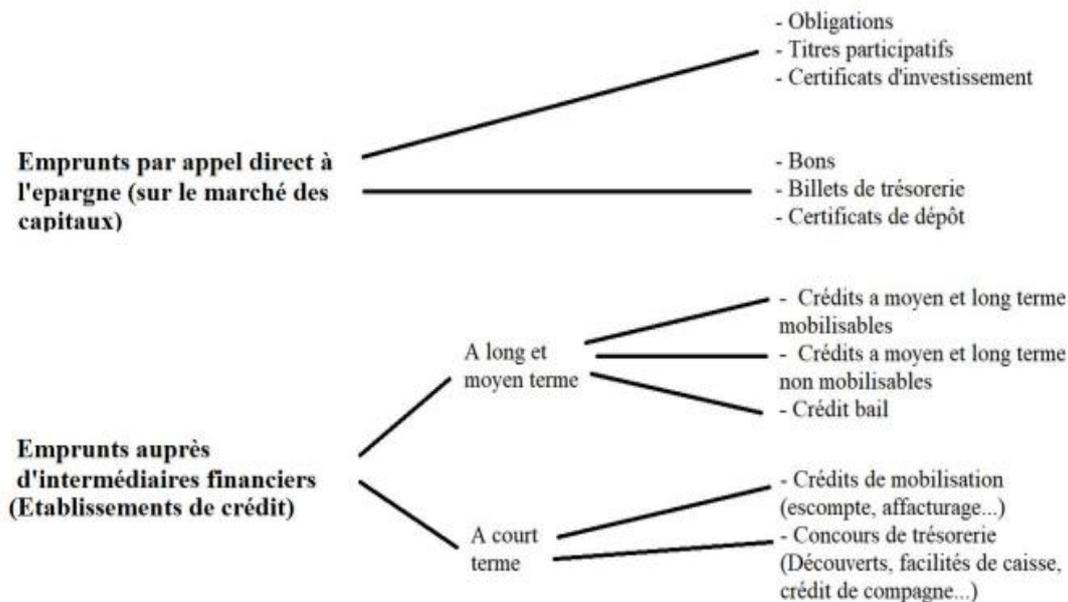
Au niveau national, les pouvoirs publics offrent des aides aux entreprises sous forme de subventions. Ces aides visent les entreprises qui investissent ou embauchent en ligne avec des objectifs prioritaires définis, ou celles qui portent des projets d'importance nationale ne pouvant être financés par des mécanismes classiques. Les objectifs prioritaires incluent la réalisation d'infrastructures complexes et d'importance nationale, la gestion de services publics, le soutien à certaines activités essentielles (comme la fabrication de pain et de lait cru), la création d'entreprises et d'emplois dans des régions spécifiques, le développement de l'artisanat, ainsi que l'innovation. Les avantages des aides se traduisent par une augmentation des revenus (crédits d'impôt) ou un allègement des charges, sans contrepartie financière directe ni dilution du capital. Ces subventions peuvent également faciliter l'accès à des financements complémentaires, tels que le capital-risque, en renforçant la crédibilité de l'entreprise auprès des investisseurs. Cependant, les subventions ne sont pas accessibles à toutes les entreprises ; elles sont généralement réservées aux sociétés innovantes, créatrices d'emplois, à vocation sociale ou écologique, ou celles opérant dans des secteurs en déclin que le gouvernement souhaite soutenir et préserver.

¹ Mougnot. G: Tout savoir sur le capital investissement, Ed Gualino Paris, 2014, p.20.

2.2- L'endettement

En pratique, les entreprises ne disposent pas toujours de ressources suffisantes pour financer leurs besoins. De nombreux secteurs, en particulier ceux nécessitant des investissements importants, doivent recourir au financement externe. Cela implique de solliciter des ressources auprès d'autres agents économiques, soit directement, soit par l'intermédiaire d'institutions financières.

Les financements externes se regroupent en deux grandes catégories selon leur mode de mise en œuvre : ceux fournis par des établissements financiers et ceux obtenus sur les marchés financiers. D'une part, les banques offrent diverses options de financement à court terme et à long terme, adaptées aux besoins des entreprises en fonction des garanties fournies et de la nature de leur activité. D'autre part, le marché des obligations permet aux entreprises d'obtenir des financements à long terme. Les différentes formes d'endettement peuvent ainsi être classées comme suit.¹:



Source: Elie Cohen, op. cit., p.207

Le financement externe peut être qualifié de monétaire lorsque les institutions bancaires engagent des opérations de crédit par la création de nouvelles ressources monétaires. En revanche, il est considéré non monétaire lorsque l'épargne de certains agents économiques est transformée en financement pour d'autres, s'appuyant sur des ressources préexistantes, telles que l'épargne accumulée. Dans le contexte actuel, il est rare qu'une entreprise puisse financer d'importants investissements uniquement par autofinancement. Pour mobiliser les sommes nécessaires, il est courant de recourir au financement externe, qui constitue une source inépuisable de ressources financières pour l'entreprise, sous réserve de satisfaire aux conditions requises. Avec l'expansion des marchés financiers à l'échelle mondiale, il devient de moins en moins nécessaire de se fier uniquement au financement bancaire. Les marchés financiers offrent désormais une vaste gamme

¹Brana S. : Le financement de l'économie, Ed E-thèque, Paris, 2003, p. 08.

d'instruments financiers attrayants permettant aux entreprises de se financer directement et à moindre coût.

2.2.1. Le financement par les établissements de crédit

Pour le financement de ses investissements, une entreprise peut faire appel aux établissements financiers, tels que les banques, qui jouent un rôle crucial en collectant des fonds auprès des agents excédentaires pour les redistribuer aux agents déficitaires. Les banques sont les principaux fournisseurs de prêts, bien que certains organismes financiers non bancaires puissent également offrir des financements spécialisés, tels que l'affacturage ou le crédit-bail. Ces établissements agissent en tant qu'intermédiaires (financement indirect) entre les agents à capacité de financement et ceux à besoin de financement. Pour financer les investissements, ils proposent des crédits à moyen et long terme, déterminés par un montant, un taux d'intérêt calculé sur le capital restant dû, une échéance et un mode de remboursement. Un emprunt représente le capital prêté par une banque à une personne physique ou morale, à travers un contrat stipulant un intérêt et un remboursement en une ou plusieurs échéances fixées lors de la conclusion du contrat. Les emprunts se caractérisent par des paramètres clés : le montant, la durée, le taux d'intérêt et le profil de remboursement (linéaire, échelonné, différé).¹

Le recours à l'emprunt bancaire présente des avantages tels que sa rapidité et sa simplicité, un montant de financement élevé et la déductibilité fiscale des intérêts bancaires. Cependant, l'endettement accroît la dépendance financière de l'emprunteur vis-à-vis du prêteur. Le coût des dettes bancaires dépend non seulement des caractéristiques techniques des crédits (intérêts, commissions, modalités de remboursement, etc.), mais aussi de l'évaluation du projet à financer et de la qualité de l'emprunteur.

Juridiquement, le crédit est défini comme tout titre onéreux par lequel une personne met ou promet de mettre des fonds à la disposition d'une autre, en prenant des engagements tels qu'un aval, un cautionnement ou une garantie. Les opérations assimilées aux crédits incluent également les opérations de location assorties d'options d'achat, telles que le leasing ou le crédit-bail. L'octroi de crédit est lié à la capacité de remboursement de l'entreprise et à sa capacité d'endettement, tout en étant influencé par le risque évalué par les agences de notation.

2.2.1.1- Les crédits d'exploitation :

Pour se financer, les entreprises peuvent solliciter des crédits d'exploitation ou des crédits d'investissement. Les crédits d'exploitation sont utilisés pour remédier à des insuffisances temporaires de trésorerie à court terme, leur durée étant inférieure à une année. Ils couvrent les besoins financiers liés aux approvisionnements, au stockage, à la fabrication ou à la commercialisation, correspondant ainsi au cycle d'exploitation. On distingue deux grandes catégories de crédits d'exploitation²:

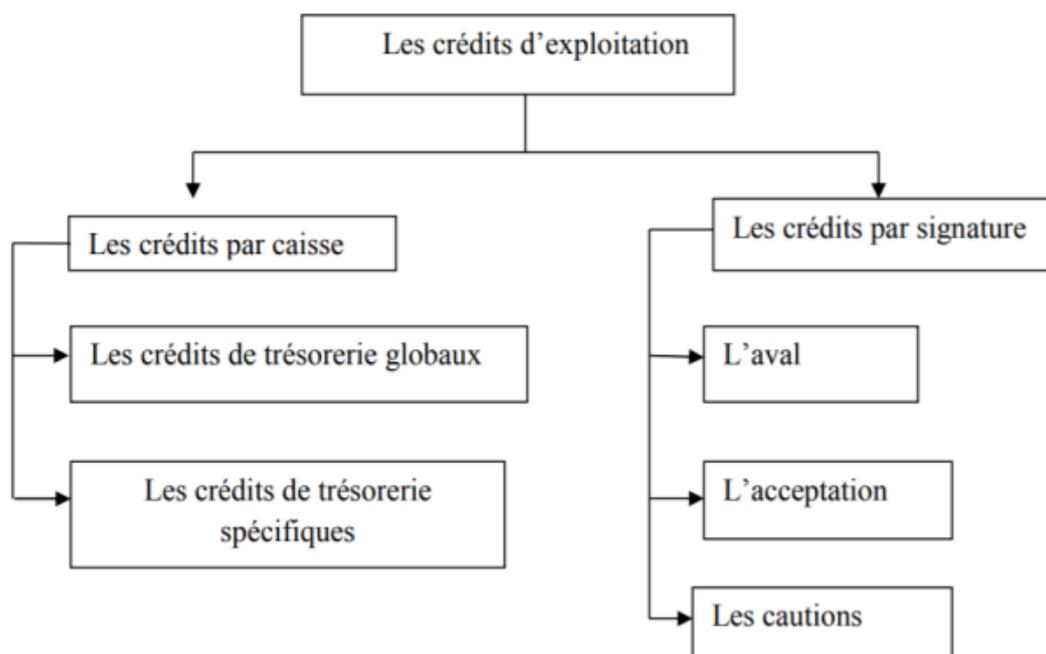
¹ Barreau, Jean ; Delahaye, Florence: Gestion financière, ed Dunod paris, 2004, p. 377.

² Barneto P. & Gregorio G. : Finance. Ed. Dunod, 2e édition, Paris, 2009, p. 332.

- **Les crédits d'exploitation par caisse:** Ils pallient les insuffisances momentanées du fonds de roulement et couvrent le besoin en fonds de roulement, se traduisant par un débit du compte courant de l'emprunteur.
- **Les crédits d'exploitation par signature:** La banque prête sa signature au client, garantissant ainsi sa solvabilité auprès de ses créanciers, sans nécessiter de décaissement de fonds de la part de la banque.

Chaque catégorie de crédits d'exploitation regroupe plusieurs types adaptés aux besoins spécifiques des entreprises.

Schéma N° 01: Les types de crédits d'exploitation



Source: Barreau J. et All (2004): Gestion financière, Ed Dunod, 13e édition, Paris, p15.

2.2.1.2- Les crédits d'investissement :

Les crédits d'investissement permettent aux entreprises de mobiliser les capitaux nécessaires pour financer des projets coûteux. Ils sont destinés à couvrir la partie supérieure du bilan, c'est-à-dire les immobilisations et l'outil de travail. Les crédits d'investissement se divisent en crédits à moyen terme et crédits à long terme. Par ailleurs, le « crédit-bail » ou « leasing » est une autre option pour acquérir des investissements. ¹,

- **Le crédit à moyen terme (CMT):** Le crédit à moyen terme s'étend sur une période de 2 à 7 ans. Il est principalement utilisé pour financer l'acquisition de biens d'équipement dont la durée d'amortissement est comprise entre 8 et 10 ans. Avant l'octroi d'un crédit à moyen terme, la banque effectue une analyse approfondie du risque lié à la durée et au montant du prêt. Cette

¹ F. Bouyacoub, « Entreprises publiques, ajustement structurel et privatisation », Revue CREAD N° 57, 3ème T.2001p. 253, 2001

analyse nécessite la création d'un plan prévisionnel de financement pluriannuel pour évaluer la capacité future de l'entreprise à rembourser ses dettes et assurer le bon déroulement du crédit.

- **Le crédit à long terme (CLT):** Le crédit à long terme couvre une période de 8 à 20 ans. Il est utilisé pour financer des immobilisations lourdes, telles que des constructions, avec une période de différé de 2 à 5 ans. La durée du crédit correspond généralement à celle de l'amortissement des immobilisations financées. De plus, le montant du crédit ne doit pas couvrir la totalité de l'investissement.
- **Le crédit-bail (leasing):** Le leasing est un mode de financement où une banque ou un établissement financier acquiert un bien, qu'il loue ensuite à une entreprise. Cette dernière peut racheter le bien à la fin du contrat pour une valeur résiduelle souvent faible. Contrairement à une simple location, le leasing est accompagné d'une promesse de vente, mais n'est pas une vente à tempérament, car le bien reste la propriété de la banque jusqu'à l'éventuel rachat par l'entreprise. Le leasing peut être mobilier, pour des équipements, ou immobilier, pour des biens immobiliers professionnels.
- **Le crédit-bail mobilier:** Il concerne les biens d'équipement, à l'exclusion des fonds de commerce et des logiciels informatiques. Le client choisit son équipement, puis demande à l'établissement de crédit-bail de l'acheter pour le lui louer.
- **Le crédit-bail immobilier:** Il concerne les biens immobiliers professionnels, construits ou à construire. L'établissement de crédit-bail achète ou construit les biens à la demande du client pour les lui louer ensuite.

2.2.2 Financement sur le marché des capitaux

Les marchés de capitaux sont essentiels dans l'économie de marché, offrant un lieu d'échange entre les excédents et les besoins de financement. On distingue les marchés à court terme, ou marchés monétaires, des marchés à long terme, ou marchés financiers. Les marchés de capitaux remplissent plusieurs fonctions :

- **Financement de l'économie nationale :** Ils permettent de transformer l'épargne en instruments financiers pour financer l'économie. Les entreprises, l'État et les collectivités locales peuvent ainsi obtenir des fonds sans passer par le financement bancaire traditionnel.
- **Structuration de la liquidité de l'épargne :** Ils offrent une variété de produits financiers, permettant à chaque épargnant de choisir les placements les mieux adaptés à ses besoins.
- **Évaluation des actifs :** Les cotations régulières permettent aux investisseurs d'évaluer la valeur des entreprises de manière fiable grâce aux informations disponibles dans les médias financiers.
- **Mutation des entreprises:** Les marchés de capitaux facilitent la restructuration des entreprises, avec des opérations de fusions-acquisitions souvent réalisées par le biais de montages financiers.

2.2.2.1 Produits dérivés de l'action (PDA)

Les produits dérivés de l'action (PDA) incluent principalement les actions à bons de souscription d'obligations convertibles (ABSOC), les actions à bons de souscription d'actions (ABSA) et les actions privilégiées (AP).

Les **ABSOC** offrent aux détenteurs la possibilité de souscrire ultérieurement à des obligations convertibles de la société émettrice, étalant ainsi dans le temps l'émission de ces obligations. Cela permet également aux actionnaires de négocier leurs bons de souscription sur le marché secondaire. Les **ABSA** engendrent une double augmentation de capital: une immédiate et certaine au moment de l'émission, et une seconde différée et incertaine, offrant à l'émetteur une alternative aux frais financiers élevés associés aux augmentations de capital en numéraire. Pour l'actionnaire, cette opération est neutre s'il choisit de souscrire ou de vendre ses bons, en tenant compte de la valeur du droit de souscription.).¹

Les **actions privilégiées (AP)**, également appelées actions de priorité ou de préférence, se divisent en trois formes principales :

- **Actions de priorité pécuniaire (APP),**
- **Actions à dividende prioritaire sans droit de vote (ADPSDV),**
- **Actions à droit de vote double (ADVD).**

2.2.2.2 Capitaux investissements

Le capital investissement, ou « Private Equity », désigne une activité financière consistant à investir dans des entreprises non cotées en utilisant des capitaux propres, des titres de créances convertibles ou des avances en comptes courants d'associés pour une durée déterminée. Ce type de financement soutient les entreprises tout au long de leur existence, en couvrant le démarrage, le développement, la transmission ou l'acquisition. Les principaux acteurs du capital investissement sont : les apporteurs de capitaux (institutionnels et gestionnaires d'actifs), les investisseurs en capital (sociétés de gestion), les dirigeants des entreprises cibles, et les acheteurs qui reprennent les entreprises après la sortie du capital investissement.

Le capital investissement se divise en cinq formes principales.²:

- **Capital amorçage:** Financement de la phase de recherche et développement avant le démarrage de l'activité, avec l'apport d'expérience et de réseaux.
- **Capital risque:** Financement des entreprises en création ou au début de leur activité, incluant des investisseurs comme des Business Angels, des fonds de capital-risque ou des fonds d'investissement de proximité.

¹Salah Eddine Kartobi, o.p.cit.p.179

²Salah Eddine Kartobi, o.p.cit.p.182.

- **Capital développement:** Financement des entreprises matures pour soutenir une nouvelle phase de croissance, comme le lancement de nouveaux produits.
- **Capital transmission:** Acquisition de la majorité du capital d'une société mature, souvent à travers des opérations de leveraged buy-out (LBO), facilitant l'acquisition et la défiscalisation du projet.
- **Capital retournement:** Apport de fonds ou quasi-fonds propres à des entreprises en difficulté pour permettre leur redressement et la régénération de bénéfices.

2.2.2.3 Titres de créances négociables (TCN)

Les titres de créances négociables (TCN) sont des instruments financiers émis par les entreprises qui représentent un droit de créance. Ils incluent.¹:

- **Certificats de dépôt:** Émis par les banques, ces certificats attestent de l'engagement de la banque à rembourser un montant avec intérêts à une date déterminée.
- **Bons des sociétés de financement:** Réservés aux sociétés de financement.
- **Billets de trésorerie:** Émis par les sociétés non financières avec un capital entièrement libéré et des fonds propres d'au moins cinq millions de dirhams, ayant au moins trois années d'activité et trois bilans certifiés.

2.3 Financement hybride et nouvelles formes de financement

Le financement hybride combine des caractéristiques du financement par emprunt et par capitaux propres. Les titres hybrides, ou quasi-fonds propres, se classifient en trois catégories.²:

- **Titres de capital hybrides :** Les actions à droit de vote privilégié sont des actions qui confèrent à leurs détenteurs des droits financiers préférentiels. Ils bénéficient d'un traitement préférentiel par rapport aux détenteurs d'actions ordinaires. Par exemple, ils reçoivent un dividende plus élevé, le dividende privilégié, ou ont la priorité en cas de liquidation. Si, en cas de faillite, il reste du capital après le règlement des dettes des créanciers, les détenteurs d'actions privilégiées sont donc les premiers à être indemnisés. Pour les investisseurs dans les entreprises, les actions à droit de vote privilégié sont intéressantes car leurs risques financiers sont mieux couverts qu'avec des titres de participation classiques. En outre, les intérêts des parties peuvent être mieux pris en compte. En effet, alors que les investisseurs sont principalement intéressés par le succès financier, les fondateurs veulent avoir un pouvoir de décision dans les entreprises. Si les investisseurs reçoivent des actions à droit de vote privilégié et les fondateurs des actions ordinaires, les deux parties sont gagnantes
- **Titres de créances assimilés à des fonds propres :** Ces instruments, tels que les titres perpétuels, prêts participatifs, et obligations remboursables, sont considérés comme quasi-fonds propres en raison de leur nature non dilutive et de leur traitement spécial en cas de liquidation.

¹Salah Eddine Kartobi, o.p.cit.p.193.

²Salah Eddine Kartobi, o.p.cit.p.194.

- **Titres de créances assimilés aux titres de capital :** Comprennent des instruments comme les obligations convertibles (OC), les obligations remboursables en actions nouvelles (ORANE), et les obligations échangeables (OBSA).

2.3.1 Titres de capital hybrides

Les **obligations convertibles (OC)** sont des titres de dette pouvant être convertis en actions selon les conditions définies par l'émetteur ou l'investisseur. L'intérêt croissant pour ces instruments financiers est attesté par leur volume mondial et leur croissance récente.

- **Actions à droit de vote privilégié**

Les actions à droit de vote privilégié confèrent des droits financiers préférentiels à leurs détenteurs, tels qu'un dividende plus élevé ou une priorité en cas de liquidation. Ces actions sont avantageuses pour les investisseurs en ce qu'elles offrent une meilleure couverture des risques financiers et permettent aux fondateurs de conserver un pouvoir décisionnel.

2.3.2 Titres de créances assimilés à des fonds propres

Les titres hybrides non dilutifs, comme les titres de créances assimilés à des fonds propres, sont définis par quatre critères :

- **Subordination:** Ces titres sont remboursés après les dettes mais avant les capitaux propres en cas de liquidation.
- **Maturité:** Très longue (au moins 25 ans) ou perpétuelle.
- **Engagement:** L'émetteur s'engage à remplacer le titre par une émission similaire en cas de remboursement.
- **Rémunération:** Le coupon¹ est fixe pendant une période, puis peut devenir variable ou progressif selon les termes de l'émission²

2.3.2.1 Titres participatifs

Les titres participatifs sont des valeurs mobilières négociables qui combinent une rémunération fixe et une partie variable, calculée en fonction des performances ou des résultats de la société émettrice et liée au montant nominal du titre. Leur émission est réservée à certaines personnes morales, notamment les sociétés anonymes (SA) et les sociétés à responsabilité limitée (SARL) constituées sous forme de société coopérative. Ces titres ne sont remboursables qu'en cas de liquidation de la société, permettant ainsi à l'émetteur de disposer de fonds assimilés à des capitaux propres. En raison de leur lien avec les résultats ou l'activité de l'émetteur, les détenteurs de titres participatifs ont accès aux documents sociaux dans les mêmes conditions que les actionnaires.³

¹ Ces coupons peuvent être différés en fonction du contrat d'émission en cas de non-paiement des dividendes.

² Le call correspondant à une option d'achat, c'est-à-dire à un bon de souscription: un titre qui permet de souscrire, pendant une période donnée, dans une proportion et à un prix fixé à l'avance un autre titre financier.

³ Briatte, A.X, Financement et pratique du crédit, édition LexisNexis, 2017, p.435.

2.3.2.2 Titre subordonné

Le titre subordonné représente une autre forme de titres de créances assimilés à des fonds propres. En cas de faillite de l'émetteur, il est remboursé après les créanciers ordinaires mais avant les détenteurs de titres participatifs ou d'actions. En échange de ce risque accru, les titres subordonnés offrent une rémunération plus élevée que celle des créances classiques. Ces titres représentent des capitaux stables et permanents, permettant aux émetteurs de renforcer leurs fonds propres à un coût inférieur à celui d'une émission de capital et sans diluer les parts des actionnaires de contrôle.

¹

2.3.3 Titres de créances assimilés aux titres de capital

La forme la plus connue de ces titres de créances assimilés aux titres de capital est

2.3.3.1 Obligation convertible en actions (OCA)

L'obligation convertible en actions est un instrument financier émis par une entreprise qui donne au détenteur le droit de convertir l'obligation en actions de la société pendant une période définie et sous certaines conditions. Lorsqu'une OCA ou une option convertible est émise, les investisseurs prêtent de l'argent à l'entreprise tout en ayant la possibilité de convertir ce prêt en actions ou en participations, en plus du paiement des intérêts. Cette structure permet aux fondateurs de fixer des prix de conversion relativement élevés tout en garantissant un taux d'intérêt minimum pour les investisseurs. En cas de liquidation, les investisseurs récupèrent leur capital avant les actionnaires, tandis qu'en cas de succès de l'entreprise, ils peuvent exercer leurs droits de conversion.

2.3.3.2 Obligations échangeables

Les obligations échangeables permettent aux investisseurs, à l'échéance, de demander le remboursement en actions si le cours de l'action sous-jacente a augmenté. Si les investisseurs ne demandent pas l'échange, la dette est remboursée en espèces. Selon la théorie de l'agence, les OCA/OEA sont une solution pour résoudre les conflits entre actionnaires et créanciers. Leur émission permet également de prévenir une augmentation de capital, comme le suggère la théorie du signal (Stein, 1992).²

2.3.3.3 Obligations à bons de souscription

Les obligations à bons de souscription incluent des options d'achat (call), qui peuvent aider à résoudre les conflits entre actionnaires, créanciers et dirigeants.

2.3.3.4 Bons de souscription d'actions (BSA)

Les bons de souscription d'actions sont détachables des obligations et peuvent être négociés immédiatement. Ils permettent de souscrire à une augmentation de capital de la société émettrice pendant une période déterminée et peuvent être cotés en bourse. Ces bons ne génèrent ni dividende ni rémunération. Les BSA représentent des titres de capital potentiel, offrant au porteur la

¹ Nizard F, Le capital hybride innovant: aspects juridiques et internationaux. Revue de Droit bancaire et financier, 2006, p.47.

² Mayers, D, Why firms issue convertible bonds: The matching of financial and real investment options. Journal of Financial Economics, 1998, p.83-102.

possibilité de choisir entre remboursement en espèces ou accès au capital. Cette option de financement permet à l'émetteur de bénéficier d'un apport immédiat, bien qu'elle comporte un risque potentiel de dilution pour les actionnaires existants.

2.3.3.5 Obligations remboursables en actions (ORA)

Les obligations remboursables en actions sont des titres de créance qui permettent le remboursement par l'attribution d'actions. Les agences de notation les considèrent comme des fonds propres. Fiscalement, les ORA sont traitées comme des obligations jusqu'à leur remboursement, puis comme des actions par la suite..¹

¹ « L'ORA n'est pas un produit très attractif sur les marchés financiers. Elle est plutôt utilisée dans des montages très spécifiques pour les entreprises non cotées, souvent avec une préoccupation fiscale ou juridique » (Vernimmen, 2018, o.p.cit. , p.549).

Section 03 : La Performance et Notion de la Performance Financière

Dans un contexte économique complexe et incertain, les dirigeants d'entreprises nécessitent des informations comptables et financières fiables pour évaluer leur activité et prendre des décisions appropriées face aux défis émergents. L'évaluation et le suivi de la performance des entreprises sont devenus cruciaux ces dernières années (Medori et Steeple, 2000), particulièrement dans un environnement où les entreprises doivent réaliser « plus » avec « moins ». Pour mesurer leur performance, les dirigeants utilisent divers outils ou systèmes, dont la précision et la complexité varient. La littérature sur ce sujet a connu une expansion rapide, tant dans le domaine académique que professionnel. Cependant, la performance est un concept polysémique qui peut varier selon les auteurs ou les évaluateurs. Otley (1999) souligne que le terme « performance » est ambigu et n'a pas de définition unique.¹

La plupart des recherches sur la performance organisationnelle se concentrent sur les grandes entreprises, qui disposent de ressources suffisantes pour appliquer des concepts de gestion visant à améliorer leur pilotage et leur performance. En revanche, les petites entreprises (PE) sont souvent moins étudiées malgré leur importance économique. Zingales (2000)² note un déséquilibre significatif entre le nombre d'études sur les petites entreprises et leur rôle dans l'économie mondiale. Bien que les recherches sur les PME se développent, elles restent une zone d'ombre pour la communauté scientifique en raison de divers facteurs, tels que la structure du dirigeant, la diversité du personnel, et la nature formelle ou informelle des petites entreprises.³

De nombreuses entreprises rencontrent des difficultés pour établir un système de mesure de la performance efficace. La performance financière est souvent évaluée à partir des états financiers, en se basant sur des critères tels que l'efficacité, l'efficience, l'économie des ressources, et la qualité (Deming, 2002)⁴. La performance financière peut être appréciée à travers des indicateurs financiers comme la rentabilité, le chiffre d'affaires et le fonds de roulement. Quels sont donc les indicateurs et déterminants de la performance financière les plus pertinents selon la littérature ? Quels enjeux posent l'étude des déterminants de la performance financière ?,⁵

3.1 Définition de la performance

Selon Tchankam (1998)⁶, le terme "performance" a évolué considérablement depuis son introduction. En 1867, il est principalement utilisé dans le domaine sportif pour désigner un résultat exceptionnel ou un exploit remarquable. Cependant, cette définition a été remise en question en 1929 par les puristes, et le terme a progressivement intégré le vocabulaire de la

¹ Medori. D et Steeple. D, "A framework for auditing and enhancing performance systems, International journal of operation and production management, Vol 20 , n°5, 2000,p. 520-523.

² Zingales L, In Search of New Foundations, The Journal of Finance, Vol 55, n°4,2000, p.1623-1653.

³ Otley. D, " performance management: a framework for management control systems", research management accounting research, Vol 10, 1999, p. 363-382.

⁴ Deming E. W. , Hors de la Crise, Economica, 3 e édition, 2002, p 18.

⁵ Périgny, Michel. "Le rôle de la confiance en alliance stratégique et de ses effets sur la performance des P.M.E. québécoises dans le secteur de l'environnement". Mémoire. Trois-Rivières, Université du Québec à Trois-Rivières,1999 p. 60-65.

⁶ Tchankam, J. P., Performance comparée des entreprises publiques et privées : une étude empirique, Cahier de recherche, LAREMA, 2000, p.7.

psychologie, bien que ses origines soient américaines malgré les contributions de psychologues français comme Binet. Au cours du 20^e siècle, le terme a évolué pour désigner la capacité d'une machine à atteindre des rendements exceptionnels. ¹.

En gestion, le terme "performance" combine généralement ces différents sens. Il est souvent associé à la notion de résultat positif d'une action, tandis que la "contre-performance" désigne un résultat insatisfaisant.

Bourguignon (1995) propose une définition plus intégrative de la performance, articulée autour de trois grands axes : le succès, le résultat et l'action. Selon cette perspective :

- La performance comme succès : La performance ne peut exister de manière isolée ; elle est conditionnée par les représentations de la réussite. Pour une entreprise, le succès ne se limite pas à la productivité. La satisfaction des clients est également un aspect clé du succès organisationnel. La compétitivité, mesurée par les facteurs clés de succès (FCS)² est essentielle pour maintenir la position et les avantages de l'entreprise face à la concurrence. Les trois principaux facteurs de succès sont le prix, la qualité et les délais (Bergeron H, 1996) ³.
- La performance comme résultat de l'action : La performance se traduit par la réalisation de résultats ou l'atteinte des objectifs fixés par l'organisation.
- La performance comme action : La performance est un processus continu plutôt qu'un résultat ponctuel. Elle représente un enchaînement d'actions menant à des résultats.

Lorino définit la performance comme « le déploiement du couple valeur-coût dans les activités de l'organisation ». Selon cette vision, une entreprise performante est celle qui optimise la valeur de son offre tout en maîtrisant ses coûts.

Les gestionnaires, à l'instar de Philippe Lorino⁴, considèrent la performance comme « tout ce qui contribue à atteindre les objectifs stratégiques de l'entreprise ». Bien que l'entreprise soit fondamentalement une institution à vocation économique, sa performance ne peut être évaluée uniquement sur une base financière. D'autres facteurs tels que les finalités de l'entreprise, les considérations écologiques, sociales et juridiques doivent également être pris en compte. Il en résulte que la performance se décline en plusieurs dimensions.

Cette approche met en lumière la nature multidimensionnelle de la performance d'une entreprise. Pour Tomala, la performance est aussi multi-acteurs, car elle est influencée par le domaine décisionnel de chaque acteur et la perception de la performance peut varier d'un acteur à l'autre. De plus, la performance est multi-périodes, devant être considérée tout au long du cycle de vie des produits ou services.

¹ BOURGUIGNON, A., La performance, essais de définition, In: Revue française de comptabilité, n° 269, juillet-août, 1995, pp. 60-65

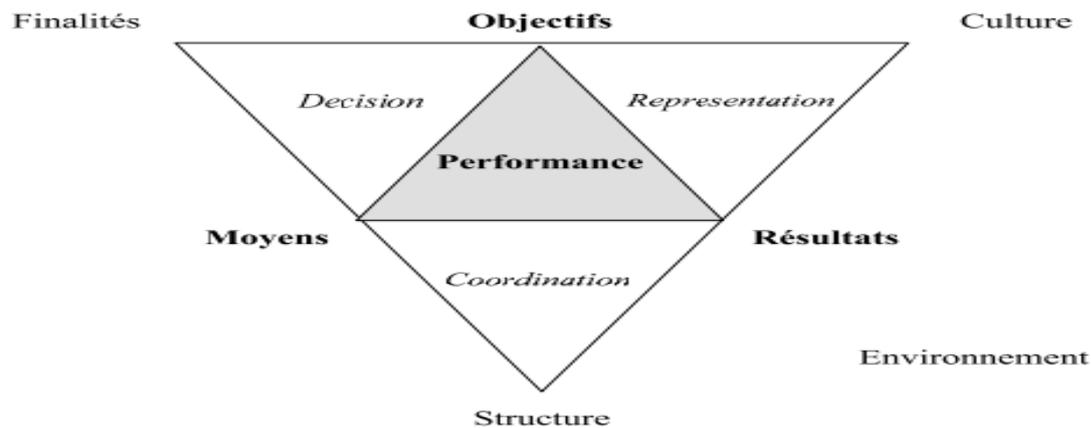
² LESCA, H, Entreprise Gestion et Compétitivité, Economica, Paris, 1984, p.51

³ BERGERON, H., Différenciation des systèmes de données et de représentations en contrôle de gestion, Différenciation des systèmes de données et représentations en contrôle de gestion- essai d'observation et d'interprétation, Thèse de Doctorat ès Sciences de Gestion, Université de Montpellier II, 1996.

⁴ LORINO, P., Méthodes et pratiques de la performance, 3^e édition, Organisation, Paris, 2003, p.10

Étant donné que l'entreprise regroupe diverses activités, il est essentiel d'évaluer chacune d'elles pour obtenir une mesure complète de la performance globale du système. Certains proposent d'étendre le triangle de Gibert pour inclure toutes les activités de l'organisation dans une cohérence globale, représentant les finalités, la culture et la structure (Figure I).

Figure N° 02 : Politique générale de l'entreprise



Source : (Gartiser, Lerch et al. 2004)¹

Ce triangle met en lumière les divers aspects de la performance, qui doit refléter la pertinence, l'efficacité et l'efficience. Ces trois dimensions peuvent être définies comme suit:

- **Pertinence:** Elle mesure la relation entre les objectifs fixés et les moyens déployés pour les atteindre.
- **Efficacité:** Elle évalue le rapport entre les objectifs visés et les résultats obtenus.
- **Efficience:** Elle concerne la relation entre les résultats atteints et les ressources utilisées.

Ainsi, améliorer la performance peut se réaliser en augmentant l'une ou l'autre de ces dimensions. Cela peut se traduire par une réduction des moyens nécessaires pour atteindre les objectifs ou par une meilleure adéquation entre les résultats obtenus et les objectifs fixés. ²

3.2- Les variables de performance

Le débat contemporain sur la mesure de la performance repose sur deux approches principales : l'approche actionnariale et l'approche partenariale. L'approche actionnariale se concentre sur la maximisation de la valeur pour les actionnaires, qui sont considérés comme les détenteurs des

¹ N. Gartiser, C. Lerch, and P. Lutz, Appréhender la dynamique d'évolution des organisations. Vers une opérationnalisation des modèles de Mintzberg, in XIII ème Conférence Internationale de Management Stratégique. 2004: Normandie-Vallée de Seine, France.

² Sébastien Dubois, Elena Koriajnova, Vers les mesures de performance de l'activité d'innovation, Université de Lorraine, France

droits décisionnels résiduels, c'est-à-dire les droits non explicitement couverts par les contrats. En revanche, l'approche partenariale attribue ces droits décisionnels à tous les contributeurs de ressources et vise à créer une valeur partagée entre toutes les parties prenantes, y compris les dirigeants, les salariés, les clients, les créanciers, les actionnaires, les fournisseurs et le public. Par conséquent, les travaux empiriques distinguent souvent les indicateurs de performance liés à la rémunération des actionnaires de ceux qui mesurent la valeur globale de l'entreprise.

En accord avec cette approche et en tenant compte des contraintes liées à la disponibilité des données, nous avons sélectionné deux ratios de performance ¹:

- Le ratio résultat d'exploitation / fonds propres (REFP).
- Le ratio valeur ajoutée / chiffre d'affaires (VACA).

3.3- Les paramètres d'appréciation de la performance

Bien que les définitions de la performance varient, elles convergent généralement autour de deux critères essentiels : l'efficacité et l'efficience.

- **Efficacité:** Dans le domaine de la gestion, l'efficacité désigne la capacité d'une organisation à atteindre les résultats attendus. Elle mesure le lien entre les résultats obtenus et les objectifs fixés (« L'objectif fixé est-il atteint ? »). Être efficace implique que l'entreprise parvienne à produire les résultats escomptés, que ces objectifs soient liés à la qualité, au coût ou à la rentabilité. Par exemple, une entreprise est considérée comme efficace si elle atteint la quantité de biens prévue dans ses objectifs.
- **Efficience:** Bien que proche de l'efficacité, l'efficience se concentre sur l'optimisation des ressources utilisées pour atteindre les résultats. Autrement dit, une entreprise est efficiente si elle parvient à être efficace tout en utilisant ses ressources de manière rationnelle. L'efficience est donc mesurée par le rapport entre les ressources déployées et les résultats obtenus. Pour une évaluation plus complète de la performance,
- **Pertinence:** Ce critère évalue l'adéquation entre les moyens mis en œuvre et les objectifs fixés (« Les moyens déployés sont-ils adaptés aux objectifs ? »). Une entreprise est considérée comme performante si elle parvient à aligner les éléments de son offre avec les attentes du marché, malgré les contraintes et les exigences de son environnement.

3.4- Les différentes typologies de la performance

3.4.1- La performance financière

La performance financière se définit par la capacité à réaliser une rentabilité satisfaisante, une croissance adéquate et une création de valeur pour les actionnaires (Guérard S., 2006). Elle vise à

¹ Robert Wanda, Structure financière et performance des entreprises dans un contexte sans marché financier, article, Octobre 2001, p.7.

assurer la stabilité financière de l'entreprise en limitant le recours aux crédits. La performance financière dépend de la gestion efficace des ressources financières, ce qui influence la rentabilisation des fonds investis et le renouvellement des opérations profitables. Aujourd'hui, les entreprises doivent non seulement générer des profits, mais aussi considérer les impacts de leurs activités sur l'ensemble de leurs parties prenantes. La performance financière est également liée à la gouvernance de l'entreprise, car une mauvaise gouvernance peut nuire à la performance financière (Miloud, 2003). Une bonne gouvernance favorise une responsabilisation accrue, une gestion améliorée et un contrôle plus rigoureux. ¹

3.4.1. Les indicateurs de la performance financière

Avant les années 1990, les entreprises se concentraient principalement sur les indicateurs financiers pour évaluer leur performance. Parmi ces indicateurs figuraient le retour sur investissement (ROI), les chiffres d'affaires et les résultats. Ces mesures reflétaient principalement la richesse des actionnaires et la performance boursière de l'entreprise.

Depuis, des critiques ont conduit à l'évolution de ces indicateurs. Aujourd'hui, des indicateurs plus représentatifs de la création de valeur, tels que la Valeur Économique Ajoutée (EVA) et le Cash Flow Return On Investment (CFROI), sont utilisés. Voici une présentation simple de ces indicateurs:

- EVA (Valeur Économique Ajoutée): L'EVA mesure la valeur créée par l'entreprise après la rémunération de tous les capitaux employés. Elle est calculée comme suit:

$$\text{EVA} = (\text{Rentabilité économique} - \text{Coût du capital}) \times (\text{Capitaux investis})^2$$

Elle peut également être calculée sur la base des fonds propres:

Mais elle peut également être calculée sur la base de fonds propres. Dans ce cas, elle est obtenue par la formule suivante:

$$\text{EVA des fonds propres} = (\text{rendement des capitaux propres} - \text{coût des capitaux propres}) \times (\text{Montant des capitaux propres investis dans le projet ou dans l'entreprise})$$

Quand l'EVA des fonds propres est positive, l'entreprise crée de la valeur pour ses actionnaires. Quand elle est négative, l'entreprise détruit la valeur pour ses actionnaires. L'EVA permet donc à l'entreprise de déterminer si la somme investie pour lancer un projet est supérieure à celle obtenue à l'issue de l'opération³. Elle permet entre autre de prendre des décisions correctes concernant l'investissement et le désinvestissement de l'entreprise.

Cependant, l'EVA a été critiquée par la forte influence de la méthode comptable utilisée. D'autre part, l'EVA a montré une grande instabilité quand il s'agit de faire des ajustements au fil du temps.

¹ Miloud, T., « Introductions en bourse, la structure de propriété et la création de valeurs ». Presses Universitaires de Louvain, 2003, p. 202.

² Aswath Damodaran, Finance d'entreprise théorie et pratiques, 2ème édition, De Boeck, 2001, p.617

³ Mowen, M., Hansen, D. et Heitger, D., Cornerstones of managerial accounting. Cengage Learning, Connecticut, USA, 2008, p.768.

L'EVA est considérée par certains managers comme étant un outil dépassé par le temps. Par conséquent, son pilotage devrait toujours se faire avec d'autres indicateurs plus avancés.

- **CFROI (Cash Flow Return On Investment):**

Le CFROI représente le taux de rentabilité interne moyen des investissements actuels de l'entreprise. Il est calculé en comparant l'actif économique brut de l'entreprise (avant amortissements et ajustements pour l'inflation) avec les excédents bruts d'exploitation après impôt sur la durée de vie des actifs. Le CFROI est comparé au coût moyen pondéré du capital pour évaluer si l'investissement est avantageux. Pour améliorer la valeur de l'entreprise, il est nécessaire d'augmenter la différence entre le coût du capital et le CFROI. ¹.

- **ROE (Return On Equity)**

Le Return On Equity (ROE) mesure la rentabilité de l'entreprise en évaluant la capacité à générer des bénéfices à partir des investissements des actionnaires. Il aide également à identifier les leviers de performance, à évaluer les capitaux investis et à analyser les résultats économiques². Toutefois, le ROE peut être volatile par rapport à d'autres indicateurs en raison des frais financiers fixes liés à la dette, alors que les revenus et les coûts peuvent varier. ³.

- **ROI (Return On Investment)**

Le ROI est un indicateur qui mesure le pourcentage de retour sur les capitaux investis, en évaluant l'utilisation des actifs de l'entreprise pour générer des profits. Il est principalement utilisé pour déterminer si les investissements réalisés pour un projet sont justifiés par les résultats obtenus⁴. Le ROI est calculé en comparant les coûts aux bénéfices et est considéré comme une mesure globale et concise de la performance de l'entreprise. Facile à calculer et à interpréter, il est applicable à toute organisation pour identifier les centres de profit. Cependant, sa simplicité peut conduire à une gestion axée sur les chiffres plutôt que sur les processus, ce qui peut fausser la perception à long terme de la performance de l'entreprise. ⁵

- **ROA (Return On Assets)**

Le ROA ou Return On Assets, également appelé ROCE (retour sur capitaux employés), correspond à la rentabilité économique de l'entreprise. C'est un outil qui permet de déterminer si les moyens économiques de l'outil de travail sont efficacement utilisés. Cette mesure se fait sur la base des résultats générés par ces moyens économiques. Il est obtenu par la formule suivante :

$$\text{ROCE} = (\text{résultat d'exploitation après impôt théorique}) / (\text{immobilisations d'exploitation nettes} + \text{besoin de fonds de roulement d'exploitation net})$$

¹ Venanzi, D, Financial performance measures and value creation: The state of the art. Springer, Verlag, Allemagne, 2012, 84.p.

² Berland, N. et Simon, F. Le contrôle de gestion en mouvement. Eyrolles, Bruxelles, Belgique, 2010, p.301.

³ Ponsard, J, Economie de l'entreprise. Editions Ecole Polytechnique, Palaiseau, France, 2005, p.282.

⁴ Pinardon, F, La rentabilité, une affaire de points de vue. L'Harmattan, Paris, France, 1989, p.263.

⁵ Schneider O., "Adding enterprise value: mitigating investment decision risks by assessing the economic value of supply chain initiatives". Vdf Hochschulverlag, 2010,p. 18.

Ce ratio permet de déterminer à partir du coût moyen pondéré du capital, si l'entreprise crée ou détruit de la valeur¹.

Cet indicateur permet de donner rapidement des précisions concernant le rendement des actifs et les profits générés par ces derniers. Quand il diminue, il montre que l'entreprise passe par des difficultés. Il permet d'apprécier la capacité de la direction de l'entreprise à générer des bénéfices en partant des actifs et en faisant le bon choix dans les projets à investir. Il donne entre autre, un aperçu concernant les marges nettes et les rotations des actifs, qui constituent les facteurs clés de rendement.

Cependant il ne peut pas être considéré comme étant un outil d'évaluation de l'investissement idéal. En effet, il se base sur le retour du revenu net qui reste non fiable pour déterminer le bénéfice d'exercice et de l'utilisation des revenus générés. Il ne permet pas non plus de faire une étude comparative entre deux entreprises du fait qu'il considère uniquement au bilan les actifs fixes et non pas, les actifs incorporels.

Le plus souvent, la performance financière de l'entreprise est principalement mesurée ou appréciée sur la base de ces informations relatives aux résultats financiers qui sont détenus dans les comptes annuels. Ces différents renseignements permettent de connaître si l'entreprise est efficace dans sa démarche et plus particulièrement, dans sa manière à exploiter les différentes ressources dont elle dispose². La performance financière de l'entreprise renvoie à certains indicateurs financiers et à des données comptables, ou encore à des données concernant la valeur de l'entreprise sur le marché. La performance de l'entreprise peut être appréciée à partir du ratio d'Autosuffisance financière. Le ratio d'autosuffisance financière appelé aussi ratio d'indépendance financière est un ratio qui donne des indications concernant la gestion financière de l'entreprise et sert à mesurer le degré d'endettement de l'entreprise par rapport à ses capitaux propres (ses fonds propres, ses biens...).

L'autosuffisance financière :

Ratio d'Autosuffisance financière = Capitaux propres / Ressources stables

(Les ressources stables correspondent aux capitaux propres, aux provisions à long terme et aux dettes financières) En général une entreprise est autonome lorsque plus de la moitié des ressources qu'elles disposent provient de ses fonds propres, c'est-à-dire quand son ratio est plus grand que 50% (0,5). Si jamais son ratio est trop faible, elle risque d'avoir des difficultés à trouver de nouveaux financements pour continuer à se développer.

Cet indicateur permet de faire un suivi et une évaluation de la situation de l'entreprise. Il permet également de connaître si l'entreprise est toujours viable et rentable. Pour Catin (2010)³ ce ratio donne des indications concernant la capacité de croissance de l'entreprise. En dehors de ces indicateurs cités, la performance financière peut aussi se traduire par le rendement sur ventes, le

¹ Molho D, Fernandez-Poisson D., Tableaux de bord, outils de performance. Eyrolles, 2009, p. 196.

² Couvreur, J., Hübner, G. et Michel, P, Finances d'entreprise, une approche globale pour les juristes. Kluwer, Bruxelles, Belgique, 2003, p.297.

³ Catin, M., "Développement financier, institutions et croissance". Le Harmattan, 2010, p. 97.

rendement sur capital investi, le bénéfice par action ou le rendement boursier¹. Il est par exemple communément admis que les entreprises les plus capitalisées sont celles qui sont les plus rentables². Catin a ainsi constaté à travers sa recherche qu'un taux de capitalisation élevé permet d'augmenter la performance financière de l'entreprise. La rentabilité des capitaux propres également appelée rentabilité financière pour sa part, est obtenue en faisant la division entre le résultat de l'exercice après impôt par les capitaux propres. Mais cet indicateur est considéré comme étant le plus intéressant et le plus complet dans la mesure où il permet d'englober les différentes décisions de gestion à mettre en place par les dirigeants de l'entreprise et les actionnaires. Il donne entre autre des indications concernant la capacité des capitaux propres à rentabiliser les différentes activités de l'entreprise à travers les actifs déployés dans le financement des opérations. En dehors de la rentabilité des capitaux propres, on peut aussi mentionner la rentabilité commerciale qui reflète la capacité de l'entreprise à tirer des profits à partir de ses opérations d'exploitation. La rentabilité commerciale brute est le rapport entre le résultat d'exploitation avant amortissements d'exploitation et les chiffres d'affaires. Elle peut aussi être obtenue en faisant le rapport entre le résultat d'exploitation après amortissements d'exploitation et le chiffre d'affaires.

3.4.2- Intérêts et limites de la performance financière par rapport aux autres types de performance

Les indicateurs de performance financière, bien qu'importants, présentent des limites. Ils se concentrent principalement sur les intérêts des actionnaires et négligent les autres parties prenantes. De plus, ces données peuvent conduire à une analyse à court terme, en omettant les investissements en recherche et développement ou en marketing. Les données comptables et financières fournissent des informations sur la performance passée, mais elles ne permettent pas toujours d'anticiper la performance future de l'entreprise en raison des évolutions des besoins et attentes des clients. Une activité ayant été rentable par le passé peut ne plus être performante aujourd'hui. Par conséquent, la performance financière à long terme doit considérer non seulement la situation passée, mais aussi la situation actuelle et les prévisions futures. Selon Cumby et Conrod (2001)³, la performance financière ne doit pas être évaluée uniquement avec des indicateurs financiers, mais aussi avec des indicateurs non financiers tels que la fidélité des clients, les processus internes et le degré d'innovation. La satisfaction des clients, par exemple, peut être un indicateur clé de la performance économique et boursière. Ainsi, pour une évaluation complète de la performance de l'entreprise, il est nécessaire de prendre en compte d'autres types de performance en plus de la performance financière.

¹ Boulianne, Emilio, « Vers une validation du construit performance organisationnelle ». Thèse pour l'obtention du grade de PhD, Université de Montréal, 2000, p.240.

² Duchéneau B. « Enquête sur les PME françaises: identités, contextes, chiffres ». Maxima,1995, p. 262.

³ Cumby J et Conrod J., « Non-financial performance measures in the Canadian biotechnology industry». Journal of Intellectual Capital, 2(3),2001, pp261 – 272.

3.4.3 Les Origines de la Performance Financière : Facteurs d'Influence

Pour comprendre la performance financière d'une organisation, il est essentiel d'identifier les facteurs qui l'influencent. Nous examinerons ici certains facteurs internes et externes qui peuvent déterminer la performance d'une entreprise.

3.4.3.1- Facteurs Internes

Le gouvernement d'entreprise, le profil du dirigeant, la gestion comptable et le climat social sont des facteurs internes généralement admis comme déterminants de la performance d'une entité. S'agissant du gouvernement d'entreprise, Bhagat S. et Black B. (2000)¹ soulignent que l'indépendance du conseil d'administration est gage de performance financière. Pour Hermalin B. E. et Weisbach M. S. (2001)², plus il y a des directeurs externes dans le conseil d'administration, meilleures sont les décisions prises et par voie de conséquence, meilleure sera la performance de la firme. Pour ce qui est de la structure de propriété, Jensen M. C. et Murphy K. J. (1990)³ ont mis en exergue une relation positive entre valeur de la firme et propriété managériale ; tandis que Hermalin et Weisbach (1991)⁴ trouvent que la relation entre le Q⁵ de Tobin² et la propriété des gestionnaires est positive jusqu'à un taux de 1%, négative entre 1% et 5%, et positive entre 5% et 20%. Cette relation redevient négative pour un niveau de propriété de 20 %. S'agissant du profil du dirigeant, Gottesman A. et Morey M. (2004)⁶ montrent que les dirigeants ayant reçu leur formation dans les écoles les plus prestigieuses ne garantissent en rien une performance financière supérieure. Ils aboutissent également à la conclusion selon laquelle les dirigeants ayant un diplôme en MBA ou en Droit performant moins que ceux qui n'en ont pas. Chevalier J. et Ellison G. (1996)⁷ montrent quant à eux que l'obsolescence des connaissances des gestionnaires âgés les rend moins performants que leurs homologues plus jeunes. D'autres ont montré qu'il existe une forte influence du diplôme (Kimberly et Evansiko, 1981)⁸ et du type de formation du dirigeant (Steensma K. H et

¹ Bhagat S. et Black B., Board independence and Long-Term Firm Performance, *The New Palgrave Dictionary of Economics and the Law*, Vol 2.2000.

² Hermalin B. E. et Weisbach M. S., Board of Directors as an Endogeneously Determined Institution: a survey of the economic literature, *Economic Policy Review*, vol 9, 2001, pp 7-26.

³ Jensen M. C. et Murphy K. J., Performance Pay and Top Management Incentives, *Journal of Political Economy*, Vol. 98, N° 2, 1990, pp 225-264.

⁴ Hermalin, Benjamin and Michael Weisbach, "The effects of board composition and direct incentives on firm performance", *Financial Management* 20, 1991, pp. 101-112.

⁵ Il correspond au rapport entre la valeur de marché de la firme et la valeur de remplacement de ses actifs.

Q = Valeur de marché des actifs / Valeur de remplacement des actifs

⁶ Gottesman A. et Morey M., Does a Better Education Make for Better Managers? An Empirical Examination of CEO Educational Quality and Firm Performance, *Pace University Finance Research Paper* N° 2004/03, 2004, p.28.

⁷ Chevalier J. et Ellison G., Are Some Mutual Funds Managers Better Than Others? Cross-Sectional Patterns in Behavior and Performance, *NBER working paper*, N°5852, *Journal of Finance*, vol. 54, N°3, 1996, pp 875-899.

⁸ Kimberly J. R. et Evansiko M. J., Organizational Innovation. The influence of individual, organizational and contextual factors on hospital adoption of technological and administrative innovation, *Academy of Management Journal*, vol. 24, N°4, 1981, pp 689-713.

Beverly B. T., 1998¹ ; Barker V. et Mueller G., 2002²) sur le niveau de performance de l'entreprise.

La gestion comptable est également un facteur de performance financière de la firme. À cet effet, des études (Holmes et Nicholls, 1988³; Mc Mahon et Holmes, 1991⁴ ; Colot et Michel, 1996⁵) montrent aussi que plusieurs Petites et Moyennes Entreprises (PME) souffrent traditionnellement d'une carence en outils de gestion. Ce qui contribue notamment aux difficultés financières et à la faillite de certaines de ces entreprises (Keasy et Watson, 1991 ; Graham, 1994)⁶. L'analyse budgétaire, le tableau de bord, le contrôle de gestion sont entre autres, des outils privilégiés des entreprises pérennes.

Le climat social est également un déterminant important de performance financière., Du fait qu'il met en exergue la satisfaction des salariés vis-à-vis de la façon dont la fonction "ressources humaine (RH) les gère, et de la manière dont leur direction les considère, le climat social est bien un révélateur important de la performance financière d'une organisation. Selon Mouqla (1991)⁷, le climat organisationnel a un effet direct sur la satisfaction et le rendement des individus. Il est ainsi judicieux d'effectuer plusieurs mesures du climat social afin d'évaluer l'impact dans le temps, au fur et à mesure, des stratégies mises en œuvre par les dirigeants sur leur personnel.

3.4.3.2- Facteurs Externes

Les origines externes peuvent être regroupées en deux grandes catégories : la satisfaction de la clientèle et le climat des affaires. La satisfaction du client est couramment perçue comme un indice de la santé générale et des revenus futurs d'une entreprise, et constitue pour cette raison une information utile pour les actionnaires, investisseurs, consommateurs, etc. (Fornell, 1992⁸, Kaplan, 1998⁹, p. 79, Kaplan et Norton 2002, Vandermerwe, 2000¹⁰). C'est sans doute pour cette raison que le client est toujours considéré comme une partie prenante primaire de l'entité. Le climat des affaires est également un déterminant non négligeable.

¹ Steensma K. H et Beverly B. T, The effects of executives' experiences and perceptions on their assessment of potential technological alliances, *Strategic Management*, Volume 19, Issue 10, 1998, pp 939-965.

² Barker V. et Mueller G, CEO characteristics and firm R&D spending, *Management Science*, vol.48, Issue 6.2002, pp 782-801.

³ Holmes S. et Des Nicholls, "analyse de l'utilisation des informations comptables par les petites entreprises australiennes", *journal de la gestion des petites entreprises*, 1988, p. 57.

⁴ McMahon, R. G., & Holmes, S. Small business "Financial Management Practices In North America: A Literature Review". *Journal of Small Business Management*, Vol 29, n°2, 1991, p19.

⁵ Colot V. et Michel P., "Vers une théorie financière adaptée aux PME. Réflexion sur une science en genèse, revue internationale PME: économie et gestion de la petite et moyenne entreprise", Vol 9, 1996, p. 143-166.

⁶ Keasey K. et Watson R., "The State of the Art of Small Firm Failure Prediction: Achievements and Prognostic", *International Small Business Journal*, Vol. 9, No. 4, 1991, pp. 11-29.

⁷ Mouqla Y, « Etude de la satisfaction au travail du personnel infirmier: Cas de l'hôpital Alfarabi d'Oujda-Angads ». Institut National d'Administration Sanitaire. Centre collaborateur de l'O.M.S. 1999, P.6-52.

⁸ Fornell, C., "National customer satisfaction barometer: the Swedish experience", *Journal of Marketing*, Vol. 56, 1992, pp. 6-21.

⁹ Kaplan R., coût et effet : utiliser des systèmes de coûts intégrés pour améliorer la rentabilité et la performance, Harvard Business Press, 1998.

¹⁰ Vandermerwe S, How increasing value to customers improves business results ?, *Management Review*, vol.42, n°1, 2000, pp.27-37

En effet, Dethier et al. (2008) ¹, ont montré à partir d'une revue de littérature peu récente qu'un environnement propice aux affaires conduit à la croissance économique en accroissant l'investissement et la productivité des entreprises. Il n'est pas inopportun d'envisager l'état de l'environnement des affaires comme une série de contraintes qui empêchent la productivité des entreprises d'une économie d'être aussi élevée qu'elle ne le serait autrement. À cet effet, Bah et al. (2017) ², soulignent que l'Afrique est la partie la plus pauvre du monde et elle possède le plus mauvais environnement favorable aux affaires.

L'effet de l'accès au crédit, de la réglementation des affaires, du crime, de l'instabilité politique, de la corruption et des infrastructures sur la production et la productivité totale des facteurs est énorme. En pratique, et pour permettre la comparaison entre différentes séries de données, les chercheurs utilisent des mesures basées sur un nombre de dimensions communément acceptées, lesquelles comprennent généralement les infrastructures physiques, le système légal, le système financier, différents aspects de l'environnement micro et macro, les facteurs sociaux.

Il existe donc plusieurs déterminants internes et externes plausibles de la performance des entreprises quel que soit leur taille. Rappelons que pour ce qui est de la performance financière, plusieurs indicateurs tant classiques que modernes permettent sa mesure. Mais dans une approche comparative, il est toujours prudent de mobiliser les indicateurs sophistiqués. C'est pourquoi on est vite passé de la simple appréciation du chiffre d'affaires et du résultat, pour déterminer des ratios tels que le retour sur investissement et/ou la rentabilité des capitaux propres.

3.5- Mesures De La Performance Financière

La section précédente a mis en évidence le caractère multidimensionnel de la performance d'une entreprise. Il est crucial de mesurer la performance à différents niveaux : au niveau des activités spécifiques et au niveau global de l'entreprise. Pour analyser la performance, il est nécessaire de disposer de mesures appropriées.

Différentes méthodes sont utilisées pour évaluer ces performance:

- Vue globale : Évaluation économique via la comptabilité d'activité (chiffre d'affaires, rapports financiers, etc.).
- Vue des activités : Évaluation physique à travers des indicateurs de performance tels que :
 - Production : Taux de Rendement Synthétique (TRS), taux de rebuts, rendement, qualité, etc.
 - Marketing/commercial : Part de marché, ratio de bilan, besoins en fonds de roulement, capacités d'autofinancement, etc.

¹ Dethier J-J., Him M. et Straub S, Explaining Enterprise Performance in Developing Countries with Business Climate Survey Data, The World Bank, Policy Research Working Paper Series,26,2008. DOI :10.2307/41261432

² Bah T., Tine B. et Chaudat P, Le défi des PME Sénégalaises : concilier tradition et modernité. Le cas de l'entreprise Guirassy, 10ème Congrès de l'Académie de l'Entrepreneuriat et de l'Innovation, AEI Dakar,2017.

- Service après-vente : Nombre de retours, réclamations clients, etc.
- Conception : Coût, délai, qualité.

Pour mesurer la performance en conception, nous nous concentrerons particulièrement sur ce type d'évaluation. Les sections suivantes définiront les composants essentiels (indicateurs de performance, inducteurs de performance et tableaux de bord) pour construire un système d'indicateurs de performance.

3.5.1- Les Indicateurs de Performance

Le groupe de recherche distingue trois types d'indicateurs de performance :

- Indicateurs de performance : Mesurent les effets des actions liées à nos responsabilités, comme un délai de fabrication pour un atelier.
- Indicateurs de contrainte : Évaluent les effets des actions extérieures à nos responsabilités, comme un délai de livraison pour un service logistique.
- Indicateurs de ressources : Mesurent les ressources consommées pour atteindre les performances ou surmonter des contraintes, comme le coût de la planification d'une fabrication.

Un indicateur de performance est défini comme une information qui aide un acteur à diriger une action vers l'atteinte d'un objectif ou à en évaluer le résultat. Cette définition implique deux aspects :

- Indicateurs de processus ou de pilotage : Utilisés pour guider l'action en cours.
- Indicateurs de résultat : Permettent d'évaluer le résultat d'une action achevée.

Avant de créer un indicateur de performance, il est crucial de comprendre les éléments ayant un impact sur la performance du système, appelés inducteurs de performance.¹

3.5.2- Les Tableaux de Bord

Pour une entité de l'entreprise donnée (atelier, service, ...) ou pour l'entreprise (dans toute sa globalité), les indicateurs de performance adéquats sont regroupés, sous forme d'une liste, dans un tableau de bord. Cette liste d'indicateurs est « destinée à étayer un jugement sur le fonctionnement d'un centre de responsabilité »². Différents tableaux de bord sont présents dans les entreprises et sont constitués d'indicateurs mesurant la performance suivant de multiples critères (coût, délai, qualité, ...) pour différentes entités (ateliers, services, entreprise globale, ...). Ils donnent une photographie de chaque entité à un instant t et permettent de guider les actions à prendre ; les tableaux de bord servent d'aide à la décision.

Le système d'indicateurs, ainsi affiché sous forme de tableau de bord, est utilisé pour générer, choisir, mettre en œuvre ou clôturer un plan d'action. L'Afnor définit un tableau de bord comme

¹ Bonnefous, C. et A. Courtois, Indicateurs de performance, Hermès Sciences. Publications, Paris, 2001, P : 27

² Giard, V, Gestion de la production et des flux, Economica, 2003, p.22

un « outil de pilotage et d'aide à la décision regroupant une sélection d'indicateurs »¹. Son but est de mettre en évidence les actions qui s'imposent pour atteindre les objectifs et améliorer les processus.

Les tableaux de bord équilibrés visent à produire un ensemble de mesures équilibrées (i.e. financière et non financière). Ils sont basés sur quatre points de vue, à savoir financier, client, processus internes et d'apprentissage, et perspectives de croissance. Kaplan et Norton (1996)² ont défini un cadre procédural pour faciliter l'application des tableaux de bord qui a abouti à un système de mesure de performance. La première étape consiste à développer un consensus sur la stratégie de l'entreprise. La deuxième étape concerne la communication de la stratégie à différents niveaux organisationnels. Au cours de la troisième étape, l'entreprise intègre les plans d'affaires et financier. La dernière étape consiste au suivi de la performance.

Si des propositions telles que Ghalayini et al (1997)³ et Kaplan et Norton (1996) ont fourni un support méthodologique, la plupart des propositions pour la mesure de performance se focalisent sur la description de la structure du système d'indicateurs, il s'agit des cadres structurels (Folan et Browne, 2005).⁴

3.5.3 Le Système d'Indicateurs de Performance

Au début des années 1990, les Performance Measurement Systems (PMS) ou Systèmes d'Indicateurs de Performance (SIP) ont émergé, permettant une vue d'ensemble des indicateurs en les regroupant sous un système intégré (Clivillé et Berrah, 2007)⁵. Ces systèmes offrent un cadre global pour exprimer la performance en définissant des indicateurs selon divers critères, à plusieurs niveaux, et en montrant les interactions entre eux. Les indicateurs de pilotage orientent les actions, dont les résultats sont ensuite mesurés par les indicateurs de résultat.⁶

Le développement d'un système d'indicateurs de performance peut être conceptuellement divisé en trois phases : conception, mise en œuvre et utilisation. La création d'un tel système n'est pas un effort ponctuel ; il nécessite également l'instauration de processus assurant la révision continue du système.⁷

¹ Afnor : Gestion de la qualité, recommandations pour obtenir et assurer la qualité en conception, 1988, FD X50, p.127.

² Kaplan, R., et Norton, D, Linking the balanced scorecard to strategy, *California Management Review*, 39 (1), 1996, p.53-79.

³ Ghalayini, A.M., Noble, J.S., et Crowe, T.J., An integrated dynamic performance measurement system for improving manufacturing competitiveness, *International Journal of Production Economics*, 48(3), 1997, 207-225.

⁴ Folan, P., et Browne, J., A review of performance measurement: Towards performance management, *Computers in Industry*, 56(7), 2005, p.663-680.

⁵ Clivillé, V. and L. Berrah, Un modèle de système d'indicateurs basé sur la décomposition des objectifs et l'agrégation des performances, 7ème Congrès International de Génie Industriel, Trois Rivières, Québec, Canada, 2007,

⁶ Bonnefous, C. and A. Courtois (2001). Indicateurs de performance, op.cit.p30,

⁷ Lohman, C., L. Fortuin, et al, Designing a performance measurement system: A case study." *European Journal of Operational Research* 156(2), 2004, p.267-286.

La littérature propose de nombreux systèmes d'indicateurs de performance¹, parmi lesquels on trouve des méthodes comme l'ECOGRAI (Bitton, 1990)², le PPMS (Process Performance Measurement System), l'IDPMS (Integrated Dynamic Performance Measurement System), l'approche ENAPS (European Network for Advanced Performance Studies), et le système de management de la qualité selon la norme ISO 9000 (2000). La séquence décrite par Tyler (1966)³, qui constitue les bases des systèmes d'évaluation, comprend trois étapes : définir un objectif de référence, mettre en place des moyens adaptés pour atteindre cet objectif, et mesurer les effets de cette mise en œuvre.

Depuis, différentes méthodes de conception des systèmes d'indicateurs de performance, comme celles proposées par Lohman (2004)⁴ et Bonnefous (2001)⁵, ont suggéré plusieurs étapes clés pour développer un tel système. Cinq étapes essentielles émergent de l'analyse de ces modèles :

- Définir la stratégie et les objectifs visés.
- Identifier les inducteurs de performance.
- Établir les indicateurs de performance sous la forme (objectif, variable, performance).
- Regrouper les indicateurs dans un tableau de bord.
- Réévaluer périodiquement le système d'indicateurs.

Les indicateurs de performance jouent deux rôles principaux : guider les actions vers l'atteinte des objectifs (pilotage) et évaluer les résultats de ces actions (mesure). Le triangle de Gibert souligne qu'un système performant doit être efficace, efficient et pertinent. On observe que certaines activités, comme la production, disposent de référentiels d'évaluation avancés pour piloter et mesurer l'activité sous toutes ses formes. En revanche, d'autres activités, telles que la conception, bénéficient de référentiels moins développés.

L'inventaire des études sur la relation entre la structure de propriété et la performance révèle une grande diversité d'indicateurs de performance utilisés (taux de rentabilité, taux de croissance, taux de marge, etc.), ainsi qu'une certaine confusion quant à la définition même de la performance. Trois aspects méritent une attention particulière pour illustrer la complexité du choix d'une mesure de performance : la pertinence du critère de maximisation de la valeur, le conflit entre la maximisation de la valeur des fonds propres et celle de la valeur de la firme, et le problème des mesures ex-post et ex-ante.

¹ Clivillé, V, Approche systémique et méthode multicritère pour la définition d'un système d'indicateurs de performance, Université de Savoie, 2004.

² Bitton, M, Ecograi: Méthode de conception et d'implantation de systèmes de mesure de performances pour organisation industrielles. Bordeaux, Université de Bordeaux 1, 1990.

³ Tyler, R. W.. New dimensions in curriculum développement. Informatiques . D. P. Ely and T. Plomp. 13,1966 765-795.

⁴ Lohman, C., L. Fortuin, et al. "Designing a performance measurement system: A case study." European Journal of Operational Research 156(2), 2004, p.267-286.

⁵ Bonnefous, C. and A. Courtois . Indicateurs de performance, 2001,op.cit.p31

Conclusion du chapitre :

La théorie financière a pour objet l'explication et la compréhension des différents phénomènes financiers, par exemple la création de valeur par les entreprises. Son champ d'investigation ne se limite pas à l'étude des seuls marchés financiers ; il inclut également l'étude des décisions financières de l'ensemble des agents économiques et notamment des firmes.

Dans l'étude des choix de financement, la théorie de l'agence considère que les conflits d'intérêt conditionnent la formation de la structure financière à travers un arbitrage entre les coûts de la dette et les coûts des fonds propres.¹

La littérature financière a développé, par la suite des réflexions sur les moyens de limiter ces asymétries d'information. Certains travaux ont montré les bienfaits d'une stratégie du signal à l'intention des prêteurs.

D'autre part, et afin d'assurer leur financement, les entreprises ont une multitude de choix entre les différents modes de financement. Les avantages liés au financement par des sources internes sont nettement observés, par rapport au financement par sources externes, notamment, par endettement. L'arbitrage financier effectué par les entreprises vise à accroître la valeur de l'entreprise par la réalisation davantage des bénéfices, ce qui rend les entreprises plus performantes, notamment sur le plan financier, à travers l'estimation de la performance financières.

La performance financières est un indicateur très important par les indicateurs de la performance que les entreprises doivent les mesurer et en tirer les conclusions, notamment les entreprises publiques économiques que nous allons les aborder d'une façon profonde lors du chapitre suivant.

¹ Asma Trabelsi, " les déterminants de la structure du capital et les particularités du financement dans les pme : une étude sur données françaises", thèse de doctorat, Université Paris IX Dauphine, 2006, p28.

Chapitre II:

Les Entreprises Publiques Économiques en Algérie

INTRODUCTION DU CHAPITRE

Les entreprises algériennes ont opéré une transition radicale d'une économie planifiée, où elles avaient pour mission de répondre aux besoins nationaux et de contribuer aux objectifs économiques et sociaux de l'État, à une économie de marché dans laquelle la compétitivité est essentielle à leur survie. L'examen de la nature juridique des entreprises publiques algériennes permettra de clarifier leurs droits et obligations, la nature de leur propriété, ainsi que leur évolution, passant d'une indépendance limitée à une phase actuelle de transition vers un modèle économique de marché. Ce chapitre mettra en lumière le statut juridique des entreprises publiques, ainsi que la nature de leur capital et le statut de leurs employés, des éléments cruciaux pour leur fonctionnement. Ces entreprises ne se limitent pas à être de simples lieux de production ; elles sont également des organisations, définies par Jensen et Meckling comme "un nœud de contrats implicites et explicites entre divers acteurs, tels que les actionnaires, les gestionnaires, les employés et les bailleurs de fonds, qui contribuent à l'organisation en échange d'une compensation". Cette conception de l'entreprise souligne que, au-delà des coûts de production, des coûts d'agence émergent lorsque les objectifs des principales parties prenantes divergent, entraînant une division des tâches.

Les entreprises publiques algériennes (EPA) doivent s'adapter à un environnement en constante évolution, car leur survie dépend de leur capacité à faire face à la concurrence croissante. Toutefois, elles rencontrent des difficultés à s'ajuster à ces changements et à se positionner face à la concurrence, ce qui les rend souvent vulnérables et nécessite des programmes de modernisation. La mise en œuvre de ces programmes dans le cadre de leur gestion représente un processus de long terme, impliquant l'engagement de l'ensemble des responsables.

Actuellement, les entreprises publiques économiques (EPE) se trouvent confrontées à un paradoxe managérial¹ : celui de jongler entre la gestion de la propriété publique et les impératifs de rentabilité. La logique entrepreneuriale souhaitée est souvent subordonnée à des considérations publiques. Ce paradoxe soulève des questions de gouvernance, révélant d'une part le rôle des EPE dans la mise en œuvre des programmes politiques via des mécanismes de contrôle, et d'autre part la nécessité de leur ouverture à la concurrence, qui requiert une plus grande flexibilité managériale.

Selon Ploix (2006)², la gouvernance d'entreprise se définit comme "le système par lequel les entreprises sont dirigées et contrôlées". Dans ce contexte, les EPE algériennes présentent une situation atypique en matière de gouvernance, marquée par l'influence prépondérante de l'État, qui utilise ces entreprises comme leviers pour le développement économique national. Ainsi, la structure de propriété des EPE et les mécanismes de contrôle associés doivent être clarifiés.

¹ Oukaci Dehbia et Mahmoudia Mehenna, "La Gouvernance Des Entreprises Publiques économiques Algériennes Entre La Logique Publique Et La Logique Entrepreneuriale", revue d'économie et de statistique appliquée, vol.14, n°02, 2017, p 01.

² Héléne Ploix, " Gouvernance d'entreprise", préface de Daniel Lebegue, Pearson-Village mondial, 2ème édition, HEC Paris, 2006, p 09.

Section 01: Définition, ancrage juridique et évolution de l'entreprise publique :de l'Entreprise Socialiste à l'Entreprise Publique Economique

Dans cette section, nous allons présenter, l'ensemble des définitions données à l'entreprise publique, ainsi que l'ancrage juridique qui a été instauré afin de garantir un accompagnement par textes réglementaire des différentes mutations et évolutions que l'entreprise publique a connu

1.1. Définition de l'entreprise publique

L'étude des entreprises publiques met en lumière leur diversité organisationnelle et structurelle (Dufau, 1956), engendrant de nombreuses tentatives de définition. Ainsi, ce secteur semble échapper à des critères uniques d'organisation économique ou politique (Nora, 1967). Sur un plan théorique, l'entreprise publique peut être appréhendée à travers les théories des contrats incomplets¹. Charreaux (1997)² indique que l'entreprise publique se caractérise par le rôle déterminant de l'État dans les décisions résiduelles, notamment par la nomination des dirigeants et la définition de leur latitude décisionnelle, tout en assurant une appropriation majoritaire des gains résiduels.

L'OCDE (Organisation de Coopération et de Développement économique) définit les "entreprises publiques" comme celles sur lesquelles l'État exerce un contrôle significatif, que ce soit en tant qu'actionnaire unique, ou en détenant une participation majoritaire ou significative. Selon De Laubadère, la notion d'entreprise publique reflète une assimilation accrue aux entreprises du secteur privé, le considérant comme des établissements industriels ou commerciaux publics. Ainsi, les entreprises publiques sont d'abord des agents économiques autonomes, exerçant une activité marchande dans un but économique plutôt qu'administratif (réglementation, contrôle, etc.)³

Au-delà de la définition juridique, une analyse de l'activité des entreprises publiques révèle qu'elles interviennent dans une multitude de secteurs économiques. Une entreprise est considérée comme publique lorsque l'État ou une collectivité locale exerce un pouvoir dominant, souvent justifié par la propriété majoritaire ou la capacité de désigner les membres de ses organes de décision.⁴

Selon la définition de l'Union européenne, une entreprise publique est une entité sur laquelle l'État ou d'autres collectivités territoriales exercent une influence dominante en raison de la propriété ou de la participation financière. Cette influence est présumée lorsque les pouvoirs publics détiennent la majorité du capital ou des voix dans les organes de décision. En accord avec les lignes directrices

¹ Grossman, S. et o. Hart, "the Cost and Benefits of ownership: a theory of vertical and Lateral integration", Journal of Political Economy, 94(4). 1986, pp691-719.

² G. Charreaux, Le gouvernement des entreprises - Corporate Gouvernance : théories et faits, Economica, Janvier 1997, p.421-469.

³ André de. Laubadère, "Traité élémentaire de Droit Administratif", Revue internationale de droit comparé. Vol. 5 N°2, Avril-juin 1953. pp. 444-447 .

⁴ M. Aziz El Idrissi, La Gouvernance Des Entreprises Publiques Perspective Comparative Maroc – Europe, These De Doctorat, Université De Lille1 – Iae De Lille, 3 janvier 2017, p.41.

Chapitre II: LES ENTREPRISES PUBLIQUES ÉCONOMIQUES EN ALGÉRIE

de l'OCDE, les entreprises publiques sont définies comme celles sur lesquelles l'État exerce un contrôle significatif.¹

1.2. Statut juridique de l'entreprise publique en Algérie

Le statut juridique des entreprises publiques industrielles algériennes a subi plusieurs modifications depuis l'indépendance. Nous retracerons ce processus pour mieux comprendre la nature de l'entreprise publique algérienne et les défis qui ont conduit à sa réforme.

1.2.1. L'entreprise publique algérienne et le droit administratif français

Le statut de l'entreprise publique algérienne a d'abord été influencé par le droit administratif français avant d'évoluer vers un modèle socialiste.

1.2.1.1. L'influence du droit administratif français sur le statut juridique de l'entreprise publique algérienne

Selon M. Boussoumah², la notion d'entreprise publique a été largement adoptée dès l'indépendance, s'inspirant du droit administratif français, notamment des entreprises soumises au contrôle de la commission de vérification des comptes. Un texte fiscal de 1969 a précisé cette notion, établissant que les entreprises publiques incluent les entreprises d'État, les entreprises autogérées du secteur industriel, et les établissements publics à caractère industriel et commercial.

Les formes juridiques des entreprises publiques en Algérie

Les entreprises publiques algériennes présentent une diversité juridique bien plus marquée que celles en France. Parmi les principales catégories, on peut identifier :

- Les sociétés nationales
- Les établissements publics à caractère industriel et commercial (E.P.I.C)
- Les entreprises industrielles autogérées
- Les sociétés d'économie mixte
- Les établissements publics administratifs (E.P.A)

Selon A. Bouyacoub³, à la fin de l'année 1967, la répartition des entreprises publiques se présentait comme suit :

- E.P.A: 30

¹Mme Ibbou Amina, L'entreprise Publique En Algérie En Quête de Légitimité : une approche par les théories économiques et contractuelles, Thèse de Doctorat, Université d'Oran Ahmed Ben Ahmed, p.133.

² Mouhamed Bousoumah, L'entreprise socialiste en Algérie, 1982, p 344-345.

³ A. Bouyacoub, Entreprises publiques, et l'économie de marché 1988-1993", Les Cahiers du CREAD, n°39, 1997-p.23

Chapitre II: LES ENTREPRISES PUBLIQUES ÉCONOMIQUES EN ALGÉRIE

- E.P.I.C: 23
- Sociétés nationales: 21
- Sociétés mixtes (majorité d'État): 5
- **TOTAL: 79**

1.2.1.2 - Présentation des différents statuts juridiques des entreprises publiques algériennes

Les établissements publics administratifs (E.P.A) sont entièrement financés par l'État et leurs employés relèvent du statut de la fonction publique. Les E.P.I.C, conformément à la législation française, sont des entités dont le capital est intégralement détenu par l'État, gérées selon les règles du droit privé et soumises à une comptabilité privée. A. Bouyacoub souligne que ces E.P.I.C en Algérie sont structurés en deux organes : un conseil d'administration et un organe directeur, comprenant le Président et le Directeur.

Contrairement à la législation française qui intègre une approche tripartite (État, personnel, usagers), les conseils d'administration algériens sont majoritairement composés de représentants de l'État, tels que les ministres et hauts fonctionnaires, ce qui limite leur pouvoir d'action. Les décisions du conseil ne deviennent exécutoires qu'après approbation du ministère de tutelle. Donc les membres de ces conseils sont souvent débordés et se font représenter, transformant ainsi ces instances en simples chambres d'enregistrement.

De plus, la direction des E.P.I.C est généralement bicéphale, avec un Directeur Général (D.G) et un Président-Directeur Général (P.D.G), mais le pouvoir effectif revient souvent au directeur, nommé par décret sur proposition du ministre, et non par le conseil d'administration. Ces entreprises sont également soumises à un contrôle financier rigoureux exercé par le Trésor public, qui peut intervenir à différents stades (préalable, simultané, et postérieur), ainsi qu'à un contrôle technique et économique par le ministère de tutelle.

Les sociétés d'économie mixte sont des entités commerciales où l'État ou des collectivités publiques détiennent une part du capital. Elles sont gérées selon les normes du droit commercial et de la comptabilité privée. Le statut de société nationale (ou société d'État) a été adopté par A. Bouyacoub¹ en réponse à l'échec des E.P.I.C, reflétant une volonté de centralisation de la gestion. Cette formule s'accompagne d'une tendance vers une étatisation accrue².

En matière de nationalisation, l'État a favorisé le statut de société nationale, accélérant le processus depuis 1966 dans des secteurs variés, allant des mines aux hydrocarbures. Les textes de nationalisation stipulent que le patrimoine nationalisé est transféré en tant que capital de départ, confiant la gestion à une personne morale autonome. Ainsi, la majorité des entreprises publiques ont obtenu le statut de société nationale, s'inspirant du modèle de la société anonyme, avec un capital public divisé en actions souscrites par l'État.

¹ A. Bouyacoub, op,cit, 1997, p.48.

² Mouhamed Bousoumah, op,cit, 1982- p 365.

Chapitre II: LES ENTREPRISES PUBLIQUES ÉCONOMIQUES EN ALGÉRIE

En 1972, A. Bouyacoub a recensé ¹:

- Sociétés nationales: 42
- E.P.I.C: 31
- Sociétés mixtes à capitaux étatiques majoritaires: 5
- E.P.A: 45
- **TOTAL: 123**

Pour enrichir notre analyse des statuts des entreprises publiques avant l'ère socialiste, il est important de considérer les entreprises autogérées, qui ne sont pas un héritage direct de la colonisation française, mais qui semblent avoir été inspirées par le modèle yougoslave.

1.2.2 - L'Entreprise Autogérée

L'autogestion a été instituée en Algérie après l'indépendance, suite à la prise de contrôle par les travailleurs des usines et domaines agricoles laissés par les colons. Bien que les entreprises industrielles autogérées aient initialement prospéré, elles ont progressivement cédé la place à des structures étatiques.

1.2.2.1 - Les statuts des entreprises industrielles autogérées

Ces entreprises ont été régies par plusieurs textes législatifs, le premier étant le décret du 23 novembre 1962, qui a établi des comités de gestion dans les entreprises minières et artisanales récupérées par les travailleurs. Ces comités, élus dans des entreprises de plus de dix salariés, sont chargés de la gestion et doivent comprendre entre trois et douze membres².

Le décret du 18 mars 1963 a déclaré ces biens vacants, tandis que celui du 22 mars 1963 a encadré l'autogestion, stipulant que les entreprises vacantes seraient gérées par divers organes, dont l'assemblée générale des travailleurs, le conseil des travailleurs, le comité de gestion et le directeur.

- **L'assemblée générale des travailleurs** regroupe tous les employés permanents et se réunit tous les trois mois pour élire le conseil des travailleurs et adopter les programmes annuels.
- **Le conseil des travailleurs**, constitué de 10 à 100 membres, doit inclure une majorité de travailleurs actifs, et se réunit mensuellement pour prendre des décisions essentielles concernant la gestion de l'entreprise.
- **Le comité de gestion**, composé de 3 à 11 membres, est chargé de l'administration quotidienne et désigne un président parmi ses membres.

¹ A.Bouyacoub, op.cit, 1997, p.50.

² D.Helie, "L'autogestion Industrielle en Algérie", Autogestion : études, débats et document, n°09-10,1969, pp.37-57.

Chapitre II: LES ENTREPRISES PUBLIQUES ÉCONOMIQUES EN ALGÉRIE

- **Le directeur**, représentant de l'État, agit sous l'autorité du président et est responsable devant le ministre.

Cependant, dans la pratique, la majorité des entreprises autogérées étaient de petites unités souvent artisanales, avec 85 % d'entre elles comptant moins de cinquante travailleurs, comme l'indique A. Bouyacoub¹.

1.2.2.2 - La disparition des entreprises industrielles autogérées

À la fin de l'année 1963, parmi 1586 entreprises, 345 étaient autogérées. Toutefois, avec le temps, la tendance s'est orientée vers une centralisation accrue et une transition vers des entreprises étatiques, entraînant la disparition progressive du modèle autogéré.

Tableau N° 01: Constitution du secteur autogéré

BRANCHES	NB d'entreprises existantes	NB d'entreprises mises en autogestion	Taux de Reconversion en%
Métallurgie, Mécanique et électricité	109	49	45
Bâtiments et matériaux de constructions	163	114	70
Alimentaires	477	85	18
Textiles	119	8	7
Chimie	109	17	15
Bois et lièges	194	37	19
Divers	195	35	18
Totaux	1586	345	21.75

Source: Necim Redjem: "L'entreprise publique algérienne » éd OPU- Alger- 1987- p 35.

1.2.2.3 Disparition du secteur industriel autogéré et concentration des entreprises publiques

Le secteur industriel autogéré a progressivement disparu entre 1971 et 1974, en raison de l'instauration d'un socialisme d'inspiration soviétique, entraînant sa liquidation, son transfert aux collectivités locales ou son absorption par des entreprises d'État. En 1974, ce secteur est statistiquement écarté, ne laissant subsister que l'agriculture autogérée. À partir de 1969, la logique des grandes entreprises a dominé, marquant un mouvement de concentration industrielle significatif.

¹ A.Bouyacoub, op.cit, 1997, p.39.

1.2.3 - Concentration des entreprises publiques

Au cours des années 1970, la logique des grandes entreprises est devenue centrale, coïncidant avec la mise en œuvre progressive d'une économie planifiée. Le nombre de sociétés nationales industrielles a chuté de trente en 1969 à dix-huit en 1973 (A. Bouyakoub)¹. Dans le secteur de l'énergie, deux entreprises se distinguaient: SONATRACH et SONELGAZ. L'industrie lourde regroupait cinq entités, tandis que l'industrie légère comptait onze entreprises diverses. Ce nombre d'entités est resté stable jusqu'en 1983, période à laquelle une restructuration organique a été entreprise, visant à favoriser l'intégration économique comme objectif clé des plans de développement des années 1970.

1.2.4 - L'entreprise socialiste (1967-1977)

Des auteurs comme Von Mises soutiennent qu'il n'existe pas d'entreprises sous le socialisme ; au lieu de cela, un modèle organisationnel émerge, centré sur des relations de commandement et de subordination. G. Grosman², identifie deux modes de coordination principaux: le mécanisme de marché et le principe de commandement. Dans une économie de marché, les relations sont contractuelles, alors que dans une économie socialiste, le commandement prime, s'appuyant sur des plans de développement au sein d'une économie d'attribution. Selon G. Bensimon, cette économie peut être structurée en quatre niveaux hiérarchiques: organes centraux, ministères, firmes et individus. Dans les années 1970, l'économie algérienne était essentiellement d'attribution, avec un développement prioritaire de l'industrie lourde, surtout axé sur les hydrocarbures.

Après l'indépendance, les budgets d'équipement annuels ont été mis en place, mais ce n'est qu'après le coup d'État de 1965 que des experts soviétiques ont élaboré les « perspectives 1967/1980 », engendrant le plan triennal (1967-1969) puis les premiers plans quadriennaux (1970-1973 et 1974-1977). Le plan triennal préparait simplement le terrain pour le premier plan quadriennal, qui a marqué le début de la planification socialiste en Algérie.³

En 1971, l'Algérie a amorcé une phase de gestion socialiste des entreprises (GSE) avec la loi 71/74, destinée à impliquer les travailleurs dans la gestion des entreprises, tout en protégeant leurs intérêts et renforçant le régime socialiste⁴. Les entreprises publiques sont devenues des entreprises socialistes, gérées par un conseil d'administration incluant des représentants des travailleurs. Selon Hadj-Mouri, ce processus a conduit à l'instrumentalisation des entreprises, qui sont devenues des outils au service de la politique de l'État, exacerbant les tensions entre cadres et employés.

Les tentatives pour remédier à ces conflits ont proposé une participation accrue des travailleurs, qui a pris forme dans la GSE. Ce système devait répondre aux attentes sociales telles que l'emploi

¹ A. Bouyakoub, "Activité économique et taille des entreprises", Cahiers du CREAD, n°12, 1987, p.68.

² Gilles Bensimon, Revue française de science politique, 1996, p 70-71.

³ Saadoun Ratiba, La privatisation des entreprises industrielles en Algérie: analyse, histoire et développement, Thèse de Doctorat, Université Lumière Lyon 2, Année 2011/2012 p.178.

⁴ Bouhezza M, La privatisation de l'entreprise publique algérienne et le rôle de l'Etat dans ce processus, Revue des Sciences Économiques et de Gestion, n°3, 2004, pp 79-94.

Chapitre II: LES ENTREPRISES PUBLIQUES ÉCONOMIQUES EN ALGÉRIE

et le logement, mais a aussi engendré une hétérogénéité parmi les collectifs de travailleurs. La distanciation et la résistance des ouvriers vis-à-vis de l'organisation du travail ont entraîné un fort absentéisme. Ce phénomène a mis en lumière l'artificialité de l'homogénéité et des solidarités dans les entreprises. ¹

Les efforts de restructuration ont modifié le statut des sociétés nationales en entreprises nationales, séparant production et commercialisation. Cette séparation a conduit à une idéalisation des sociétés-mères. L'État a ensuite instauré des textes réglementaires pour stimuler les ouvriers, introduisant des primes de rendement liées à la production à partir de 1980. Toutefois, cette intervention a restreint la gestion des ressources humaines, réduisant leur rôle à l'application de normes strictes. ²

En fin de compte, la gestion socialiste des entreprises a révélé plusieurs échecs. L'industrialisation rapide n'a pas suffisamment pris en compte d'autres secteurs, notamment culturel. L'entreprise n'est pas devenue un espace de socialisation, souffrant d'une instrumentalisation qui a empêché le développement d'un système de valeurs propre. Les modèles de gestion appliqués ont échoué, en grande partie en raison d'une négligence des spécificités culturelles locales. Le but de développer une culture socialiste s'est heurté à la lenteur du changement culturel, résultant en un héritage contradictoire avec la structure économique, marquée par un manque de capital humain et d'élite économique³. Ces dynamiques soulèvent des interrogations sur l'impact de la gestion socialiste sur les performances actuelles des organisations algériennes⁴. Ce bilan négatif, amplifié par la chute de la rente pétrolière à partir de 1986, a ouvert la voie à une nouvelle ère de réformes économiques.⁵

1.2.5 - Les entreprises publiques économiques

Avec les réformes économiques, une nouvelle phase émerge pour les entreprises publiques économiques (EPE). En raison de leur taille, en termes d'unités de production, d'effectifs et de chiffre d'affaires, les dirigeants ont opté pour une restructuration afin de surmonter divers problèmes de gestion, en adoptant des approches organiques et financières. Cette période est marquée par une volonté de désengagement de l'État et une autonomisation des entreprises, qui changent de statut pour devenir des EPE tout en restant socialistes (article 2 de la loi cadre sur l'autonomie). Cependant, des tensions demeurent avec l'ancien système, notamment en raison du déficit de légitimité du pouvoir. Les événements d'Octobre 1988 vont mettre en lumière une crise de rationalité et de légitimation, entraînant : l'abandon du socialisme comme référence politique, le passage à l'économie de marché et l'acceptation des contre-pouvoirs. L'entreprise doit alors devenir un centre d'accumulation autonome. Les lois sociales de 1990 soutiennent cette évolution, entraînant l'abrogation de la Gestion socialiste des entreprises (GSE). Le nouveau cadre législatif

¹Hadj-Mouri M., Evolution de l'entreprise publique et question d'identité, Les ouvrages du CRASC,1997, p. 132-141

²Olomo P. R., Comment concilier Tradition et Modernité dans l'entreprise africaine, Revue Française de Gestion, N° 64, 1987,pp. 91-94.

³Hadj-Mouri M., op. cit. p. 135

⁴Hadj-Mouri M., op. cit. p. 136

⁵Benabderrahmane Yasmina, Rôle de l'Etat dans l'évolution des modes de gestion des organisations en Algérie, Recherches Juridiques et Politiques, Université Salah Bounider Constantine 3, 2021, pp.641-643.

permet l'expression d'intérêts conflictuels, avec des relations contractuelles entre l'État, les gestionnaires et les employés. Cependant, selon Hadj-Mouri¹, trois éléments peuvent compromettre ce processus: la nature de la propriété des moyens de production, l'influence de l'économie informelle sur la valeur du travail industriel, et les pressions politiques persistantes sur l'entreprise publique, notamment concernant l'emploi et les salaires. C'est à travers la lutte pour la levée de ces contraintes que l'entreprise pourra établir ses propres normes et concevoir une "charte des valeurs" (R. Reitter), intégrant pleinement la dimension individuelle².

1.2.6 - Les nouveaux statuts juridiques des entreprises publiques

Suite à la loi 88-01, trois statuts principaux subsistent pour les entreprises publiques :

- **L'entreprise publique autonome (E.P.E):** Ce statut s'applique aux entreprises ayant les capacités nécessaires pour assurer leur croissance de manière autonome, constituées en S.P.A ou S.A.R.L, avec l'État comme actionnaire unique.
- **L'établissement public à caractère industriel et commercial (EPIC):** Ce statut concerne les établissements qui peuvent financer leurs charges d'exploitation grâce à leurs ventes, agissant comme commerçants dans leurs relations avec les tiers, tout en étant soumis aux règles administratives pour leurs relations avec l'État.
- **L'établissement public à caractère administratif (EPA):** Ce statut s'applique aux établissements ne réalisant pas de ventes significatives pour financer leurs charges, dépendant du budget de l'État et soumis à la comptabilité publique.³

¹Hadj-Mouri M., op. cit. p. 139.

² Roland. Reitter, Culture d'entreprise, édition vuibert, 1991, p 38.

³ M.Sadoudi, "La réformes des entreprises d'Etat en Algérie : problématique, méthodologie et limites, revue d'économie et de statistiques appliquées, n03, 2003,p 40

Section 2: Gouvernance et mise à niveau des EPE

La gestion des entreprises publiques économique a nécessité un mode de gouvernance adaptée aux spécificités de l'entreprise publique. Cette gestion est marquée aussi, par l'instauration de plusieurs mises à niveau pour la relance de leurs activités.

2.1 - La gouvernance des entreprises publiques économiques (EPE)

2.1.1 - Notion de la gouvernance

Le terme gouvernance a été introduit dans la littérature économique par Berle et Means (1932)¹ pour analyser les dysfonctionnements des firmes managériales et la crise de 1929, attribuée à la défaillance du contrôle des dirigeants. Williamson (1985)² élargit cette notion à toutes les organisations, y compris étatiques, définissant la gouvernance d'entreprise comme les structures régissant les transactions entre l'organisation et ses dirigeants. Elle comprend des dispositions légales et pratiques qui délimitent le pouvoir et les responsabilités des dirigeants. Les mécanismes de gouvernance visent à réduire les coûts de fonctionnement, impactant l'architecture organisationnelle et le processus décisionnel. Ces mécanismes varient selon la taille et la nature juridique de l'entreprise, et les systèmes de gouvernance divergent selon les nationalités.

2.1.2 - Étude comparative des pratiques internationales de gouvernance (systèmes nationaux de gouvernance)

Il existe deux systèmes majeurs de gouvernance d'entreprise : le système anglo-américain et le système germano-nippon. Bien qu'ils présentent des disparités, des similitudes existent aussi, notamment en matière de financement (systèmes orientés marchés versus systèmes orientés banques), et en fonction du rôle des acteurs (internes ou externes). Les différences sont principalement dues aux contraintes légales, réglementaires et aux contrôles internes et externes des entreprises, engendrant des variations dans la structure du capital, la composition de la dette, et l'influence du marché sur le contrôle des entreprises. Les caractéristiques des deux systèmes de gouvernance peuvent être synthétisées dans un tableau comparatif.³

¹ Berle A.A et Means G. C, *the modern corporation and private property*, 2e édition, 1956, Mac Milan.

² Williamson, o., *The Economic Institutions of Capitalism*, New York, the Free Press, 1985.

³ S.Prowse, "Le gouvernement d'entreprise", *Revue d'économie financière*, n°31, 1994, pp 119-158.

Chapitre II: LES ENTREPRISES PUBLIQUES ÉCONOMIQUES EN ALGÉRIE

Tableau N° 02: systèmes nationaux de gouvernance

	Système de gouvernance anglo-saxon et américain externe ou orienté marchés (SGM)	Système de gouvernance germano-nippon interne ou orienté réseaux (SGR)
Définition	Le système de gouvernance est dit marché si le contrôle et la régulation s'opèrent à travers le marché financier par le biais des prises de contrôle, i.e., les OPA et par le marché du travail ou des dirigeants.	Le système de gouvernance est dit réseau si le contrôle est assuré par une banque qui est à la fois créancière et actionnaire principale de l'entreprise, et aussi par les partenaires de la firme (réseau de participations croisée et les salariés ou le facteur travail).
Actionnaires	<ul style="list-style-type: none"> - Contrôle faible, - Capital diffus, - Contrôle principalement par les institutionnels, - Contrôle fondé sur l'évolution du cours boursier, - Objectifs court-termistes 	<ul style="list-style-type: none"> - Contrôle fort - Capital concentré avec actionnaires dominants - Participation fréquente des banques - Structure de participation croisée - Contrôle exercé plutôt par des acteurs industriels et la banque principale - Contrôle actif plus axé sur le mode de direction et les décisions stratégiques - Perspective à plus long terme
Créanciers	<ul style="list-style-type: none"> - Contrôle passif - Endettement bancaire plus faible - Endettement par le marché important - Relation à plus court terme 	<ul style="list-style-type: none"> - Contrôle actif - Relation à long terme - Endettement important et bancaire - Importance du crédit interentreprises - Association fréquente de la banque au capital
Salariés	Contrôle faible	<ul style="list-style-type: none"> - Contrôle fort - Représentation du conseil d'administration - Implication dans la décision

Chapitre II: LES ENTREPRISES PUBLIQUES ÉCONOMIQUES EN ALGÉRIE

<p>Rôle du conseil d'administration et des systèmes incitatifs</p>	<ul style="list-style-type: none"> - Conseil dominé par les dirigeants - Plus un rôle de conseil que de discipline à nuancer selon la composition. - Modes de rémunération normalement plus incitatifs liés à la performance en termes de fonds propres - Contrôle centré sur les résultats et le cours 	<ul style="list-style-type: none"> - conseil dominé par les principaux stakeholders - présence des banquiers et des salariés - réseaux d'administrateurs centralisés et denses systèmes de rémunération moins incitatifs - contrôle à plus long terme, plus qualitatif et stratégique.
<p>Transfert des droits de propriété</p>	<p>Relativement facile</p>	<p>Plus difficile</p>
<p>Changement des</p>	<ul style="list-style-type: none"> - Conflictuel, dépendant de l'enracinement - par les marchés de prise de contrôle - entraîne plus de manœuvres d'enracinement vis-à-vis de l'actionnariat - importance du marché externe des dirigeants 	<ul style="list-style-type: none"> - Plus facile souvent négocié à l'intérieur du "groupe" - imposé de façon interne par les principaux stakeholders - importance du réseau des dirigeants
<p>Possibilités de sortie des stakeholders</p>	<p>Plus facile</p>	<p>Plus difficile (relations à long terme avec les banques et les salariés)</p>
<p>Réorganisation en cas de difficultés</p>	<p>Plus conflictuelle souvent de façon externe et légale</p>	<ul style="list-style-type: none"> - Plus négociée à l'intérieur du groupe - rôle important de la banque principale
<p>Conséquences de sur la performance économique</p>	<ul style="list-style-type: none"> - Meilleure allocation du capital intersectorielle - Politique d'investissement sous-optimale - Meilleure flexibilité et adaptabilité - Favorise le court-termisme - Favorable aux activités nouvelles 	<ul style="list-style-type: none"> - Plus rigide Favorise la coopération et l'investissement à long terme - Favorise les activités traditionnelles

Source: Adapté par Charreaux (1997, p. 465)

Chapitre II: LES ENTREPRISES PUBLIQUES ÉCONOMIQUES EN ALGÉRIE

La dissemblance des environnements légaux et réglementaires des entreprises qui affectent sensiblement leur gouvernance, sont généralement à l'origine des disparités existantes entre les pays. Quant à l'efficacité de ces systèmes de gouvernance, celle-ci n'est pas absolue, elle est plutôt contingente à plusieurs paramètres et chaque système présente des avantages et des inconvénients distincts, comme le souligne¹: « chaque système présente simultanément des avantages et des inconvénients, ce qui explique la survivance de deux formes correspondant à deux types d'équilibre organisationnel ». Ces systèmes acquièrent par fois des avantages croisés, i.e. l'avantage de l'un constitue l'inconvénient de l'autre. En réalité, il n'existe pas de système optimal de gouvernance qui combinerait les avantages des uns et des autres sans leurs inconvénients (exemple, concilier entre la facilité d'accès au marché obligataire des pays anglo-américains et avec la faible réglementation au capital des sociétés caractérisant le Japon et l'Allemagne)². Chaque système présente des avantages et des inconvénients, comme il offre une capacité de survie évidente. Néanmoins, rien ne peut permettre d'avancer ou de confirmer la supériorité d'un système par rapport à un autre sur le long terme, ou qu'il va s'imposer pour des raisons d'efficacité. D'ailleurs, l'introduction de mécanismes empruntés au système concurrent, même s'ils sont jugés plus efficaces, induirait une déstabilisation.³

Néanmoins, ces deux systèmes ne sont pas immuables, comme nous l'avons signalé auparavant. Les effets de la globalisation des marchés, la mondialisation de l'allocation des capitaux, la compétition entre les Etats pour attirer les capitaux, font que les différents systèmes évoluent, s'affrontent, s'influencent mutuellement et se transforment (Charreaux, 1997, p.467). Les deux systèmes peuvent éventuellement évoluer à terme pour épouser des formes différentes (émergence probable d'une forme hybride⁴, la disparition d'un des systèmes ou encore la tendance vers une certaine convergence⁵. Notons toutefois que la transition d'un système vers l'autre est possible mais elle n'est pas aisée car cela dépend fondamentalement des conditions institutionnelles ou politiques et de l'évolution des structures économiques du pays.

Actuellement, il existe des modèles mixtes (modèle de Moerland) qui se situent entre les systèmes orientés marché et les systèmes réseaux. Dans ce type de système, les entreprises appartiennent à des groupes dans lesquels le contrôle qui s'opère entre les firmes est exercé par les marchés, les banques et autres institutions financières. Ce système caractérise principalement les économies de

¹ Charreaux, "le gouvernement de l'entreprise, o.p.cit., p. 464

² S.Prowse, "Le gouvernement d'entreprise", o.p.cit. p147.

³ Aoki M. (1995), « Controlling Insider Control : Issues of Corporate Governance in Transitional Économies », dans Aoki M. et Kim H.-K. (eds.), Corporate Governance in Transitional Économies. Insider Control and the Role of The Banks, Washington, d.c., The World Bank, pp. 3-29.

⁴Le système de gouvernance est dit hybride si le contrôle s'opère à la fois par le biais du marché et des institutions financières.

⁵Cabyet Hirigoyen (2005, pp. 163-166) stipulent qu'il existe une éventualité pour que les systèmes de gouvernance convergent. Cette convergence suppose l'existence d'un modèle supérieur aux autres, autrement dit plus efficace économiquement. L'éventualité de cette évolution renvoie à un alignement de l'ensemble des pays sur un modèle, tel que le modèle anglo-américain. Toutefois, les études de Palepu, Khanna, et Kogan (2002) conduisent à la conclusion selon laquelle ni les conceptualisations théoriques, ni les études empiriques ne laissent prétendre une telle convergence. En effet, même s'ils constatent une certaine convergence, celle-ci n'est qu'apparente, il s'agit uniquement de mouvements régionaux spécifiques entre des pays développés et interdépendants économiquement et non pas une convergence formelle.

certaines pays, telle que la France. Le modèle mixte élargit la structure de propriété des entreprises en introduisant des actionnaires extérieurs à côté des insiders, tels que les créanciers. Le financement et le contrôle vont être assurés par le marché, mais complétés par des mécanismes spécifiques.

2.1.3 - Systèmes de gouvernance des entreprises algériennes

La récente reconfiguration de l'économie algérienne, marquée par une ouverture progressive vers l'économie mondiale, a donné lieu à deux types d'entreprises : les entreprises publiques sous forme de sociétés par actions et les entreprises d'économie mixte, accompagnées d'un essor du secteur privé avec une diversité d'entreprises de différentes tailles et formes juridiques. Les structures organisationnelles entraînent des modes de gouvernance variés, justifiant un examen approfondi de la gouvernance des différentes formes d'entreprises algériennes, axé sur les dimensions institutionnelles et organisationnelles.¹

2.1.4 - Configurations actuelles des entreprises algériennes

Les Entreprises Publiques Économiques (EPE) ont connu de nombreuses carences en matière de gestion, poussant l'État algérien à adopter deux approches distinctes pour améliorer leur gouvernance. La première consiste à leur conférer le statut de sociétés par actions, avec l'État comme actionnaire unique, afin de maintenir son rôle de régulateur dans un contexte de transition, évitant ainsi l'émergence d'un monopole privé. Certaines EPE sont considérées comme des fleurons de l'industrie nationale, et l'État cherche à prévenir leur confiscation par des intérêts étrangers². Par ailleurs, l'idée d'une privatisation rapide de certaines EPE semble s'éloigner, ce qui soulève des préoccupations quant à la gouvernance de ces entreprises.³

Ainsi, l'EPE est définie comme un outil de développement de l'économie nationale, comme le stipule l'article 3 de la loi 88-01 du 22 janvier 1988 : « dans le cadre du processus de développement, l'entreprise publique économique constitue un moyen privilégié de production de biens et de services et d'accumulation de capital. Elle est au service de la nation et du développement selon les missions qui lui sont imparties ». Cette loi a été intégrée dans l'article 6 de l'ordonnance 01-04 du 20 août 2001, concernant l'organisation, la gestion et la privatisation des entreprises publiques, indiquant que « les entreprises publiques dont l'activité revêt un caractère stratégique sont régies par leurs statuts organiques ou par un statut spécial fixé par voie réglementaire ».⁴

¹L'État a fait le choix de deux statuts juridiques: les SPA ou les SARL. Les SPA constituent la forme juridique la plus répandue caractérisant notamment les grandes entreprises complexes et les groupes industriels. Quant aux SARL, elles distinguent surtout les PME-PMI après leur privatisation. Par ailleurs, certaines grandes entreprises publiques transitent par le statut de SPA avant leur privatisation future.

² KPMG, Guide d'investir, édition 2015, p.44.

³Le mode de privatisation rapide est plus facile, mais il nécessite des méthodes et des moyens adéquats, ou encore fallait-il qu'il existe des *insiders* capables, mais aussi désireux de reprendre l'entreprise.

⁴Mouloud Guerchouh et Djamel Si-Mohammed, Analyse du système national algérien de gouvernance à travers une approche institutionnelle, Revue El Wahat pour les Recherches et les Etudes, Université Mouloud Mammeri - Tizi-Ouzou, 2016, p.776.

La deuxième approche concerne la privatisation des EPE, en commençant par la liquidation de celles jugées dispendieuses. Cette démarche peut se réaliser par deux méthodes : la privatisation rapide par les « insiders », via le processus de « Cession des Actifs au profit de leurs Travailleurs » (CAT), souvent adoptée pour la privatisation des PME-PMI. Cette méthode repose sur le potentiel des employés et des cadres des EPE, tout en cherchant à préserver les emplois. Elle consiste à échanger des indemnités de licenciement contre des actions de l'entreprise. L'autre approche cible les grandes entreprises jugées viables et stratégiques, qui sont ouvertes aux investisseurs étrangers (privatisation par les « outsiders »). Ainsi, de nombreuses EPE ont partiellement ouvert leur capital à des investisseurs privés, créant des entreprises hybrides combinant actifs publics et privés.¹

2.1.5 - Radioscopie de la gouvernance des entreprises algériennes

Les multiples bouleversements liés aux réformes successives ont indéniablement influencé le paysage économique et institutionnel des entreprises algériennes.

Premièrement, les EPE ayant obtenu le statut de SPA, tout en étant contrôlées par l'État en tant qu'actionnaire unique, évoluent dans des contextes de concurrence ou de monopole naturel. Nous nous concentrons sur les EPE en tant que SPA, car cette forme juridique a principalement caractérisé les grandes entreprises algériennes. Deuxièmement, les entreprises d'économie mixte, dont les actifs appartiennent conjointement à l'État et à des actionnaires privés. Nous excluons les entreprises privatisées par leurs salariés, car celles-ci sont généralement des PME-PMI, hors de notre propos qui se concentre sur les grandes entreprises complexes. Enfin, nous considérons également les entreprises privées récemment créées, celles qui n'ont pas subi de privatisation, totale ou partielle, quel qu'en soit le mode.

2.1.5.1 - La gouvernance dans les EPE/SPA

La gouvernance des EPE/SPA repose sur quatre entités principales : l'assemblée générale des actionnaires (AGA), le conseil d'administration, la direction (comprenant le président du CA et le directeur général), et les commissaires aux comptes pour le contrôle externe. Les prérogatives de chaque organe sont déterminées par les pouvoirs qui leur sont conférés par la législation et les statuts. L'ensemble de ce dispositif est supervisé par l'État (CPE)².

2.1.5 - Organisation et gouvernance des EPE

Les Entreprises Publiques Économiques (EPE) sont dirigées par un Conseil d'Administration (C.A) qui engage sa responsabilité civile et pénale³. Ce C.A se compose d'au moins sept membres, incluant deux représentants du personnel. Les membres sont désignés par l'Assemblée Générale (A.G), et leur mandat est limité à six ans. Théoriquement, dans les sociétés par actions, le C.A est

¹Debla F, Le système de gouvernement des entreprises nouvellement privatisées en Algérie : étude de quelques cas. Thèse de Magister en sciences économiques, Université de Batna, Mars (2007), P.66.

²F.Mekideche, "Gouvernance d'entreprise des EPE Algériennes et Nouveaux Mécanismes de Coordination 1994-2006 ; Quels Changements ?", Revue d'Economie et de Management, Vol 7, n°1,2008, pp.301-319.

³F.Brabez, " Caractéristiques Et Fonction Des Conseil D'administration Des Entreprises Publiques Algeriennes : Cas Des Entreprises Agro-Alimentaires", Cahier du Cread, n°76,2006, pp.37-54.

Chapitre II: LES ENTREPRISES PUBLIQUES ÉCONOMIQUES EN ALGÉRIE

l'organe principal d'administration et de gestion, permettant de contrôler les dirigeants et de protéger les intérêts des parties prenantes. Il dispose des pouvoirs nécessaires pour agir au nom de l'entreprise. Le C.A est souvent présidé par un président-directeur général (P.D.G) ou un directeur général (D.G). Ses prérogatives sont définies par les statuts de l'entreprise, sans empiéter sur celles de l'A.G. Le C.A élit un président parmi ses membres, détermine sa rémunération, surveille la gestion et peut prononcer sa révocation.¹

La gestion quotidienne de l'entreprise est généralement confiée au président du C.A, qui doit avoir certaines prérogatives, puisque le C.A ne se réunit que six fois par an. Cela fait que le président est souvent aussi le DG. Cependant, la direction générale peut également être exercée par un DG, entraînant un cumul de fonctions. Ainsi, le principal responsable de la direction de l'EPE est souvent désigné comme PDG, selon l'article 16 de la loi 88-04 et l'article 638 du code de commerce. Ses prérogatives incluent la direction des employés, la conclusion de contrats, la participation à des adjudications et la signature de documents bancaires. La rémunération des dirigeants², fixée par le C.A, comprend une part fixe et une part variable, établissant un système hybride entre réglementation et marché, basé sur des critères de performance.

La gouvernance des EPE s'articule à deux niveaux : le premier concerne le contrôle interne par les organes de l'entreprise, et le second est un contrôle externe exercé par l'État via des commissaires aux comptes. Ce contrôle externe est encadré par plusieurs textes législatifs, comme la loi 10-01 du 29 juin 2010 et divers décrets exécutifs, visant à assurer une utilisation efficace des ressources et à prévenir les abus.

Les commissaires aux comptes, choisis parmi les experts agréés, sont nommés par l'AG pour un mandat de trois ans. Ils assurent le contrôle légal, examinent les états financiers et garantissent la conformité des informations dans les documents comptables. En complément de leur contrôle, l'État peut faire appel à l'Inspection Générale des Finances (IGF) pour effectuer des audits internes et aussi, la Cour des Comptes.

Depuis 2010, les EPE ne sont plus sous la tutelle du ministère de l'Industrie, mais relèvent désormais de l'administration, ce qui a conduit à une redéfinition des prérogatives des organes de gestion. Le directoire des Sociétés de Gestion Publique (SGP) est désormais supervisé par le ministère de rattachement et chargé de mettre en œuvre les décisions de l'AG, en veillant également à la valorisation des capitaux de l'État dans les EPE et les entreprises mixtes.³

2.1.6 - Facteurs influençant la gouvernance des EPE

2.1.6.1 - Facteurs externes

¹ Code de commerce algérien, article 635.

²Les rémunérations des administrateurs sont celles prévues par les dispositions du code de commerce relatives aux jetons de présence et aux tantièmes, et les lois 88-03 et 88-04.

³Boussadia H, "La gouvernance d'entreprise et le contrôle du dirigeant. Cas de l'entreprise publique algérienne", Thèse de Doctorat, Université de Tlemcen, 2014, p.138

Chapitre II: LES ENTREPRISES PUBLIQUES ÉCONOMIQUES EN ALGÉRIE

Divers facteurs externes peuvent influencer le système de gestion des EPE, notamment en raison des mutations environnementales et de la transition de l'Algérie vers une économie de marché. Cette transition rend l'adaptation des EPE particulièrement contraignante pour plusieurs raisons :

- **Un cadre réglementaire rigide :**

Les EPE évoluent dans un cadre légal strict qui définit leurs missions, ressources et structure organisationnelle. Ce cadre influence la culture interne et le comportement des dirigeants, rendant le respect des règles prédominant, au détriment de l'innovation.

- **Interférence politique :**

En Algérie, les décisions politiques influencent toutes les actions administratives. Cette dominance a des conséquences sur le management des organisations publiques, notamment à travers des contraintes électorales qui poussent les décideurs à aligner leurs stratégies sur celles des élus. De plus, les alternances politiques remettent en cause des objectifs jugés stratégiques, compliquant ainsi la mise en œuvre des choix organisationnels.

2.1.6.2 - Facteurs internes

Outre les facteurs externes, la gestion des EPE est également influencée par des facteurs internes, tels que :

- **Mode de financement :**

Avant l'autonomie des EPE, leur financement provient majoritairement du trésor public. Avec l'instauration du critère de commercialité en 1988, le mode de financement s'est théoriquement aligné sur celui des entreprises privées. Cependant, le manque de performance pousse l'État à continuer de financer ces entreprises, souvent en suivant des logiques politiques plutôt qu'économiques.

- **Taille :**

Les EPE algériennes, visant à absorber une part importante de l'emploi national, sont généralement de grande taille. Cela engendre une centralisation du pouvoir décisionnel et une lourdeur organisationnelle, accentuée par la dépendance aux institutions publiques.

- **Stratégie :**

L'absence d'une gestion stratégique limite les politiques des EPE à une simple régulation des échanges avec leur environnement.

- **Culture organisationnelle :**

Les problèmes de leadership au sein des EPE soulignent la nécessité de réévaluer les critères de sélection des managers, car la méthode actuelle contribue historiquement à l'échec des EPE. Il est crucial que ces dirigeants gagnent en légitimité pour mobiliser efficacement les ressources humaines et appliquer de nouvelles techniques de management.

2.2 - La mise à niveau

La mise à niveau est un concept né de la mondialisation, centré sur l'idée de rattrapage et d'étalonnage. Elle vise à améliorer une structure existante pour atteindre une efficacité comparable à celle de ses concurrents. Les entreprises publiques et privées (EPE) jouent un rôle crucial en tant que moteurs de croissance. Dans un contexte économique en constante évolution, les EPE doivent faire preuve d'adaptabilité pour s'intégrer dans l'économie mondiale. La mise à niveau est une démarche qui nécessite une modernisation interne des moyens de production, des structures et des méthodes de gestion, tout en prenant en compte les réformes nécessaires dans l'environnement externe afin d'assurer une compétitivité durable.¹

Pour être compétitive, une entreprise doit non seulement innover, mais aussi rester vigilante face à la concurrence. Cela nécessite des changements internes ainsi que des réformes externes touchant le cadre institutionnel, réglementaire et éducatif. La réussite de cette démarche dépendra de la volonté de l'État, de l'engagement des entreprises et du soutien des institutions financières.

2.2.1 - Le contexte de la mise à niveau

L'entreprise industrielle algérienne a longtemps été marquée par le protectionnisme et un manque de compétitivité, évoluant dans un système de gestion centralisée. La transition vers une économie de libre concurrence nécessite un soutien pour les entreprises et leur environnement. Les accords signés avec l'Union Européenne et l'OMC témoignent de la volonté d'intégration de l'Algérie dans l'économie mondiale, obligeant les entreprises à renforcer leur compétitivité sur le marché local et à l'international.

2.2.2 - Les objectifs de la mise à niveau

La mise à niveau concerne à la fois le secteur public et le secteur privé. L'entreprise algérienne, protégée par des mesures tarifaires, doit maintenant s'adapter à un marché mondial concurrentiel. Le secteur public a subi une baisse significative de sa valeur ajoutée, tandis que le secteur privé, souvent peu soutenu, reste concentré sur le commerce. Cette situation souligne une dépendance excessive aux hydrocarbures et la nécessité de diversifier l'économie par une intégration plus dynamique dans le marché mondial.

2.2.3 - Définition de la mise à niveau

Selon l'EDPME², la mise à niveau est un processus d'apprentissage continu et d'adaptation, visant à acquérir de nouvelles méthodes de gestion. Elle implique l'innovation pour accroître la valeur ajoutée et améliorer la productivité. Des économistes comme Porter ont souligné l'importance de la mise à niveau pour garantir la compétitivité en matière de coûts, de qualité et d'innovation.

¹ S.Marouf, "Le Redéploiement Industriel En Algérie : Entre Reconquête Et Adaptation", Les Cahiers du CREAD ,n°90, 2009, p54.

² EDPME : Euro Développement des Petites et Moyennes Entreprises.

2.2.4 - Les actions visées par la mise à niveau

Les actions associées à la mise à niveau comprennent:

- Réalisation de diagnostics et élaboration de plans de mise à niveau ;
- Investissements immatériels (recherche et développement, formation, assistance technique, certification) ;
- Investissements matériels (équipements de production, matériels informatiques, installations industrielles).

2.5 - Les programmes de mise à niveau

La mise à niveau a été introduite en 1988 pour aider les entreprises à passer d'une gestion administrée à une situation de concurrence. En 2002, plusieurs programmes ont été lancés, notamment ceux soutenus par le Ministère de l'Industrie et la PME, avec l'assistance de l'UE (Union Européenne).

2.5.1 - Le programme pilote de la mise à niveau

L'ONUDI¹ a développé un programme en 1998 visant à améliorer la compétitivité de 48 entreprises modèles. Ce programme a combiné sensibilisation, information et formation, servant de référence pour d'autres initiatives de mise à niveau.

2.5.2 - Le programme de compétitivité industrielle

Doté d'un budget de 1,5 milliard de dollars, ce programme vise à mettre à niveau 1 000 entreprises, bien que peu aient réellement bénéficié de ces dispositifs. Le processus comprend un diagnostic stratégique et la mise en œuvre d'actions ciblées. Les entreprises éligibles peuvent recevoir des aides financières pour soutenir leurs initiatives de mise à niveau.

2.5.3 - Le programme d'appui au développement des PME/PMI

Cofinancé par le ministère de la PME et la Commission Européenne, le programme MEDA a pour objectif de soutenir les réformes économiques en Algérie, avec un budget important destiné à aider les pays méditerranéens à réaliser leur transition économique.

Ainsi, en ce qui concerne les engagements pris dans le cadre des programmes MEDA I et MEDA II, l'Algérie ne recevra que: • 30,2 millions d'euros sur les 164 millions prévus pour MEDA I durant la période 1995-1999, ce qui représente 18,41 % des engagements. • 28,9 millions d'euros sur les 181,2 millions prévus pour MEDA II pendant la période 2000-2003, soit 16 % des engagements. En revanche, la Tunisie a bénéficié de 168 millions d'euros sur les 428 millions retenus, soit 39,25 % des engagements sous MEDA I pour la période 1995-1999. Pour MEDA II, elle a reçu 198,7 millions d'euros sur 305,9 millions, représentant ainsi 64,95 % des engagements. L'Euro-développement PME (EDPME) constitue l'unité de gestion de ce programme, d'une durée

¹ Organisation des Nations Unies pour le Développement Industriel

Chapitre II: LES ENTREPRISES PUBLIQUES ÉCONOMIQUES EN ALGÉRIE

de cinq ans, lancé en juillet 2002 et clôturé le 31 décembre 2007¹. Ce programme vise à renforcer la compétitivité industrielle des PME algériennes afin de les aligner sur les normes internationales en matière d'organisation et de gestion.

Le programme EDPME comprend un soutien direct aux PME, une assistance aux institutions financières et aux banques participant au financement des PME, ainsi qu'un accompagnement des structures intermédiaires et des services de soutien publics et privés. Il a également identifié trois catégories d'entreprises : celles en situation de passivité, celles en croissance, et enfin, celles qui adhèrent aux pratiques développées par le programme, représentant les entreprises compétitives.²

¹ Oukaci Dahbia, "Mise à niveau et problématique de compétitivité dans la démarche stratégique de l'entreprise industrielle algérienne face à l'économie de marché- cas : filière bois/ameublement", thèse de doctorat, université de Tizi-Ouzou, 2014, p152.

² Accord d'association ALGERIE-UE. Annexes et protocoles. Ministère de la petite et moyenne entreprise et de l'artisanat.

Section 3: La privatisation de l'entreprise publique économique

Face aux déséquilibres financiers et structurels persistants, et après de multiples efforts de restructuration et d'assainissement, l'Algérie a connu une baisse significative de ses recettes pétrolières, exacerbée par le choc pétrolier de 1986. Cette situation a été aggravée par une crise d'endettement, qui a conduit l'État algérien à recourir à des emprunts auprès du FMI et d'institutions financières internationales entre 1985 et 1986. Parallèlement, les exigences du Programme d'Ajustement Structurel ont été introduites, la deuxième phase de ce programme étant marquée par la signature, le 22 mai 1995, d'un accord visant la réforme et la restructuration des entreprises publiques (EPE), qui impose la création d'un cadre juridique pour leur privatisation, exigence du FMI et de la Banque mondiale. Dans ce contexte, le secteur public est devenu un fardeau insupportable pour le budget de l'État, incapable de faire face aux contreperformances et à l'inefficacité de ses entités. Ainsi, la privatisation des EPE est considérée par l'État algérien comme une réforme incontournable pour redynamiser l'économie. Cette démarche vise plusieurs objectifs, notamment la volonté de l'État de se distancier d'un système de gestion centralisé, jugé inefficace. Selon le FMI, la privatisation des EPE pourrait réduire la pression sur le budget de l'État tout en améliorant l'efficacité économique des entreprises. En conséquence, la privatisation est conçue comme une stratégie de redéploiement, visant à abolir un mode de gestion centralisé et à mettre un terme au gaspillage ainsi qu'à la mauvaise allocation des ressources, tout en favorisant la libéralisation de l'économie au profit d'opérateurs et d'investisseurs privés. Ainsi, la privatisation des entreprises s'intègre dans un cadre de redéploiement de la stratégie nationale de développement¹.

3.1- Les objectifs de la privatisation des EPE

Au-delà de l'intention de l'État algérien de rompre avec un système de gestion centralisé et inefficace, la privatisation des EPE est envisagée pour atteindre plusieurs objectifs, tels que :

- **La réduction du déficit budgétaire**, via la création d'un compte d'affectation spécial intitulé « Ressources Provenant des Privatisations » conformément à la loi de Finances de 1996. Les revenus générés par la privatisation seront dirigés vers le remboursement de la dette publique, la couverture des indemnités de licenciement, et le financement de la restructuration des EPE éligibles à une privatisation totale ou partielle.
- **La recherche de l'efficacité économique**, en optimisant l'allocation des ressources et en améliorant le rendement, ce qui implique le transfert de la propriété des EPE vers le secteur privé. Cela se traduit par un assainissement de l'environnement économique, accompagné de mesures incitatives favorisant la performance².
- **Le développement de l'actionnariat populaire**, qui inclut la participation des salariés à hauteur de 10 % dans le capital de leurs entreprises (ordonnance 97-22 du 19 mars 1997 et Article 28 de l'Ordonnance N°01-04 du 20 août 2001), afin de favoriser l'adhésion de la population au

¹ Wladimir Andreff, " Reformes, Libéralisation, Privatisation En Algérie : Point De Vue D'un Outsider En 1988-1994", Confluences Méditerranée, n° 71, 2009, pp. 41-62.

² A.N.Chettab, "Privatisation et Tentative d'intégration des Entreprises dans le Marché Mondial : Quel Rôle pour l'Etat ?" Revue Insaniyat, Vol 5, n°1,2001, pp.177-186.

processus de réformes économiques. Toutefois, cette disposition est exclue lors de la cession partielle du capital de l'entreprise à des investisseurs externes, comme précisé dans le décret 01-352 du 10 novembre 2001.

La privatisation des entreprises publiques économiques (EPE) a été officialisée par la promulgation de textes juridiques (Lois et Ordonnances) détaillant les procédures et modalités de cette privatisation¹.

3.2- Définition et modalités de privatisation des EPE

L'ordonnance 95-22 du 26 août 1995 définit la privatisation des EPE comme le transfert total ou partiel des actifs de l'entreprise, qu'ils soient corporels ou incorporels, ou du capital social de l'entreprise à des personnes physiques ou morales de droit privé. Ce processus inclut également le transfert de la gestion des entreprises publiques via des formules contractuelles, établissant les conditions et modalités du transfert ainsi que de l'exercice de la gestion par des entités privées. Selon l'article 13 de l'ordonnance N°01-04 du 20 août 2001, la privatisation désigne toute transaction entraînant le transfert à des personnes physiques ou morales de droit privé, autres que des entreprises publiques, de la propriété²;

- De tout ou partie du capital social des EPE détenu, directement ou indirectement, par l'État ou des personnes morales de droit public, par cession d'actions, de parts sociales ou par souscription à une augmentation de capital.
- Des actifs constituant une unité d'exploitation autonome des entreprises appartenant à l'État.
- Des EPE relevant de tous les secteurs d'activité, comme précisé à l'article 15 de la même ordonnance.

Pour encourager le processus de privatisation, l'État a mis en place plusieurs modalités, telles que³ :

- L'Offre Publique de Vente (OPV) à prix fixe.
- La cession d'actifs par appel d'offres.
- L'augmentation de capital non souscrite.
- La cession d'actions par ouverture partenariale du capital social.
- Les contrats de gestion.

¹ A.Zahi, " aspects Juridiques des Réformes économiques En Algérie", revue des sciences juridiques et Politiques, vol 37, n°3,2000, pp.55-65.

²Ordonnance N°01-04 du 20 Août 2001 relative à l'organisation, la gestion et la privatisation des EPE, J.O. N°47 du 22 Août 2001.

³ N.Terki, "Les Aspects Juridiques de la Privatisation des Entreprises Publiques Économiques", revue Idara, vol 17 , n°2, 2000, pp.63-91.

Chapitre II: LES ENTREPRISES PUBLIQUES ÉCONOMIQUES EN ALGÉRIE

Ces modalités, souvent employées, ont concerné des entreprises dans divers secteurs d'activités. Ainsi, entre mars et avril 1996, une cinquantaine d'appels d'offres ont été lancés pour des entreprises relevant de quatre secteurs : l'industrie, le commerce, le tourisme et l'agriculture. La majorité de ces appels d'offres portaient sur des cessions d'actifs, notamment dans l'industrie textile, avec huit unités de l'entreprise de confection et boutonnerie (ECOTEX), ainsi que dans le secteur touristique avec la mise en vente de treize unités hôtelières.¹

3.3- Initiateurs et charges de la privatisation des EPE

Le processus de privatisation des entreprises publiques économiques (EPE) a été structuré autour de deux dispositifs principaux.

Le premier, le **Dispositif Institutionnel**, établi par l'ordonnance 95-22 du 28 novembre 1995 relative à la privatisation, repose sur quatre organes clés:

- **Organes politiques**, représentés par le Gouvernement et les institutions publiques.
- **Organes techniques**, incluant le Conseil National de Privatisation (décret exécutif 96-104) et la Commission de Contrôle des Opérations de Privatisation (décret exécutif 96-105).

Cependant, ce dispositif a été identifié comme l'une des principales causes des échecs rencontrés dans la privatisation. En effet, sa lourdeur bureaucratique, la multiplication des instances décisionnelles et les conflits de compétences ont entravé son efficacité. De plus, il imposait des restrictions aux investisseurs en limitant les secteurs d'activité ouverts à la privatisation. En conséquence, l'État a initié une réforme du dispositif de privatisation en 2001.

Le **Nouveau Dispositif Institutionnel**, tel que défini par l'ordonnance 01-04 du 20 août 2001, repose sur:

- Un **organe politique**, représenté par un Conseil des participations de l'État, placé sous l'autorité du chef du gouvernement, qui en assure la présidence (article 8 de l'ordonnance).
- Un **organe technique**, représenté par la Commission de Contrôle des Opérations de Privatisation (article 30 de l'ordonnance).

3.4- Étapes de l'évolution de la procédure de privatisation des EPE

La mise en œuvre de la privatisation des EPE s'est déroulée à travers plusieurs textes législatifs, illustrant une évolution progressive²:

¹Nadia BOUACHA, « Le phénomène de privatisation en Algérie », Mémoire réalisé sous la direction de Mr Thierry QUENTIN, Consultant, Shadbolt et Co.LLP, Université François Rabelais de Tours, Master II Droit des Affaires Internationales, Année Universitaire 2004-2005, pp.66-67.

²Nacer-Eddine SADI, «La privatisation des entreprises publiques en Algérie. Objectifs, modalités et enjeux », Le Harmattan, 2005, p.58.

Chapitre II: LES ENTREPRISES PUBLIQUES ÉCONOMIQUES EN ALGÉRIE

- **En 1988:** Adoption des premiers textes juridiques relatifs à la privatisation, notamment par la promulgation de lois sur « l'orientation de l'EPE », mettant en place un cadre juridique et institutionnel pour le transfert des droits de propriété du secteur public vers le secteur privé.
- **Entre 1990 et 1993:** Cette période a été marquée par la promulgation de lois favorisant le développement de l'investissement privé. En 1993, un nouveau code des investissements a été introduit, unifiant les régimes d'investissement et éliminant toute discrimination entre investisseurs nationaux, étrangers, publics ou privés (décret législatif 93-12 du 5 octobre 1993).
- **En 1994:** Lancement et application des lois promulguées en 1988 sur l'orientation des EPE.
- **En 1995:** Remise en question des modes de gestion et d'organisation du secteur public, avec l'adoption de la loi sur les capitaux marchands de l'État, instaurant des holdings publics en remplacement des Fonds de Participation (ordonnance 95-25 du 25 septembre 1995) ainsi que la loi sur la privatisation des EPE (ordonnance 95-22 du 26 août 1995).

L'ordonnance 95-25 du 25 septembre 1995 a renforcé l'autonomie de gestion des entreprises en leur reconnaissant le droit de disposer de leur patrimoine.

3.3- Disposition du patrimoine et organisation des EPE

La gestion des entreprises publiques économiques (EPE) a été réformée afin de leur permettre de disposer librement de leur patrimoine, tout en établissant un organigramme organisationnel clarifiant les relations entre les holdings publics, qui regroupent 11 holdings nationaux gérant 411 EPE jusqu'à fin 1997, et l'État. Contrairement à la gestion des Fonds de Participation, le modèle des holdings introduit une nouvelle organisation des capitaux marchands. En effet, ces holdings :

- Ont la latitude de vendre des actifs physiques et financiers pour redresser les entreprises.
- Agissent en tant qu'interlocuteurs exclusifs, sans ingérence de l'administration centrale, garantissant ainsi des relations stables avec les partenaires étrangers et nationaux.
- S'inscrivent dans le cadre des objectifs stratégiques de relance économique.

En 1997, la loi 95 relative à l'ordonnance 95-22 du 26 août 1995 a été amendée. Puis, en 2001, la promulgation de l'ordonnance 01-04 a consolidé les initiatives lancées en 1988. Cette année-là, la révision de la loi sur la privatisation des entreprises a également eu lieu. De plus, la mise en place de l'Agence Nationale de Développement des Investissements (ANDI) a permis de simplifier les procédures d'investissement à travers un guichet unique, tout en offrant des avantages fiscaux et financiers aux nouveaux investisseurs. L'ANDI vise également à garantir aux investisseurs étrangers le droit de transférer des capitaux et des produits, ainsi que la protection contre l'expropriation, et le droit au recours à l'arbitrage international en cas de litige.

Le processus de libéralisation a été accompagné de réformes visant à améliorer l'environnement externe des EPE¹, dans le cadre d'une transition vers une économie de marché. La réussite de la

¹ Hamoudi Hadj Sahraoui, " Mesure De L'impact De L'autonomie Sur L'entreprise Publique Economique cas de l'EPE BCR Setif 1985-2003", Revue des Sciences économiques est de gestion, n°05, 2005, pp.72-87

Chapitre II: LES ENTREPRISES PUBLIQUES ÉCONOMIQUES EN ALGÉRIE

privatisation dépend fortement de la structure du marché et de l'environnement concurrentiel, ainsi que du statut de propriété des entreprises. Ces réformes ont inclus:

- La refonte du système bancaire (1988), marquée par l'autonomie de la Banque d'Algérie, la création d'une commission de contrôle bancaire, la transformation des banques commerciales en sociétés par actions, et l'autorisation de banques privées.
- La libéralisation des prix (1989).
- La promulgation de la loi sur les associations professionnelles (1989).
- La promulgation de la loi sur la concurrence (1995).
- La révision du code de commerce (1995).
- La création d'une Bourse de Valeurs Mobilières (BVN) et d'une Commission de Contrôle des Opérations de Bourse (COSOB).

3.5 - Cadre de la privatisation et conditions de réussite

En 1980, l'ancienne stratégie des « industries industrialisantes » a été remplacée par une approche d'industrialisation axée sur les besoins sociaux, soutenue par une restructuration profonde de l'économie nationale et un engagement ferme de l'État à rembourser sa dette extérieure. Avec le second choc pétrolier (1979-1980), la restructuration organique et financière des entreprises publiques a été initiée. Toutefois, dès 1984, la diminution des recettes pétrolières a entravé la capacité de l'Algérie à honorer ses engagements financiers. L'effondrement des cours du pétrole en 1985 a mis en lumière la vulnérabilité de l'économie algérienne. Pour remédier à cette situation, l'Algérie n'avait d'autre option que de se conformer aux tendances économiques mondiales, en adoptant le « Consensus de Washington », qui a guidé toutes les politiques économiques à l'échelle mondiale¹.

C'est dans ce contexte que s'est constitué un noyau de réformateurs au sein des instances étatiques, œuvrant pour établir une démocratie pluraliste et un État de droit, tout en réduisant le pouvoir économique de l'État. Le gouvernement de Hamrouche (1990-1992) a eu pour mission d'opérer la transition d'une économie étatisée et planifiée vers une économie de marché régulée, promouvant le principe de commercialité à tous les niveaux d'activité économique. Cette politique a été reprise par les gouvernements suivants, qui ont engagé le pays sur la voie de la libéralisation.

En 1996, le FMI et la Banque Mondiale ont recommandé à l'Algérie de privatiser 300 entreprises publiques dans le cadre d'un programme de privatisation de masse². Des experts de la Banque Mondiale ont proposé de vendre 300 grandes et moyennes entreprises publiques, représentant environ un quart des entreprises publiques privatisables en Algérie, par le biais de la distribution

¹ Hamamda Mohammed Tahar, "Privatisation des entreprises publiques en Algérie", *Géoéconomie*, n°56.2001.pp.133-157.

² Cette proposition a été faite le 13 octobre par des experts de la Banque Mondiale dans le cadre de "journées sur les méthodes de privatisation et les modes opératoires pour les privatisations de masse" tenues en présence de la presse algérienne et des correspondants étrangers.

Chapitre II: LES ENTREPRISES PUBLIQUES ÉCONOMIQUES EN ALGÉRIE

de "bons" d'investissement à tous les citoyens. Le 14 octobre, un responsable du Conseil national des participations de l'État a annoncé la prochaine privatisation d'un ensemble d'entreprises publiques, tout en indiquant que 175 entreprises locales avaient déjà été liquidées.

Une liste des entreprises destinées à la privatisation par secteur a été publiée sur le site officiel du ministère des Participations et de la Promotion de l'Investissement (MPPI), incluant :

- Branche bâtiment (Travaux publics et Hydrauliques) : 158 entreprises,
- Branche EPL SGP régionales : 302 entreprises,
- Branche industrie agroalimentaire : 164 entreprises,
- Branche industrie électrique et électronique : 24 entreprises,
- Branche industrie manufacturière : 104 entreprises,
- Branche matériaux de construction : 71 entreprises,
- Branche mécanique : 45 entreprises,
- Branche métallurgie/sidérurgie : 51 entreprises,
- Branche mines et carrières : 13 entreprises,
- Branche services : 55 entreprises.

Il est crucial de noter que la conduite d'un programme de privatisation et les résultats qui en découlent dépendent fortement de l'évolution des réformes dans l'environnement macroéconomique et de sa stabilité. En effet, un environnement politique propice à l'efficacité du secteur privé est une condition préalable essentielle à la réussite de la privatisation, s'inscrivant dans le cadre d'un processus d'ajustement global¹.

Les considérations politiques exercent un effet significatif sur les décisions de privatisation et influencent les mécanismes à mettre en œuvre². Les conditions nécessaires à cette mise en œuvre se déclinent comme suit :

- La préservation des intérêts de l'État,
- La transparence (publicité et actions spécifiques),
- La non-discrimination: le transfert de propriété doit être accessible à toutes les catégories sociales,

¹ M. Aidoud, « La privatisation des entreprises publiques en Algérie », Revue internationale de droit comparée, Vol 48, n°1, 1996, pp.125-127

² L.Rabia, "Privatisation et Investissement Direct et Etranger dans les Pays en Voie de Développement, revue des études et recherches, vol 5, n°13, 2013, pp.278-302.

Chapitre II: LES ENTREPRISES PUBLIQUES ÉCONOMIQUES EN ALGÉRIE

- La protection des droits des travailleurs: les dispositifs prévoient que ces derniers puissent bénéficier d'actions gratuites (sans droit de vote), d'actions à des conditions préférentielles, ainsi que d'un droit de préemption sur les cessions d'actifs ou la participation au capital,
- La création d'institutions dédiées à la mise en œuvre et au contrôle des opérations de privatisation.

3.6 Techniques de Privatisation

Les techniques de privatisation doivent être adaptées aux objectifs économiques. Elles doivent découler des objectifs affichés et de la position de l'entreprise sur le marché. Le transfert de propriété d'une entreprise du secteur public au secteur privé peut s'effectuer de plusieurs manières, à savoir¹ :

La privatisation en masse ou l'actionnariat populaire ; Le rachat de l'entreprise par ses cadres ou par ses salariés ; Le gré à gré ; La restitution ; Les ventes directes des actifs ; La vente aux enchères ; Le recours aux mécanismes de marché ; Le partenariat ; L'ouverture du capital ; La conversion de la dette extérieure ; La privatisation de la gestion ; Le contrat de management ; L'offre publique de vente par adjudication à prix planché ; Le franchising ; L'affermage ; La concession ; La location gérance ; La sous-traitance et enfin, La dissolution / liquidation.

- La privatisation de masse :

Cette méthode a été utilisée en République tchèque, en Arménie, au Kazakhstan, en République kirghize, en Lettonie et en Lituanie. Elle consiste en la distribution par l'État, de coupons, généralement à titre gratuit, ou contre versement d'une somme modique. Ces coupons peuvent être utilisés pour acheter des actions dans des entreprises. Comme son nom l'indique, la privatisation en masse est un moyen simple et rapide d'achever l'application de vastes programmes de privatisation à l'échelle de l'économie tout entière. Ses premiers partisans ont soutenu que le rythme rapide de la privatisation par émission de coupons accroîtrait la crédibilité des programmes de réforme et leurs chances de réussite. En outre, la participation de l'ensemble des citoyens d'un pays conduit à une plus grande compréhension des réformes et crée un nouveau type de propriétaires qui ont un enjeu dans le processus. La privatisation par émission de coupons est l'un des moyens de résoudre le problème de la pénurie de capitaux intérieurs. Sont également évitées les difficultés à évaluer les entreprises avant leur privatisation. On cite parmi les inconvénients de la privatisation massive le risque de la dispersion du capital qui peut s'accompagner d'un manque de focalisation sur l'efficacité de gestion et du pouvoir nécessaire pour l'assurer. Dans la pratique, ce problème a été en partie résolu par le regroupement des intérêts dans des sociétés d'investissement ou des fonds communs de placement. Cependant, les fonds ne disposent pas toujours des pouvoirs nécessaires pour assurer une gestion, un contrôle et une surveillance adéquats, et la direction des entreprises peut les priver d'informations essentielles.

¹ A.Chadlia, "Impact de La Privatisation sur La Performance des Entreprises Publiques dans les Economies en Voie de Développement", revue des carnets économiques, Vol 6, n°2, 2015, pp.236-246

Chapitre II: LES ENTREPRISES PUBLIQUES ÉCONOMIQUES EN ALGÉRIE

A. Gliz¹ affirme que dans ces cas, la privatisation par émission de coupons se réduit tout simplement à un système de propriété absentéiste et inefficace.

- **Le rachat de l'entreprise par ses cadres et salariés :**

Dans cette approche, les actions d'une entreprise sont vendues ou données à un groupe de ses cadres et autres employés. Cette méthode est, en outre, rapide et facile à appliquer. Si elle est bien structurée elle s'avère être efficace, car les motivations des salariés et des propriétaires sont les mêmes et le risque de problème d'agence est évité. La forte position des employés, en Pologne par exemple, et des cadres en Russie, confère à cette approche l'avantage d'être réalisable et politiquement populaire. Cette méthode a été utilisée dans plusieurs pays en transition, dont la Croatie, l'ex-République yougoslave de Macédoine, la Pologne, la Roumanie, la République slovaque, la Slovénie et la Russie².

En Algérie, l'actionnariat populaire est encouragé aux termes de l'article 26 de l'ordonnance de 2001, qui autorise, entre autres, le recours à la procédure du gré à gré. Tout un chapitre de la loi est consacré aux dispositions particulières au profit des salariés. Trois mesures sont prévues afin de faciliter la reprise par les travailleurs de leur entreprise.

- L'exercice d'un droit de préemption,
- La cession à tempérament,
- L'acquisition à titre gracieux de 10 % au maximum du capital de l'entreprise,
- Un abattement de 15 % au maximum sur le prix de cession.

Dans ce cas de figure, le montage financier s'effectue par le biais du Trésor et non à travers le système bancaire. Par ailleurs, l'expérience a montré que les rachats dont il est question présentent de sérieux inconvénients. D'une part les salariés acquéreurs n'ont, parfois, pas les compétences nécessaires pour opérer dans une économie de marché ; d'autre part, le processus peut être inéquitable, puisque ce sont les salariés de l'entreprise, et non le grand public, qui bénéficient de ses avantages.

- **Le gré à gré**

Le recours au procédé du gré à gré consiste, pour l'État, à céder une entreprise publique à un repreneur privé, en négociant directement avec ce dernier le prix de cession et, le cas échéant, les conditions dont est assortie la privatisation. Lorsque la proposition est négociée, elle est ensuite soumise à l'approbation du Conseil des Participations de l'État, qui décide, en toute souveraineté, l'acceptation ou le rejet de l'offre³. En cas d'acceptation, l'acte de cession est négocié et l'entreprise cédée.

- **La restitution**

Cette méthode est rarement utilisée. Elle consiste, pour l'État, à restituer aux agents du secteur privé qui en étaient les propriétaires, des actifs qu'il s'est approprié à la suite d'une action

¹ A. Gliz, « Le problème de l'évaluation de l'entreprise en privatisation dans un contexte de transition vers l'économie de marché », Revue CREAD, N° 54, 4ème T. 2000, p.5.

² K.Benmessaoud, "Privatisation Des Entreprises Publiques En Algérie : Evaluation Des Performances - SGP El Ouest & Groupe ERCO-", Thèse de Doctorat, Université d'Oran, année universitaire 2008-2009, p129.

³ R.Marref, "Les Techniques de Privatisation des Entreprises Publiques Economique en Algérie", revue des sciences juridiques et Politiques, Vol 37, n°3, 2000, pp.107-119.

Chapitre II: LES ENTREPRISES PUBLIQUES ÉCONOMIQUES EN ALGÉRIE

considérée comme injuste, par exemple d'une saisie ou d'une nationalisation non compensée. Les partisans de cette méthode font valoir qu'il est essentiel, pour des raisons d'éthique, de remédier aux plus profondes injustices commises dans le passé.

- **Ventes directes et émissions d'actions**

Le but de ce procédé est de vendre les actifs de l'État à des investisseurs externes, étant donné le développement insuffisant des marchés intérieurs des capitaux. Les responsables attendent de cette initiative trois types de gains :

- Des revenus pour l'État,
- L'apport rapide de compétences extérieures,
- La probabilité d'une gestion extérieure plus efficace.

Parmi les inconvénients pratiques de la méthode, on compte l'inadéquation des marchés boursiers nationaux et le coût et la lenteur de cette méthode par suite de la complexité de la tâche, qui consiste à préparer la vente des actifs, un par un, et à assurer ensuite que les acheteurs respectent les dispositions du contrat.

- **Les ventes aux enchères**

Cette procédure est utilisée dans les cas de l'attribution de marchés publics, de l'attribution de concessions minières ou d'exploitation de champs pétroliers, de l'émission de bon du trésor, et de la vente d'objets d'art.

Dans le cadre du programme algérien, l'ordonnance a prévu la cession par appel d'offres (articles 27 à 29). L'ordonnance reste, cependant, muette sur le critère de sélection de l'acheteur. Au titre de la privatisation dite partielle, la cession d'actifs s'opère exclusivement par appel d'offres national et/ou international. L'article 28 de l'ordonnance ainsi que l'article 7 du décret exécutif n° 94-415 font obligation de prévoir une valeur minimale de mise à prix. La détermination de cette dernière nécessite une l'évaluation préalable de l'entreprise ou des éléments d'actifs

- **Le recours aux mécanismes du marché**

Le recours aux mécanismes du marché se traduit par une introduction en Bourse ou résulter d'une offre publique de vente à prix fixe. Dans le premier cas, la mise sur le marché consiste à placer des titres cotés auprès d'investisseurs institutionnels et individuels. Cette méthode reste théorique, puisque la Bourse d'Alger ne fonctionne qu'au ralenti avec seulement trois titres cotés qui ne représentent chacun que 20 % du capital des sociétés concernées¹ ; il s'agit de l'hôtel El-Aurassi, l'entreprise Saïdal (industrie pharmaceutique) et de l'Eriad de Sétif (meunerie). Ce n'est qu'en 2013 que le Conseil des Participations de l'Etat (CPE) avait donné le feu vert à huit entreprises publiques pour l'ouverture ou l'augmentation de leurs capitaux. Il s'agit de:

- La banque publique CPA,
- Trois cimenteries publiques relevant du groupe industriel des ciments d'Algérie (GICA),
- La compagnie d'assurance CAAR,
- Cosider Carrières, filiale du groupe public du BTPH Cosider,
- L'entreprise Hydro-aménagement l'opérateur de téléphonie mobile Mobilis.

¹ A.Bradaï, " Impact de l'introduction en Bourse sur la Performance de l'entreprise Algérienne", revue des sciences Commerciales, Vol 16, n°2, 2017, pp.262-276.

Chapitre II: LES ENTREPRISES PUBLIQUES ÉCONOMIQUES EN ALGÉRIE

Récemment, selon Abdelhakim Berrah¹, «Les entreprises algériennes notamment publiques "ne sont pas prêtes" à s'introduire en Bourse malgré la nécessité de recourir à cette alternative au financement à travers le Trésor public, a estimé samedi à Alger le président de la Commission d'organisation et de surveillance des opérations en Bourse (COSOB) »

. Dans l'immense majorité des cas, les titres à céder ne sont pas cotés. C'est donc conformément au droit boursier qu'un document de référence sur l'entreprise éligible à la privatisation doit être mis à la disposition du marché. Il revient à La Commission des Opération de Bourse (COSOB) de déterminer les prix et les quantités cessibles et de procéder aux publications légales².

S'agissant de l'offre publique de vente (OPV), celle-ci consiste, pour l'entreprise publique éligible à la privatisation, à placer dans le public une partie de son capital social à un prix qui est fixé à l'avance.

- Le partenariat

Le partenariat peut se réaliser et concerner plusieurs canaux :

- La réalisation de nouveaux investissements,
 - L'achèvement de projets en cours,
 - L'apport de technologie ou de capitaux et la réhabilitation d'investissements existants,
 - Le développement de la sous-traitance,
- La conquête de marchés extérieurs.

- L'ouverture du capital :

Cette modalité consiste à ouvrir le capital de l'entreprise publique par recours à des capitaux privés. C'est une privatisation partielle à l'issue de laquelle l'entreprise publique concernée se transforme en société mixte. Par ce type de recours au secteur privé, l'Etat introduit des éléments de gestion privée ayant pour objectif, la gouvernance et la recherche du profit.

- La privatisation par conversion de la dette extérieure

Cette modalité appliquée principalement en Amérique Latine consiste dans une première phase, en l'achat de titres représentatifs de la dette extérieure par les entreprises souhaitant investir dans les pays émetteurs de ces titres et, dans une seconde phase, en l'échange de ces titres contre des actions des entreprises en privatisation. L'objectif recherché étant la privatisation et le remboursement de la dette extérieure.

- La privatisation de la gestion

La privatisation de la gestion est obtenue lorsque l'état, tout en conservant la propriété de l'entreprise, transfère au secteur privé les prérogatives de gestion. Cette modalité peut être une alternative à la privatisation lorsque cette dernière ne peut avoir lieu pour des raisons politiques, institutionnelles ou lorsqu'il s'agit d'un monopole naturel. Dans ce cas, la privatisation de la

¹ Algérie Presse Service, du 09/05/2015.

² A. Drissi, " L'entreprise Algérienne Et La Bourse : Quel Intérêt ? Aperçu Sur L'expérience Tunisienne Dans Le « Marché Alternatif", revue l'entreprise, Vol 5, n°5, 2016, pp.1-24.

Chapitre II: LES ENTREPRISES PUBLIQUES ÉCONOMIQUES EN ALGÉRIE

gestion permet de restructurer l'entreprise publique et de mieux révéler sa valeur marchande. Les principales formes de privatisation de la gestion sont : le contrat de management et le franchising.

- Le contrat de management

Le contrat de management est un arrangement contractuel pour la gestion d'une entreprise publique par le secteur privé. Dans sa forme historique, le contrat de management prévoit une rémunération fixe du manager et rarement un revenu en fonction de la performance. Le risque commercial et financier est supporté par l'Etat, ce qui ne constitue pas une incitation suffisante à l'amélioration de la performance. Dans sa forme actuelle, le contrat de management comporte toujours une rémunération liée à la performance et rarement une rémunération fixe.

- Le franchising (la franchise)

Le franchising est une méthode de choix qui permet de privatiser l'exploitation de services publics, considérés plus ou moins comme des situations de monopole naturel. C'est un accord commercial et juridique par lequel une entreprise appelée « franchiseur » s'engage à fournir à une seconde entreprise, dite « franchisee », une marque, un savoir-faire et une assistance permanente en contrepartie d'une rémunération. Pour le franchisee, la franchise permet de réduire fortement le risque entrepreneurial et commercial en bénéficiant d'un concept qui a normalement fait ses preuves. Il bénéficie également de méthodes, organisations et outils marketing clés en main. Cet accord doit comprendre au moins :

- L'utilisation d'un nom ou d'une enseigne,
- Un mode de présentation uniformisé des locaux,
- L'approvisionnement ou le référencement de produits et/ou de services,
- La transmission d'un savoir-faire,
- Une assistance commerciale pendant la durée de l'accord.

- L'offre publique de vente par adjudication à prix planché

Cette technique a été utilisée par la Grande-Bretagne durant les premières vagues de privatisation. Les demandeurs sont servis en commençant par le plus offrant (en termes de prix d'offre), jusqu'à égalisation de l'offre et de la demande. Ainsi, le prix unique de l'action sera le prix d'offre le plus bas parmi ceux proposés par les souscripteurs servis.

- L'affermage

L'affermage est un contrat d'utilisation très ancienne par lequel une personne publique confie à une personne privée l'exploitation d'un service public (abattoir, assainissement, distribution d'eau, parc de stationnement etc.). L'affermage implique la mise à la disposition du fermier par la collectivité concédante, d'un ouvrage public, rentable qu'elle a construit sur ses deniers et dont elle reste propriétaire.

- La concession

Le concessionnaire est généralement contraint de construire l'ouvrage qu'il exploite, son exploitation étant du reste contrepartie financière des frais dont il a assuré la charge pour son édification. C'est par exemple le cas des autoroutes ou des terrains à usage industriel.

- La location gérance

La location-gérance est une autorisation conditionnée qui applique à une exploitation privée des obligations de service public : autorisation d'exploitation commerciale par exemple.

- La sous-traitance

La sous-traitance est un contrat par lequel le sous-traitant fabrique des produits, réalise des travaux ou fournit des services à la demande et selon les instructions du donneur d'ordre formulées dans un cahier des charges très précis. Formellement c'est un contrat de prestation de services ou de réalisation.

- Autres modes de privatisation

L'intensité de la privatisation d'une économie varie selon le degré d'étatisation préalable de l'économie en question et l'ampleur du programme de réformes entreprises. Elle comprend en outre d'autres formes de privatisation mais moins usités dont :

- L'échange contre des actions de titres participatifs, ou certificats d'investissements, ou certificats pétroliers,
- La renonciation au droit préférentiel de souscription à une augmentation de capital,
- La vente du droit préférentiel de souscription à une augmentation de capital,
- L'augmentation de capital contre apports de titres ou d'actifs, fusion ou scission,
- L'émission de tous titres ou valeurs mobilières assortis ou non d'éléments donnant un droit sur le capital,
- Le transfert de portefeuille (en France) dans les conditions du code des assurances.

3.7 Les Résultats du Processus de Privatisation des Entreprises Publiques

Entre 1994 et 1998, selon l'instruction N°2 du 15 septembre 1997 relative aux entreprises publiques nationales dissoutes par anticipation et l'instruction N°3 du 2 mai 1998 concernant les entreprises publiques locales¹ (EPL), environ 959 entreprises ont été dissoutes et leurs actifs ont été cédés aux salariés, ce qui a permis la création de 1 174 sociétés de salariés, dont 25 % sont des sociétés par actions. Cela a permis de maintenir 27 000 salariés dans ces entreprises, sur un total de 151 000 agents, ce qui représente un taux de 17,88 %.

En termes de création de valeur ajoutée, tous secteurs confondus, le taux a évolué de 62 % en 1990 à 66 % en 1994, puis à 76 % en 1998².

Durant la période de 1995 à 2003, le bilan de la privatisation des entreprises publiques est jugé insuffisant par rapport aux opérations de privatisation, qu'elles soient totales ou partielles. Selon Nacer Eddine Sadi (2005), le nombre d'entreprises privatisées partiellement (cessions d'actions) se limite à cinq (cf. Tableau N°03). En janvier 2002, parmi les 983 EPE et EPL dissoutes, plus de 2 017 sociétés de salariés ont été créées, impliquant un effectif total de 279 940 employés.

¹ O.Boukhdouni, " La privatisation des entreprises publiques industrielles en Algérie : Bilan et perspectives", Al-Bashaer Economic Journal, n°2, 2015, pp.206-219.

²A. BOUYACOU, « Entreprises publiques, ajustement structurel et privatisation », Revue CREAD N° 57, 3ème T.2001, pp.76-85.

Chapitre II: LES ENTREPRISES PUBLIQUES ÉCONOMIQUES EN ALGÉRIE

Au premier semestre 2005, des opérations de privatisation ont concerné plus d'une quinzaine d'entreprises publiques dans divers secteurs : transports, industrie agro-alimentaire, détergents, emballage, métallurgie, BTP, etc. Environ 1 000 EPL ont été reprises par les salariés. Ce semestre a également enregistré la cession de 66 % du capital de deux filiales de l'entreprise Asmidal (engrais) à un groupe européen, pour un engagement total de 400 millions d'euros, incluant la reprise de la dette et de nouveaux investissements. À la fin de l'année 2007, 417 entreprises publiques d'envergure nationale avaient été privatisées, générant pour l'État des recettes d'environ un milliard de dollars américains. ¹

Tableau N° 03: Nombre d'Entreprises Privatisées Partiellement

Entreprises Privatisées	Activités Déployés	Taux du Capital Social Cédé	Technique de Privatisation utilisée	Apports du Partenaire
Hôtel El Aurassi	Tourisme	20%	Introduction en Bourse (OPV)	Revenus de la Cession (RC)
SAIDAL	Chimie Pharmacie	20%	OPV	RC
ERIAD, Sétif	Agro-industries (Pâtes alimentaires)	20%	OPV	RC
SIDER-EL-HADJAR	Sidérurgie	70%	Ouverture du capital social au profit de la firme indienne LNM-ISPAT	Investissements de modernisation de l'outil à hauteur de 50 milliards de DA et maintien de 22 000 emplois
ENAD	Détergents	60%	Ouverture du capital social à la firme allemande Heinkel	Apport d'Investissement de modernisation et de marque commerciale

Source: Nacer-Eddine SADI, «La privatisation des entreprises publiques en Algérie. Objectifs, Modalités et Enjeux », Op. Cit., p. 189

Développement du Processus de Privatisation

Selon le Ministre de l'Industrie et de la Promotion des Investissements, le processus de privatisation a connu un développement significatif depuis 2005, année durant laquelle 350 entreprises ont ouvert leur capital, avec la programmation de 100 autres entreprises pour une privatisation à partir du premier semestre de 2008. Toutefois, les difficultés rencontrées par ce processus, amorcé en 1995 et qui n'a pas permis d'atteindre les résultats escomptés en termes d'efficacité et d'efficience des entreprises, peuvent être expliquées par deux raisons principales, à savoir ²:

- **Au niveau externe du dispositif de privatisation :**

¹Dr. Mahfoud BENOSMANE et Dr. Omar BENIA, Université de Annaba-Algérie, « La privatisation du secteur public en Algérie: une nouvelle stratégie de relance de l'économie », Op. Cit., pp.126-127.

²« L'Algérie poursuit la privatisation des Entreprises Publiques : le bilan des privatisations des EPE est satisfaisant selon le Ministre Hamid Temmar », algérie-dz.com, lundi 21 Janvier 2008.

Chapitre II: LES ENTREPRISES PUBLIQUES ÉCONOMIQUES EN ALGÉRIE

À ce niveau, on identifie au moins cinq faiblesses majeures, à savoir :

- La persistance de contraintes bureaucratiques et juridiques qui entravent l'investissement.
- L'instabilité politique, caractérisée par des changements et des successions de gouverneurs.
- L'absence d'un système d'information efficace.
- Le faible développement du marché financier et du système bancaire local, ainsi qu'une méconnaissance des mécanismes financiers et boursiers par les acteurs économiques (ménages, banques, entreprises, État), ce qui inclut également un manque de capitaux pour l'acquisition des actions des entreprises destinées à la privatisation.
- La persistance de restrictions et de contradictions dans les décisions, résultant de la multiplicité des intervenants et de la confusion quant à leurs attributions dans le processus de privatisation.¹

- **Au niveau interne du dispositif de privatisation :**

À ce niveau, la principale difficulté réside dans l'incapacité des entreprises éligibles à la privatisation à fournir des informations fiables aux autorités boursières ou à d'autres experts et analystes financiers, ce qui complique la gestion et l'évaluation de la valeur réelle de leurs titres. Par ailleurs, on observe un manque de fiabilité de l'information comptable, en raison d'inventaires ne respectant pas les normes comptables et financières internationales (International Accounting Standards - IAS). Cette situation entraîne un refus de certification des comptes par les commissaires aux comptes, ce qui constitue un obstacle majeur pour les investisseurs, notamment étrangers.²

De plus, il existe un manque de normes et de références stables permettant de réduire le risque d'erreur dans la détermination de la valeur intrinsèque des entreprises. À cela s'ajoutent d'autres difficultés :

- La destruction des entreprises et le poids de la dette, qui rendent très élevé le coût des investissements nécessaires à leur modernisation et à leur réhabilitation.
- L'exclusion des cadres d'entreprises à privatiser du processus décisionnel, ce qui conduit à une démotivation totale des cadres et dirigeants à contribuer à l'évaluation de l'entreprise, les décisions étant prises exclusivement par le Conseil des Privatisations de l'État.

¹ M. Belattaf, « Modalités et difficultés de mise en œuvre de la privatisation des EPE en Algérie », Revue CREAD N° 39, 1er T.1997, p. 103.

² A. Gliz, 2000, op.cit. p.5.

Conclusion

Les entreprises publiques économiques en Algérie, n'ont cessé et ne cesseront de subir les différentes réformes politico-économiques. Si leur mission initiale était dictée par une volonté de l'état de garantir une base économique et sociale au pays, leur mission actuelle, pour la majorité d'entre elle, consiste à survivre et faire survivre son personnel, au risque de voir ce dernier mis au chômage, ce qui compromettra à coup sur la politique social de l'Etat.

L'autre point aussi sensible est celui du dirigeant de l'entreprise publique, où le contrôle exercé sur lui demeure assez confus. D'une part, vu sa soumission aux différents organes hiérarchique très complexes, ainsi qu'à l'environnement juridique limitant la liberté d'action du dirigeant à travers la pénalisation des actes de gestion, et d'autre part, vu le manque d'une vision stratégique claire et définie nécessaire au développement de tout organisme quel qu'elle soit sa nature.



Chapitre III:

LE SECTEUR FINANCIER

ALGERIEN ET LE

FINANCEMENT DES EPE

Section I : Le secteur Bancaire Algérien

Depuis son orientation vers une économie de marché, l'Algérie a dû engager un processus de modernisation de son secteur bancaire afin de réduire le retard d'adaptation économique par rapport à ses voisins, notamment le Maroc et la Tunisie. Le système bancaire algérien, tel qu'il est aujourd'hui, résulte de transformations successives dictées par l'évolution des besoins de financement de l'économie nationale. Comme l'affirme J. Denizet, « parmi les défis contemporains, les questions monétaires sont sans conteste parmi les plus pressantes »¹. Ainsi, au fil des années, l'État algérien a entrepris une série de réformes dont les objectifs principaux sont les suivants ²:

- Renforcer la stabilité et la rentabilité du secteur financier et bancaire,
- Améliorer le marché du crédit tout en réduisant le coût de l'intermédiation,
- Moderniser les systèmes d'information et de paiement afin d'améliorer la qualité des services bancaires,
- Développer l'octroi de crédits pour répondre aux besoins des particuliers, notamment en matière de crédit immobilier et de consommation.

Dans cette perspective, les experts du Fonds Monétaire International (FMI) ainsi que les représentants de l'Association des Banques et Établissements Financiers (ABEF) s'accordent à dire que la réforme du système bancaire algérien doit prioritairement se concentrer sur la modernisation des systèmes de paiement et du cadre réglementaire de ce secteur. Dans cette section, nous analyserons l'évolution du système bancaire algérien à travers les différentes phases de réforme, en mettant l'accent sur les aspects réglementaires, afin d'évaluer les perspectives de développement de ce secteur crucial dans un contexte marqué par la crise financière internationale. ³

1.1 Historique de l'évolution du secteur bancaire algérien

Le secteur bancaire et financier algérien s'est constitué en deux grandes étapes : d'une part, la mise en place d'un système bancaire national après l'indépendance, et d'autre part, sa libéralisation vers le secteur privé, qu'il soit national ou étranger.

1.1.1 Un système bancaire national

Dès décembre 1962, l'Algérie a instauré sa monnaie nationale, le « Dinar Algérien », et a créé une Banque Centrale chargée de créer et de maintenir un environnement favorable au développement de l'économie nationale dans les domaines du crédit, de la monnaie et des changes. Cette initiative visait à établir la souveraineté monétaire du pays récemment indépendant après plus de 132 ans de colonialisme français. En 1963, la création de la Caisse Algérienne de Développement (CAD) ⁴ a marqué une volonté des autorités de rompre avec l'économie coloniale, en adoptant un modèle de

¹ A. Benhalima, Le système bancaire algérien : Textes et réalité. Editions Dahlab, 1994, p 3.

² M. Tamalghaght, la réforme financière et son impact sur le secteur de la justice, 2005. www.mjjustice.dz

³ H. Arroudj, Réforme et modernisation du système bancaire algérien durant la période 1990-2010, Thèse de Doctorat en sciences commerciales, option finances et économie internationale, Université d'Oran 2, 2015.

⁴ A laquelle succèdera en 1972, la Banque Algérienne de Développement BAD.

développement dirigiste de type socialiste, axé sur les industries lourdes pour stimuler les autres secteurs économiques.¹

Jusqu'en 1970, la CAD a principalement servi d'instrument d'exécution du budget de l'État et de financement de quelques projets d'investissement. Parallèlement, la création de la Caisse Nationale de l'Épargne et de Prévoyance (CNEP) en 1964 a permis de gérer la collecte de l'épargne populaire pour la redistribuer sous forme de crédit, notamment pour le financement de logements.

La nationalisation de l'appareil bancaire entre 1966 et 1968 a permis à l'État d'acquérir un instrument de développement important, auparavant dominé par le capital étranger. Cette nationalisation a été motivée par la volonté d'orienter l'économie vers un modèle socialiste, mais également par le refus des banques étrangères de financer l'économie algérienne post-indépendance.

Ainsi, le secteur public bancaire a été établi, géré par l'État via le Trésor Public et les organes de planification. Entre 1966 et 1967, la nationalisation des banques étrangères a donné naissance à trois banques publiques commerciales : la Banque Nationale d'Algérie (BNA), le Crédit Populaire Algérien (CPA) et la Banque Extérieure d'Algérie (BEA). L'objectif principal des pouvoirs publics était d'achever rapidement la nationalisation des structures de financement de l'économie nationale pour établir un système bancaire véritablement algérien, capable de soutenir le développement du pays.

En 1970, la mise en place d'une loi de finances et l'application du premier plan quadriennal (1970-1973) ont officialisé le choix d'une planification centralisée comme système d'organisation de l'économie nationale, intégrant la planification de la distribution du crédit comme outil de mobilisation et d'affectation des ressources disponibles pour le financement des investissements productifs du secteur public. Le principe appliqué était que « une fois le plan élaboré et approuvé, il fallait le doter d'un plan de financement pour sa réalisation ».²

1.1.2 La privatisation du secteur

En 1988, l'État algérien a lancé une vaste restructuration des grandes entreprises publiques par le biais de la loi n°88-01 du 12 janvier 1988, relative à l'orientation des entreprises publiques économiques (EPE). Cette législation a permis aux EPE d'adopter des formes juridiques de sociétés par actions ou à responsabilité limitée. Les banques ont également été concernées par ces réformes, encadrées par la loi n°88-06 du 12 janvier 1988, qui modifie et complète la loi n°86-12 du 19 août 1986 sur le régime des banques et du crédit. En conséquence, ces institutions sont désormais soumises au code du commerce. Deux nouvelles banques ont été créées : la Banque de l'Agriculture et du Développement Rural (BADR) et la Banque du Développement Local (BDL), issues respectivement de la Banque Nationale d'Algérie (BNA) et du Crédit Populaire Algérien (CPA). Cette volonté de libéraliser le secteur bancaire et financier algérien a été renforcée par la promulgation de la loi n°90-10 du 14 avril 1990, qui a ouvert le secteur bancaire national aux

¹ M. Benachenhou, La banque et le financement de l'économie en Algérie, Ouvrage collectif, L'entreprise et la banque, édition OPU, 1994, p12.

² CNES, projet de rapport (2005), Regards sur la politique monétaire en Algérie, www.cnese.dz.

investisseurs privés, nationaux et étrangers, entraînant l'implantation de plusieurs banques et établissements financiers internationaux.

1.1.3 L'établissement de partenariats

La loi de finances complémentaire de 2009 a permis l'introduction de partenariats dans le secteur bancaire algérien. Cette législation a établi le partenariat 51/49 comme unique modalité d'implantation pour tout nouvel investisseur étranger, les modalités de cette coopération étant précisées par l'ordonnance relative à la monnaie et au crédit de 2003, modifiée en 2010 par l'ordonnance n°10-04 du 26 août 2010.

1.2 La réglementation bancaire en Algérie

La fonction principale d'une banque est l'intermédiation, et pour garantir son efficacité, un cadre réglementaire a été mis en place afin de renforcer les conditions d'exercice des activités bancaires, ainsi que le reporting et la supervision bancaire, en conformité avec des normes universelles de plus en plus rigoureuses. Plusieurs lois et ordonnances ont été promulguées, parmi lesquelles nous exposons ci-après les plus significatives.

1.2.1 La loi du 19 août 1986 relative au régime des banques et du crédit

Avant cette loi, le secteur bancaire algérien était encadré par des textes disparates, tels que :

- La loi n°62-144 relative à la création de la Banque Centrale d'Algérie et à ses statuts,
- Les lois de finances de 1970 et 1971,
- La loi n°80-05, modifiée et complétée, relative aux fonctions de contrôle de la Cour des comptes.

L'effondrement du régime socialiste, associé au choc pétrolier de 1986 et à l'aggravation de la dette extérieure, a rendu la gestion administrative de l'économie nationale insoutenable. Ainsi, la loi bancaire instaurée en août 1986 avait pour but de définir un nouveau régime pour les banques et le crédit, ainsi qu'un cadre institutionnel et fonctionnel pour l'activité bancaire. Cette loi visait principalement à adapter les modes de financement de l'économie nationale, affirmant que le système bancaire devait servir à mettre en œuvre les politiques gouvernementales par l'attribution de ressources financières et monétaires dans le cadre du plan national de crédit. ¹

1.2.2 La loi du 12 janvier 1988

À partir de 1988, plusieurs réformes ont été mises en place, la principale visant à accorder une autonomie de gestion aux entreprises publiques, en transition d'une économie dirigée vers une économie de marché plus libéralisée. Grâce à cette loi, l'État algérien a transféré ses prérogatives à des fonds de participation organisés sous forme de sociétés par actions pour gérer les nouvelles entreprises créées, dénommées "entreprises publiques économiques" (EPE), dont les banques

¹ F. Hassam, Le système bancaire algérien, Edition l'Economiste, 2012, p.44-55.

faisaient partie. Cette loi a redéfini les banques comme des entités juridiques commerciales, leur conférant une plus grande autonomie dans la gestion de leurs activités.

1.2.3 La loi sur la monnaie et le crédit n°90-10 du 14 avril 1990

Suite au choc pétrolier de 1986, les insuffisances du système bancaire algérien, qui s'était essentiellement concentré sur le financement direct d'un programme de développement économique et social dans le cadre d'une économie dirigée, sont devenues évidentes. Des problèmes tels que la lenteur bureaucratique due à la centralisation des décisions et le manque de technicité des banques ont été constatés. L'objectif de la loi n°90-10 du 14 avril 1990 était de remédier à ces défauts et d'améliorer les méthodes de travail du système bancaire national, en favorisant la concurrence et l'intermédiation bancaire par l'ouverture du capital aux investisseurs privés, nationaux et étrangers. Cette loi a également permis la libre détermination des taux d'intérêt par les banques, sans intervention de l'État. Elle visait à autonomiser la Banque centrale, à la libérer de la gestion administrative de l'État et à séparer les sphères monétaire et crédit des entreprises publiques et privées, en remplaçant le dirigisme par des rapports commerciaux.

De plus, les articles 11 et 12 de cette loi ont introduit un changement dans la dénomination de la "Banque Centrale d'Algérie", désormais appelée "Banque d'Algérie", pour renforcer son caractère d'indépendance. Un "Conseil de la Monnaie et du Crédit" a été établi, ayant pour mission de superviser la Banque d'Algérie et de réguler les normes applicables aux banques et aux établissements financiers. Le législateur a également posé le principe d'agrément des banques, en insistant sur la qualité des actionnaires et la notion d'actionnaire de référence.

Les principaux axes de la loi n°90-10

La loi n°90-10 se caractérise par plusieurs axes clés ¹:

- Établissement de l'autonomie de la Banque d'Algérie,
- Régulation du système bancaire algérien par des autorités administratives indépendantes de l'État,
- Séparation entre l'autorité de réglementation et d'agrément des banques et l'autorité de supervision,
- Monopole des banques sur les opérations bancaires,
- Libéralisation des conditions bancaires,
- Définition des acteurs économiques habilités à exercer cette activité, à savoir les banques et les établissements financiers.

D'autres lois ont été promulguées ultérieurement pour soutenir cette libéralisation du secteur bancaire, telles que la loi de finances de 1994, l'ordonnance n°95-06 du 25 janvier 1995 relative à

¹ Rapport KPMG, Algeria banking guide, 2012,p.10.

la concurrence, et le décret législatif n°93-10 du 23 mai 1993 portant création de la Bourse des valeurs.

1.2.4 Ordonnance n°01-01 du 27 février 2001

Cette ordonnance modifie et complète la loi n°90-10, apportant des aménagements significatifs au conseil de la monnaie et du crédit, qui est désormais divisé en deux organes :

- Un conseil d'administration chargé de la direction et de l'administration de la Banque d'Algérie,
- Un conseil de la monnaie et du crédit, agissant en tant qu'autorité monétaire.

1.2.5 Ordonnance n°03-11 du 26 août 2003

Cette année a été marquée par la faillite de deux banques privées, El Khalifa Bank et la Banque pour le Commerce et l'Industrie d'Algérie (B.C.I.A). Ce scandale financier a conduit les autorités à réviser la loi sur la monnaie et le crédit. Les principaux objectifs de cette réforme étaient de permettre à la Banque d'Algérie de mieux remplir ses missions, de renforcer la collaboration entre la Banque d'Algérie et le gouvernement sur les questions financières, et de protéger les acteurs financiers ainsi que l'épargne publique. Par conséquent, les missions de la Banque d'Algérie ont été clarifiées, tout en maintenant la libéralisation du secteur bancaire et en renforçant les conditions d'établissement de nouvelles institutions ainsi que les prescriptions en matière de supervision et de contrôle.

1.2.6 Ordonnance n°10-04 du 26 août 2010

Cette ordonnance a été adoptée pour modifier et compléter certains articles de l'ordonnance n°03-11 du 26 août 2003 relative à la monnaie et au crédit. Les missions de la Banque d'Algérie ont été élargies, et celles du conseil de la monnaie et du crédit ont été actualisées, intégrant de nouvelles opérations pour les banques et établissements financiers.

Comme précédemment mentionné, la loi de finances complémentaire de 2009 a introduit l'obligation pour les investisseurs étrangers dans le secteur bancaire de respecter la règle de répartition du capital, avec un minimum de 51 % pour l'actionnaire national résident.

Il a également été recommandé d'établir un dispositif de contrôle interne et de conformité au sein des banques et établissements financiers du marché bancaire national, en tenant compte de tous les risques associés à l'activité bancaire. Par ailleurs, plusieurs nouveaux articles ont été ajoutés pour protéger les intérêts des citoyens face à certaines pratiques. Par exemple, l'article 119bis stipule que toute personne, à qui une banque a refusé l'ouverture d'un compte de dépôt, peut demander à la Banque d'Algérie de lui désigner une banque pour ouvrir ce compte. L'article 119 impose également aux banques d'être plus transparentes dans leurs opérations de crédit, notamment en informant leur clientèle sur leur situation bancaire et sur les conditions appliquées.

1.3 La structure du système bancaire algérien

Avant la mise en œuvre des réformes réglementaires mentionnées, le secteur bancaire algérien était composé de la Banque Centrale et de cinq banques publiques résultant de la nationalisation des banques françaises en 1986, ainsi qu'une banque d'investissement et une caisse d'épargne.

1.3.1 Réformes du secteur bancaire algérien

Les banques étaient alors spécialisées par secteur d'activité et proposaient des instruments financiers selon les orientations de l'État. Le financement de l'économie reposait sur l'épargne budgétaire, et la mobilisation de l'épargne domestique n'était pas une priorité pour les banques nationales, le secteur privé étant marginalisé.

La crise financière des années 1980 a mis en lumière des contraintes budgétaires, poussant l'État à se désengager du financement de l'économie nationale. L'objectif était de sortir de la crise de financement par l'endettement extérieur et de rétablir les équilibres macro-économiques.

Cette nouvelle politique a conduit à la transformation des banques publiques en sociétés par actions en 1989, régies par le code du commerce, ainsi qu'à un programme d'assainissement et de restructuration du secteur industriel public, permettant aux banques d'assainir une partie de leurs portefeuilles clients. Dès 1993, des projets significatifs ont été lancés pour moderniser les systèmes informatiques des banques et adapter leurs activités aux nouvelles exigences du marché.

En 1991, l'année a marqué la libéralisation du commerce extérieur en Algérie, suivie par l'institution de la convertibilité commerciale du dinar en 1994 grâce au rééchelonnement de la dette extérieure. Depuis 1995, les conditions et procédures d'autorisation et d'agrément des banques et établissements financiers sont clairement définies et largement mises en œuvre.

Pour accompagner la modernisation du tissu bancaire et financier algérien, un cadre institutionnel a été mis en place à partir de 1996, permettant l'établissement d'un marché de capitaux. La Bourse des valeurs est ainsi devenue opérationnelle en 1999.¹

1.3.2 Les acteurs du système bancaire et monétaire algérien

Actuellement, le secteur bancaire algérien se compose de la Banque d'Algérie, de 20 banques commerciales, de 9 établissements financiers, de cinq bureaux de représentation de grandes banques internationales, d'une bourse des valeurs, d'une société de clearing pour les fonctions de dépôt, d'une société d'automatisation des transactions interbancaires et de la monétique (SATIM), ainsi que d'une association des banques et établissements financiers (ABEF). On compte environ 1 200 agences bancaires sur l'ensemble du territoire, avec une forte concentration dans le Nord, où les banques publiques représentent environ 99 % des agences.²

¹ S. Rekiba, Le système bancaire algérien : Etat des lieux, degré de libéralisation et problèmes d'inadaptation avec les règles de l'AGCS, Revue Communication Science et Technology, vol 16, 2016,p121.

² E.H. Mighaoui, Président Directeur Général du Crédit Populaire Algérien (CPA)," l'Algérie su le chemin des réformes", colloque du 18 octobre 2001. Disponible sur le site web : www.senat.fr

1.3.2.1 La Banque d'Algérie

La Banque d'Algérie a été créée par la loi n°62-144 adoptée par l'assemblée constituante le 13 décembre 1962, établissant sa constitution et ses statuts.

Organisation de la Banque d'Algérie : Des ajustements ont été réalisés dans les années 1970 et au début des années 1980, amorçant le processus de réforme du système financier national. Cependant, c'est la loi sur la monnaie et le crédit de 1990 qui a octroyé à la Banque d'Algérie son indépendance. La direction, l'administration et la surveillance de la Banque sont assurées respectivement par le Gouverneur, le Conseil d'administration présidé par ce dernier, et deux censeurs. Le Conseil est composé de trois vice-gouverneurs et de trois hauts fonctionnaires reconnus pour leurs compétences dans les domaines économique et financier. Le Gouverneur et les vice-gouverneurs sont nommés par décret présidentiel, tandis que les autres membres sont désignés par décret exécutif. Les censeurs sont également nommés par décret présidentiel, sur proposition du Ministre des Finances.

Rôle et missions de la Banque d'Algérie: Selon l'article 2 de l'ordonnance de 2010 modifiant l'article 35 de l'ordonnance de 2003, la Banque d'Algérie a pour mission de garantir la stabilité des prix dans le cadre de la politique monétaire, de créer des conditions favorables au développement économique et d'assurer la stabilité monétaire et financière. ¹. Elle est responsable de la régulation de la circulation monétaire, de la distribution du crédit, de la régulation de la liquidité, de la gestion des engagements financiers à l'égard de l'étranger, ainsi que de la régulation du marché des changes, tout en garantissant la sécurité et la solidité du système bancaire.

De plus, l'article 2, complétant l'article 36bis de 2003, confère à la Banque d'Algérie la responsabilité d'établir la balance des paiements et de présenter la position financière extérieure de l'Algérie. Les banques et établissements financiers doivent fournir à la Banque d'Algérie toutes les statistiques et informations nécessaires. ²

L'article 8, modifiant l'article 98 de 2003³, a introduit la gestion de trois centrales :

- Une centrale des risques des entreprises,
- Une centrale des risques des ménages,
- Une centrale des impayés.

La centrale des risques centralise les informations relatives aux crédits, recueillies auprès des banques et établissements financiers tenus d'adhérer.

¹ Ordonnance 03-11 du 26 Août 2003, p.10.

² 2 Ordonnance 03-11 du 26 Août 2003, ibid.

³ Ordonnance 03-11 du 26 Août 2003, o.p.cit., p.12.

Le Conseil de la Monnaie et du Crédit (CMC): L'article 62 de l'Ordonnance n°03-11 du 26 août 2003 définit les pouvoirs du CMC en tant qu'autorité monétaire dans plusieurs domaines, notamment:

- L'émission de monnaie et la définition des normes pour les opérations de la Banque d'Algérie,
- La conduite et l'évaluation de la politique monétaire, ainsi que la gestion des réserves de change,
- La sécurisation des systèmes de paiement,
- L'attribution et le retrait des agréments pour la création de banques et établissements financiers,
- L'établissement des normes comptables applicables.

De plus, l'article 6 de l'Ordonnance n°10-04 du 26 août 2010 élargit les prérogatives du CMC à de nouveaux produits d'épargne et de crédit, ainsi qu'à la production de normes pour la sécurité des systèmes de paiement et à la déontologie applicable aux banques et établissements financiers.

1.3.2.2 Les banques et les établissements financiers

L'environnement bancaire en Algérie se divise en deux types d'organisations : les banques et les établissements financiers.

Distinction entre banques et établissements financiers : Deux distinctions majeures existent entre ces deux catégories : L'Ordonnance n°03-11 du 26 août 2003 précise dans son article 71 que « les établissements financiers ne peuvent ni recevoir de fonds du public, ni gérer des moyens de paiement ». L'article 70 stipule que seules les banques sont habilitées à réaliser ces opérations. Par ailleurs, le règlement n°08-04 du 23 décembre 2008 exige que les banques et établissements financiers, constitués sous forme de sociétés par actions, disposent d'un capital libéré d'au moins 10 milliards DZD pour les banques et de 3,5 milliards DZD pour les établissements financiers.

Les opérations bancaires autorisées : Les articles 66 à 69 définissent clairement les opérations que les banques peuvent effectuer, incluant la réception de fonds du public, les opérations de crédit et la gestion des moyens de paiement. L'article 72 autorise également les banques et établissements financiers à réaliser des opérations connexes telles que :

- Opérations de change,
- Transactions sur l'or et métaux précieux,
- Placements et gestion de valeurs mobilières,
- Conseils en gestion de patrimoine et ingénierie financière.

La décision n°17-01 du 02 janvier 2017 a publié la liste des banques et établissements financiers agréés en Algérie.

Les banques publiques

Le secteur des banques publiques en Algérie est composé de six institutions, présentées par ordre de création ¹:

- **La BNA:** Première banque nationale, fondée en juin 1966, elle devient une société par actions (SPA) ² conformément à la loi n°88-01 du 1er janvier 1988, relative à l'autonomie des entreprises publiques. Elle obtient son agrément en 1995, suite aux réformes engagées par les autorités. Depuis 1982, elle se spécialise dans le financement du secteur économique et industriel national.
- **La BEA:** Créée en 1967 sous forme de société nationale via l'ordonnance n°67-204, elle devient la banque des grandes entreprises industrielles nationales en 1970, avec pour objectif de faciliter les relations commerciales et financières internationales. En 1989, elle est transformée en SPA tout en maintenant son activité. Ce n'est qu'en 2002 qu'elle obtient officiellement l'agrément pour réaliser diverses opérations bancaires, par la décision n°02-04 du 23 septembre 2002.
- **Le CPA:** Établi en 1966 par l'ordonnance n°66-366, le CPA voit la création de la Banque de Développement Local (BDL) en 1985, à partir de la cession d'actifs. Il devient SPA en 1988 et reçoit son agrément de banque en 1997. Sa mission est de promouvoir et financer le secteur du BTPH, ainsi que d'autres domaines comme la santé, le commerce, l'hôtellerie et l'artisanat.
- **La BADR:** Issue du démembrement de la BNA en 1982 par le décret n°82-106, cette banque se concentre sur le financement des secteurs de l'agriculture, de la pêche et des ressources halieutiques, ainsi que sur la promotion du monde rural.
- **La BDL:** Comme mentionné, la BDL a été créée en 1982 à partir de la restructuration du CPA. Elle a pour mission de financer les PME/PMI, le commerce, les professions libérales, ainsi que les ménages.
- **La CNEP:** Fondée en 1964, la CNEP se consacre initialement à la collecte de l'épargne populaire et devient une banque en 1997. Elle est chargée d'octroyer des crédits pour l'acquisition de logements et de promouvoir le secteur immobilier, tout en étant présente dans le réseau postal pour la collecte de l'épargne.

Les banques privées

¹ Décision n°17-01 du 02 janvier 2017 portant publication de la liste des banques et de la liste des établissements financiers agréés en Algérie, Annexe 1, J.O N°02 du 11 janvier 2017, p.25.

² SPA : Société Par Actions.

Le secteur bancaire privé compte quatorze établissements, présentés selon leur date d'agrément ¹:

- **El Baraka Banque:** Première banque islamique en Algérie, fondée en 1991 par le groupe saoudien Dallah El Baraka et la BADR. Ses opérations sont conformes à la Shari'a et incluent des services comme la Mourabaha et la Moucharaka.
- **Citibank Algérie:** Après un bureau de liaison, elle est agréée en 1992 et ouvre une succursale en 1998, se concentrant sur le financement des investissements étrangers et les services bancaires en ligne.
- **Arab Banking Corporation - Algérie (ABC):** Filiale de l'Arab Banking Corporation de Bahreïn, elle ouvre un bureau de représentation en 1995 et obtient son agrément en 1998, proposant des solutions de financement pour entreprises et particuliers.
- **Natixis Algérie:** Première banque française à capital entièrement étranger en Algérie, agréée en 2000, elle se spécialise dans le financement des grandes entreprises et des particuliers.
- **Société Générale Algérie (SGA):** Banques commerciales à 100 % de capital français, agréée en 2000, elle finance tous les secteurs d'activité et propose divers services bancaires.
- **Arab Bank PLC - Algeria:** Agréée en 2001, cette succursale se concentre sur le financement d'entreprises et de particuliers.
- **BNP Paribas El Djazair:** Filiale de BNP Paribas, elle ouvre un bureau de représentation en 2000 et obtient son agrément en 2002 pour toutes les opérations bancaires.
- **Gulf Bank Algérie (AGB):** Appartenant à la Kuwait Project Company, agréée en 2004, elle offre des produits bancaires classiques et alternatifs.
- **Trust Bank Algeria:** Agréée en 2002, elle est membre du groupe Nest Investment Holding, présent en Algérie avec d'autres entreprises, notamment dans le secteur de l'assurance.
- **The Housing Bank For Trade and Finance - Algeria:** Filiale du Housing Bank, agréée depuis 2003, elle finance les entreprises et les particuliers.
- **Fransabak El-Djazair SPA:** Créée en 2006, elle est majoritairement libanaise et obtient son agrément en 2010, offrant des services bancaires aux PME et grands groupes.
- **Crédit Agricole Corporate et Investment Bank - Algérie:** Filiale à 100 % du groupe français, agréée en 2007, elle agit en tant que banque d'investissement.
- **HSBC - Algeria:** Agréée en 2008, cette succursale propose des services bancaires aux entreprises et aux particuliers.
- **Al Salam Bank - Algeria:** Agréée en 2008, elle promeut les produits de finance alternative dans l'immobilier et le financement des entreprises.

¹ Décision n°17-01 du 02 janvier 2017 portant publication de la liste des banques et de la liste des établissements financiers agréés en Algérie, Annexe 1, op.cit., p.25.

Les établissements financiers

Le secteur financier comprend neuf établissements principalement axés sur le crédit-bail et le financement immobilier ¹:

- **Société de Refinancement Hypothécaire (SRH)**: Agréée en 1997, elle se concentre sur le refinancement de logements et promeut le crédit hypothécaire.
- **Société Financière d'Investissement, de Participation et de Placement - Spa (Sofinance-Spa)**: Agréée en 2001, elle finance les entreprises à travers divers types de crédits, ciblant principalement les secteurs du bâtiment, des travaux publics et du transport.
- **Arab Leasing Corporation (ALC)**: Première société privée spécialisée dans le crédit-bail, créée en 2001, avec un capital mixte, offrant des produits aux secteurs du BTPH, du transport et des services.
- **Maghreb Leasing Algérie (MLA)**: Créée en 2006 par Tunisie Leasing et le Groupe Amen, elle se spécialise dans le crédit-bail, ciblant plusieurs secteurs d'activité.
- **Cetelem Algérie (CA)**: Filiale de BNP Paribas, agréée en 2006, spécialisée dans les crédits à la consommation.
- **Caisse Nationale de Mutualité Agricole (CNMA)**: Établie depuis le début du siècle dernier, elle s'engage à protéger les biens et les personnes dans le milieu rural².
- **Société Nationale de Leasing - Spa (SNL)**: Créée en 2010, cette institution se concentre sur le développement des PME/PMI et propose des solutions de financement pour l'acquisition de biens d'équipement.³
- **Ijar Leasing Algérie - Spa et El Djazair Ijar - Spa.**

1.4 - Positionnement du secteur bancaire algérien

Le choc pétrolier a marqué un tournant dans l'évolution de certains indicateurs monétaires, entraînant une diminution progressive de l'excès de liquidité bancaire, qui était jusqu'alors prévu. Ce phénomène s'accompagne d'un ralentissement de la croissance monétaire, attribué à la baisse des avoirs extérieurs nets. Selon un rapport du Fonds Monétaire International (FMI) de 2016⁴, le crédit à l'économie a enregistré une hausse de 16,1 % en 2015. Cependant, la croissance monétaire a nettement ralenti à 0,5 %, contre 14,4 % en 2014, et ce, malgré les injections de liquidités issues des tirages sur le Fonds de Régulation des Recettes pour financer le déficit budgétaire.

Le même rapport souligne que le secteur bancaire demeure bien capitalisé et rentable, affichant un rendement des actifs de 2,2 % en 2015. Néanmoins, les liquidités se sont considérablement

¹ Décision n°17-01 du 02 janvier 2017 portant publication de la liste des banques et de la liste des établissements financiers agréés en Algérie, Annexe 2, op.cit., p.25.

² www.cnma.dz, consulté le 21/06/2018.

³ www.snl.dz, consulté le 21/06/2018.

⁴ Rapport du Fonds Monétaire International 16/127, Mai 2016, p.6.

resserrées en raison de la chute des prix du pétrole, impactant les dépôts bancaires. Ainsi, à la fin de 2015, 27 % des actifs bancaires étaient liquides, contre 38 % un an auparavant.

Les données publiées par la Banque d'Algérie révèlent que le taux de bancarisation est relativement modeste, avec un guichet pour 25 660 habitants. En ce qui concerne la structure du secteur, les banques publiques dominent, disposant de 1 123 agences réparties sur l'ensemble du territoire. Les banques privées, quant à elles, présentent un réseau d'agences limité, bien qu'une accélération de leur implantation ait été observée ces dernières années, avec 346 nouvelles agences principalement dans le nord du pays. En 2015, les établissements financiers comptaient 88 agences. Le ratio de population active par guichet bancaire est resté stable, s'élevant à 7 600 personnes par guichet en 2015, contre 7 500 en 2014. ¹

1.5- Perspectives d'évolution du secteur bancaire algérien

Dans un contexte économique dynamique et incertain, marqué par les effets persistants de la crise financière mondiale de 2007-2008, la survie du secteur bancaire dépend en grande partie de sa capacité à innover et à s'adapter rapidement aux évolutions de son environnement. ² Un rapport du FMI de 2014 sur la stabilité du secteur financier en Algérie a formulé plusieurs recommandations pour moderniser le système financier, notamment en intégrant les technologies de communication³. Le rapport a également noté que le développement des opérations bancaires électroniques était en cours. ⁴

¹ Rapport annuel de la Banque d'Algérie 2015.

² A. Cheikho, L'adoption des innovations technologiques par les clients et son impact sur la relation client- Cas de la banque mobile, thèse de doctorat en gestion et management, Université Nice Sophia Antipolis, 2015,p.145.

³ Rapport du FMI, Evaluation de la stabilité du secteur financier en Algérie, Janvier 2014, p.33.

⁴ Rapport du FMI, op.cit, p.61.

Conclusion

Le processus de modernisation du système bancaire algérien, engagé il y a plus de deux décennies par les autorités, vise à établir un système efficace et performant répondant aux nouvelles exigences économiques. Cependant, les résultats escomptés ne sont pas encore pleinement réalisés. Bien que des efforts aient été déployés pour renforcer le cadre réglementaire, mettre en place de nouveaux systèmes de supervision, et introduire des moyens de paiement modernes pour améliorer l'efficacité de l'intermédiation financière¹, le rythme des réformes est jugé trop lent, notamment par le FMI. Le défi de moderniser le secteur bancaire algérien reste donc considérable, surtout face aux risques d'une crise financière qui pèse sur l'économie. Les banques et établissements financiers doivent rapidement s'adapter aux nouvelles exigences tout en garantissant sécurité, rapidité d'exécution et qualité des services offerts à leurs clients.

¹ M. Baba-Ahmed, Le secteur financier en Algérie: une réforme inachevée, Finance & Bien Commun, 2007/3, N°28-29, 2007,p.142.

Section 2: Réformes bancaires et relations avec les EPE

Il est fréquent de croiser, dans les témoignages d'utilisateurs de services bancaires ou dans les médias, des critiques fortes visant les banques algériennes. Ces institutions sont souvent perçues comme des obstacles au bon déroulement des transactions courantes et à la relance de l'activité économique. Les banques sont donc vues comme un maillon faible dans le processus de modernisation et de développement de l'économie. Historiquement, elles ont été critiquées pour leur gestion, notamment en matière de crédit, même durant l'ère de la planification centrale.

Cependant, dans le contexte actuel de transition vers une économie de marché, les banques sont appelées à accélérer leurs programmes de restructuration et à aligner leurs performances sur les besoins du marché. De leur côté, les banques soulignent l'importance de clarifier le processus de restructuration, de mobiliser des ressources humaines et techniques adéquates, et de créer un environnement propice, incluant une redéfinition des relations avec l'État actionnaire, une clarification de la politique de privatisation, et une réforme des entreprises publiques en difficulté.

Le défi du système bancaire algérien rappelle celui des pays en transition qui tentent de corriger les faiblesses de leur système financier tout en affrontant les complexités d'une économie en mutation. Le succès des réformes économiques dépend de la solidité du système financier, lequel doit être intégré avec d'autres réformes, comme la stabilisation macro-économique et la restructuration des entreprises. Les retards dans ces réformes financières sont fréquents dans les pays en transition¹.

Sans aucun doute, le secteur bancaire algérien a souffert de l'incertitude entourant les objectifs des réformes, contribuant ainsi à des dysfonctionnements dans d'autres secteurs. Actuellement, les banques algériennes sont en phase d'adaptation suite aux réformes et aux changements institutionnels de cette décennie. Bien qu'il existe des similitudes avec d'autres pays, chaque contexte présente des particularités.

2.1 - Pour une réforme du secteur bancaire et financier en Algérie

L'Algérie est fortement dépendante des hydrocarbures, ce qui engendre deux conséquences néfastes : le manque de création d'emplois dans le secteur et la volatilité de la balance des paiements due aux fluctuations des prix du pétrole. La transition vers un système moderne est très lente, avec un financement contraint des entreprises en difficulté sur demande gouvernementale².

Depuis 1992, l'État a injecté d'importantes ressources dans les banques pour couvrir leurs déficits, sans résoudre les causes fondamentales de ces pertes. De plus, les banques sont souvent contraintes de prêter à des entités privées sans évaluation de leur solvabilité, ce qui a entraîné d'importantes pertes, comme le montre l'affaire Khalifa. Les faiblesses des banques publiques, en matière de gestion et de créances non performantes, continuent d'entraver le développement du secteur privé. Les longs délais de traitement des demandes de crédit et l'incapacité d'évaluer la solvabilité des

¹ D.Godih et M.Lazreg, "Réforme et modernisation du secteur bancaire et financier en Algérie : un enjeu majeur face aux défis de l'avenir", revue du droit et sciences sociales : série économique, vol 35, n°2, pp 490-504.

² A.Henni, " La réforme monétaire et financière en Algérie", Confluences Méditerranée, n°71, 2010, pp 27-40.

emprunteurs nuisent à la mobilisation de l'épargne interne et conduisent à une allocation inefficace des ressources financières, freinant ainsi la croissance¹.

Bien que les acteurs économiques soutiennent la libéralisation amorcée en 1990, ils souhaitent encore une intervention de l'État pour les protéger de la concurrence et garantir leur rentabilité. Cette ambiguïté dans le soutien de l'État a retardé le passage à une économie compétitive. Malgré les avancées macroéconomiques des cinq dernières années, il reste encore beaucoup à faire pour atteindre un climat favorable aux investissements, tant pour les résidents que pour les étrangers².

Bien que tous les acteurs économiques soutiennent la libéralisation initiée en 1990 (loi sur la monnaie et le crédit), ils souhaitent toujours que l'État intervienne pour les protéger de la concurrence, tant interne qu'externe, garantissant leur rentabilité. Cet état d'esprit se retrouve largement, même si l'État a décidé de libéraliser l'économie, ses interventions parfois confuses ont maintenu une ambiguïté. Cette confusion dans l'utilisation des ressources publiques a été coûteuse et a retardé le passage à une économie compétitive³.

Malgré tout, d'importants acquis macroéconomiques ont été réalisés au cours des cinq dernières années grâce à des réformes ayant conduit à une stabilisation économique. Ces réformes ont permis l'assainissement des entreprises publiques et le rétablissement des équilibres extérieurs par une politique financière ciblée et coordonnée, englobant la politique budgétaire, monétaire et des taux de change. L'inflation a été maîtrisée, passant de 29 % à 2 % en 2004, les réserves internationales atteignant 30 mois d'importations, et la dette extérieure par rapport au PIB étant réduite de 33 % à 20 %.

Les entreprises publiques, une fois en ordre, ont permis la mise en place d'un plan de relance en 2001, faisant passer le taux de croissance de 2,2 % en 2001 à 6,8 % en 2004. Le taux de chômage a également diminué, passant de 30 % en 2000 à 16 % en 2005. La situation favorable des réserves internationales devrait inciter les autorités à réévaluer les contrôles de change pour faciliter les importations de services, réduire les lourdeurs administratives et améliorer l'efficacité économique.

Il est également essentiel d'examiner la création d'un marché qui faciliterait les échanges commerciaux, protégerait les importateurs et exportateurs contre les variations de taux de change, et mettrait les entreprises en mesure de choisir entre un financement interne et externe. Pour cela, les banques devraient pouvoir conserver des excédents de devises à la fin de chaque journée, jusqu'à un certain pourcentage de leur capital, ce qui leur permettrait de mieux servir leurs clients et contribuerait à stabiliser le marché des devises.

Enfin, l'épargne financière n'a pas progressé au même rythme que la croissance des revenus globaux, en raison de l'inefficacité de la collecte de l'épargne, des performances médiocres du

¹ William C. Byrd, " Contre-performances économiques et fragilité institutionnelle", Confluences Méditerranée, n°45, 2003, pp 27-40.

² K.Boudam et H.Meliani, "quelles visions stratégiques pour la réforme bancaire en Algérie", revue des sciences humaines, n° 7,2005, pp 39-56.

³ F.Bouchelghoum, " Le Système Bancaire Algérien : Un état des Lieux Pour la Période 2009-2017", Revue Algérienne pour la finance islamique, vol 1, n°1, 2023, pp.6-21.

système de paiement, de la croissance du marché informel et du manque de mécanismes pour collecter l'épargne à terme. Il est donc crucial de canaliser l'épargne du secteur formel vers des objectifs productifs, de récupérer l'épargne du secteur informel et de développer une intermédiation financière efficace. Cela stimulera les investissements privés et contribuera à diversifier l'économie. Le secteur bancaire, constitué majoritairement de grandes banques publiques, doit évoluer pour répondre aux besoins d'une économie moderne, en veillant à encourager l'innovation et l'efficacité¹.

Les autorités de régulation et de supervision, ainsi que l'ensemble des pouvoirs publics, ont un rôle clé à jouer pour garantir que les entreprises communiquent des informations comptables et financières conformes aux normes internationales. La qualité de ces informations est essentielle pour permettre aux acteurs économiques de canaliser l'épargne vers les secteurs les plus performants. Un système de paiement efficace est crucial pour le développement d'une économie de marché, le bon fonctionnement des marchés financiers et la confiance des investisseurs et des épargnants. Un système de paiement inefficace favorise l'utilisation du numéraire, entravant ainsi le développement du secteur formel et l'émergence de l'intermédiation financière².

2.1.1 - Les réformes apportées au système bancaire

La loi 90-10³ a permis de séparer la sphère monétaire et bancaire de la sphère réelle, visant à libéraliser les activités bancaires en supprimant la domination des entreprises publiques. Selon cette loi, le crédit doit répondre à des critères commerciaux, et les banques doivent mobiliser l'épargne pour leurs activités. Des transformations ont été réalisées pour ouvrir le secteur bancaire au privé, tant national qu'étranger, afin de créer un système bancaire concurrentiel.

Cependant, les banques préfèrent financer des projets à faible risque, ce qui reflète leur aversion au risque et leur réticence à s'engager dans des projets plus audacieux. La structure des crédits est dominée par des prêts à court terme, et même si les prêts à long terme ont augmenté, ils sont principalement destinés aux entreprises publiques dans des secteurs spécifiques. Pour une réelle croissance économique, il est essentiel d'encourager les banques à prêter à des entreprises productives, en leur offrant des incitations telles que des réductions fiscales.

L'Algérie doit également développer ses marchés financiers pour attirer les investissements étrangers, tout en maintenant la stabilité des variables macroéconomiques. Les investissements étrangers, qu'ils soient de portefeuille ou directs, nécessitent un marché suffisamment profond et diversifié pour susciter l'intérêt des grands gestionnaires de fonds.

La Banque d'Algérie travaille à la création d'une Centrale des bilans pour rassembler des données financières sur les entreprises, ce qui facilitera la notation de crédit et renforcera la capacité des banques à prêter. Pour encourager la croissance économique et la diversification, il est crucial

¹ S.Rekiba, "Le système bancaire Algérien à l'heure de l'adhésion à l'OMC", Revue des sciences humaines, n°34/35, 2014, pp.25-44.

² F.Talahite, " La Réforme Bancaire et Financière En Algérie", CREAD, N°52,2000, pp. 93-122.

³ La loi 90-10 du 14 avril 1990 relative à la monnaie et au crédit du journal officiel n°16 du 18 avril 1990.

d'établir un environnement propice à l'investissement, tant national qu'international, tout en développant les marchés financiers et les structures de collecte d'épargne.

2.2 - Les banques publiques : enjeux de la transition

2.2.1 - Les caractéristiques de la crise bancaire

Les réformes économiques, financières et monétaires, notamment la déréglementation initiée par la Banque d'Algérie dans le cadre de la loi sur la monnaie et le crédit, ont rapidement plongé les banques publiques dans une crise profonde. Cette crise touche plusieurs aspects : la rentabilité, l'organisation et l'intermédiation.

2.2.1.1 - La crise de la rentabilité

La principale source de revenus des banques provenait presque exclusivement de l'activité de crédit, principalement auprès des entreprises publiques. La réglementation prudentielle, qui restreint l'octroi de crédits, couplée aux difficultés financières des entreprises publiques, a mis en évidence la fragilité de ce modèle de rentabilité reposant sur un unique type de crédit. Ainsi ¹:

- Les revenus générés par l'activité de crédit, issus des "marges sur les intérêts débiteurs et créditeurs", sont particulièrement sensibles à une politique monétaire restrictive. Les exigences prudentielles en matière de recapitalisation et de provisionnement dépassent souvent cette marge.
- En tant que banques monopolistiques, elles prélèvent des agios sur les comptes des entreprises publiques, mais cette rente est remise en question par la régulation prudentielle et l'abolition du refinancement automatique. La diversification des sources de revenus devient alors essentielle.

2.2.1.2 - La crise de l'organisation

Les efforts pour améliorer la rentabilité sont entravés par la rigidité et la lourdeur des structures organisationnelles des banques publiques. Ces dernières fonctionnent selon un modèle de banque universelle, mais avec une gestion centralisée, des activités limitées, et dans un marché protégé. L'ouverture à la concurrence rend ce modèle obsolète, rendant nécessaire une décentralisation, une diversification et une spécialisation des activités.

2.2.1.3 - La crise de fonctionnement

L'intermédiation bancaire repose traditionnellement sur la relation directe entre la banque et l'entreprise, ce qui a exclu les syndicats interbancaires. Avec l'introduction des règles prudentielles, cette approche risque de restreindre les activités bancaires orientées vers les projets et les investissements.

2.2.1.4 - Apurement des actifs et redéploiement d'activités

¹ H.Arroudj, " Réforme et modernisation du système bancaire algérien durant la période 1990-2010", thèse de doctorat, université d'Oran 2, année universitaire 2014/2015, p 301.

La transition actuelle entraîne trois problématiques spécifiques pour les banques publiques algériennes :

- L'obligation d'intervenir activement dans l'apurement des créances non productives des entreprises publiques, en raison de leur relation de tutelle ministérielle.
- La nécessité de créer de nouveaux portefeuilles bancables tout en s'adaptant à la mise en œuvre de l'apurement de ces créances.
- L'obligation de se repositionner sur de nouveaux marchés, en réponse à la concurrence, tout en restaurer des portefeuilles pour les rendre viables.

Ce processus vise à rétablir les relations entre banques et entreprises dans un cadre commercial strict d'ici fin 1998, favorisant ainsi une évolution de la tutelle directe vers une nouvelle organisation des relations avec le ministère des Finances.

2.2.1.5 - Les nouveaux créneaux bancaires

Avec l'arrivée de la concurrence privée, les banques publiques doivent intensifier leurs efforts pour élargir leur gamme de services, même si elles doivent d'abord restaurer leurs actifs. Au-delà de leurs activités de base (dépôts, crédits, caisses), elles devront développer d'autres opérations financières, telles que :

- Une filière "titres"
- Des opérations combinées incluant prise de participation, prêts, cautions, etc.
- L'appel public à l'épargne

Le modèle bancaire contemporain vers lequel doit tendre le système bancaire algérien repose sur des pôles intégrés:

- Pôle stratégique: anticiper les évolutions du marché.
- Pôle logistique: fournir les technologies nécessaires à la production bancaire.
- Pôle développement: axé sur les clients et la gestion des risques.
- Pôle filiales et participations: diversifier le groupe avec des activités comme le leasing ou le capital-risque.

Un fonctionnement efficace des banques nécessite une architecture technique avancée, intégrant des systèmes de paiement et des solutions de transfert électronique¹.

2.2.1.6 - La réhabilitation des banques

¹ M.Lellouchi, " Le Redéploiement Bancaire Préconisée pour L'expansion de la Bancarisation en Algérie", revue des recherches économiques, vol 9, n°10, 2014, pp.9-21

Les réformes économiques et monétaires, ainsi que les programmes de stabilisation, ont placé le secteur public économique en crise, notamment en raison de la forte proportion de prêts improductifs (65 % des actifs des banques). Ce secteur, comprenant entreprises et banques, est crucial pour la production intérieure. Ainsi, la stratégie de désengagement de l'État nécessitera un processus de restructuration impliquant solidairement le Trésor, les banques et les entreprises.

2.2.1.7 - L'assainissement financier du Trésor

Les mesures financières initiales ont consisté à transférer des crédits budgétaires aux entreprises pour les rendre éligibles aux conditions bancaires, notamment par l'effacement d'une partie de leurs dettes. Les autorités ont cherché à résoudre le problème en recapitalisant progressivement les banques et en transférant des fonds du Trésor vers les entreprises publiques, principalement par le biais du Fonds d'assainissement créé en 1991.

Cependant, ces mesures se sont révélées insuffisantes pour rétablir les équilibres. La faible productivité des entreprises compromet leur capacité à rembourser les crédits et à utiliser efficacement les ressources transférées par le Trésor. Les injections massives de fonds budgétaires, qui ne s'attaquent qu'aux symptômes des déficits financiers et non aux causes réelles (productivité et rentabilité), se sont avérées inefficaces¹.

Face à l'escalade des coûts de restructuration, les autorités algériennes ont adopté une stratégie visant à préserver la solidité du secteur financier et à restaurer la rentabilité des entreprises publiques dans une économie de marché. En septembre 1996, un dispositif entre banques et entreprises a été mis en œuvre, tandis que le Fonds d'assainissement a cessé ses activités fin 1997².

2.3 - Résultats des réformes

2.3.1 - Bilan économique

Les réformes économiques ont produit des résultats variés. Le bilan du Plan d'ajustement structurel, basé sur le rééchelonnement de la dette extérieure, reste controversé.

Parmi les progrès notables :

- Une inflation réduite à 6 % grâce à une forte restriction de la demande.
- Établissement d'un système de prix basé sur le marché, avec suppression des contrôles.
- Les comptes budgétaires et extérieurs affichent désormais des excédents.
- Désengagement de l'État des activités productives, avec un système bancaire davantage orienté vers le marché, imposant des contraintes budgétaires aux entreprises publiques.

¹ C.Khemissi , " L'expérience algérienne dans le processus d'assainissement financier", revue du chercheur, n°01,2002, pp.15-28.

² Omar Ramdane « L'Algérie sur le chemin des réformes ». Colloque du 18 octobre 2001. Disponible sur le site web: www.senat.fr

En revanche, certains résultats sont contestés :

- Émergence de monopoles privés remplaçant les monopoles publics suite à la déréglementation du commerce extérieur.
- L'activité économique n'a progressé que dans les secteurs spéculatifs, tandis que les secteurs productifs stagnent ou régresse.
- Les transferts de richesses issus des activités spéculatives n'ont pas été réinvestis dans le secteur productif.
- Taux de chômage officiellement estimé à 28 %, avec un tiers de la population vivant sous le seuil de pauvreté. La production intérieure, à l'exception des hydrocarbures, continue de régresser.

Il est à noter que, bien que la stabilisation macroéconomique et l'établissement de mécanismes de marché aient progressé, l'Algérie peine à réaliser d'autres réformes structurelles. De plus, l'investissement direct étranger, essentiel pour moderniser le capital et adopter de meilleures pratiques, a été inférieur aux attentes en raison de troubles civils.

Outre les problèmes de sécurité, un environnement administratif et institutionnel bureaucratique et contraignant complique davantage la situation¹.

2.3.2 - La Réforme Monétaire

Une autorité monétaire indépendante a été légalement établie, chargée de mettre en œuvre une politique monétaire utilisant les outils les plus adaptés pour stimuler la croissance économique tout en évitant des effets inflationnistes. Cette autorité est également responsable de la régulation de l'activité bancaire, en s'assurant d'une réglementation prudentielle rigoureuse et de son application. L'amélioration des instruments et mécanismes de régulation monétaire devrait se concentrer sur deux axes principaux² :

- **Renforcer l'efficacité des instruments indirects de régulation monétaire.**
- **Élargir l'accès au marché monétaire pour inclure davantage d'intervenants, notamment les entreprises, tout en modernisant les outils de gestion pour garantir la disponibilité et la fiabilité des informations, ainsi qu'une exécution rapide des opérations.**³

2.3.3 - Les Effets des Réformes

Les réformes, de manière générale, ont eu un impact limité sur l'organisation et le fonctionnement des banques. Elles n'ont pas suscité le dynamisme de gestion escompté dans des institutions désormais soumises aux règles du marché, ni entraîné les innovations nécessaires à une intermédiation bancaire capable de répondre aux immenses besoins d'une économie en récession

¹ El Hachemi Meghaoui; " L'évolution du secteur bancaire " o.p. cit.

² F.Talahite, " Réformes Et Transformations Économiques En Algérie", Rapport En Vue De L'obtention Du Diplôme Habilitation À Diriger Des Recherches, soutenue publiquement le 29 janvier 2010, p11

³ Fonds monétaire " Algérie : stabilisation et transition à l'économie internationale de marché, Washington, 1998.

depuis plus d'une décennie. Sur le plan organisationnel, la structure des banques algériennes reste celle d'une banque universelle, conservant ses missions traditionnelles de dépôt, de crédit et de caisse, mais caractérisée par une centralisation excessive des fonctions classiques : gestion du crédit, des ressources, du réseau d'agences, des relations internationales, ainsi que des ressources humaines et matérielles.

Pour répondre aux exigences du marché, les banques algériennes doivent diversifier leurs activités, filialiser certaines de leurs fonctions, et décentraliser les décisions. Dans le contexte actuel de transition, elles doivent également favoriser l'émergence de structures d'appui pour soutenir la création et le développement d'entreprises productives, telles que des sociétés d'ingénierie financière et des fonds de placement d'épargne. Par ailleurs, elles doivent mettre en place des structures spécialisées dans l'intermédiation financière directe afin de renforcer leur participation aux opérations d'émissions, de négociations et de cessions de titres sur les marchés financiers.

Cependant, les banques algériennes sont souvent perçues comme lourdes et bureaucratiques. Leur fonctionnement repose sur des systèmes d'information et de décision obsolètes et peu fiables, avec des rénovations limitées à des adaptations tardives à l'évolution technologique. La transformation des méthodes de gestion nécessite une vision stratégique qui fait actuellement défaut. Sur le plan interbancaire, l'intégration des systèmes de transferts et de paiements demeure un objectif crucial pour moderniser le secteur bancaire, contribuant ainsi à une plus grande bancarisation de la population et à une amélioration de la liquidité des banques¹.

2.4 - L'Endettement des Entreprises Publiques

En tant qu'initiative gouvernementale, les réformes se concentrent principalement sur le secteur des entreprises publiques, qui offre de nombreuses opportunités d'intervention étatique. Ce secteur, bien que soumis à un contrôle rigoureux, est en perte de maîtrise. L'allocation centralisée des ressources et la volonté de l'État de réguler strictement les flux économiques ont engendré une situation où, depuis les années 1970, les entreprises publiques souffrent d'une productivité en déclin. Parallèlement, une part croissante des transactions se réalise de manière informelle, échappant à toute réglementation.²

Cette dérive se manifeste de façon particulièrement aiguë sur le plan financier, se traduisant par l'endettement croissant des entreprises publiques. Le financement de ces entreprises est marqué par une volonté étatique de contrôle, interdisant l'autofinancement et permettant au Trésor de procéder à des prélèvements, même lorsque les résultats sont négatifs. De plus, une réglementation restrictive limite le crédit inter-entreprises et commercial, rendant des pratiques telles que le paiement par chèque exceptionnel et nuisant au développement des relations marchandes en Algérie.

Un réseau complexe de créances impayées se crée entre les entreprises, réduisant la capacité de crédit des banques. Le recouvrement de ces créances constitue un obstacle majeur à la restructuration des entreprises publiques, qui continuent d'accumuler des dettes auprès des banques

¹ Essai analytique du rapport " réforme du système bancaire et financier " CNES ; Alger 1998.

² HENNI A, "Essai sur l'économie parallèle, le cas de l'Algérie", collection économie Edition ENAG, 1991, p 45.

et du Trésor. Les mécanismes de financement, comprenant emprunts extérieurs et prêts du Trésor, contribuent à une dépendance à l'endettement à court terme. Les réformes amorcées en 1978, bien que visant à instaurer l'autofinancement, n'ont pas suffi, conduisant à une "pause" dans l'investissement en 1980.

L'autorisation en 1986 de financer les dépenses de fonctionnement par des crédits extérieurs a accentué l'endettement et favorisé la corruption. Parallèlement, le secteur privé a été marginalisé, avec des limitations significatives sur ses capacités d'emprunt et d'accès au financement, décourageant les banques commerciales¹.

2.5 - Les Réformateurs et l'Entreprise Publique

Les réformateurs attribuent ces dysfonctionnements à des distorsions dans l'allocation des ressources et à la segmentation de l'économie entre secteurs public et privé, sans toutefois envisager de démanteler le secteur public. Au contraire, ils visent à le renforcer par l'introduction de la concurrence et des règles de marché. En espérant durcir la contrainte budgétaire sur les entreprises publiques, ils cherchent à rationaliser leur gestion et à accroître leur rentabilité. Leur ambition fondamentale est de les rendre performantes et compétitives tant sur le marché national que régional et international².

Réforme de la Propriété Privée et Accès au Marché

La Constitution de février 1989 garantit la propriété privée, favorisant ainsi l'accès libre au marché et la circulation des capitaux à l'intérieur du pays. Elle abandonne la distinction juridique entre entreprises à capitaux privés et publics, unifiant les règles applicables aux opérateurs économiques. Cela se traduit par un accès libre à toute activité commerciale pour les personnes physiques et morales, la possibilité de passer d'une activité à une autre, l'élimination des monopoles économiques et l'établissement d'un registre de commerce unifié.

L'objectif n'était pas de privatiser les entreprises publiques, mais de les libérer de l'autorité administrative. Désormais désignées comme Entreprises Publiques Économiques (EPE), elles peuvent prendre la forme de sociétés par actions ou de SARL. Cette opération, qui a des implications financières, comptables et juridiques, consiste, après une évaluation de leurs actifs d'exploitation, à constituer le capital de ces entreprises et à le répartir sous forme de parts sociales entre les nouveaux "Fonds de participation". Ces holdings publics récemment créés sont chargés de gérer les titres appartenant directement ou indirectement à l'État. Bien que l'ouverture de ces fonds au capital privé, qu'il soit national ou étranger, ne soit pas formellement exclue, la nécessité de réduire le financement par endettement en faveur d'augmentations de capital par émission de titres laissait présager une ouverture progressive des EPE au financement privé. Toutefois, cela nécessitait d'abord l'établissement d'un marché financier. La création d'une Bourse des Valeurs Mobilières en 1990 s'inscrit dans cette optique.

¹ Benissad M, La réforme économique en Algérie, ou l'indicible ajustement structurel, Alger, OPU, 1991.

² R.Abdoun, " L'économie algérienne à l'épreuve de l'ajustement structurel", revue Naqd, n°4,1993, pp.82-89.

Initialement conçue comme un lieu d'échange pour les Fonds de participation et les titres représentant le capital des entreprises publiques devenues autonomes, cette Bourse devait également accueillir un marché traditionnel pour les titres de sociétés privées, rendant ainsi envisageables de futures privatisations.

Le modèle proposé n'était pas celui d'un financement direct par le marché, mais plutôt d'une intermédiation. La création d'un marché monétaire, ainsi que le nouveau statut d'indépendance de la Banque centrale, soutenaient cette approche. Les banques, les institutions financières d'investissement (qui étaient également envisagées) et les Fonds de participation, tout comme les entreprises publiques, devaient rester sous propriété étatique et intervenir sur le marché financier aux côtés d'autres opérateurs privés¹.

Cependant, la question d'une ouverture future de ce marché au capital international n'était pas abordée. La même année, la "loi sur la monnaie et le crédit" remplaçait la distinction entre national et étranger par celle entre résident et non-résident. Cette nouvelle disposition permettait l'investissement direct des non-résidents en Algérie et celui des résidents à l'étranger, tout en facilitant l'implantation de banques internationales en Algérie. La loi établissait également des conditions pour les transferts avec l'étranger : les capitaux, dividendes, intérêts, revenus et rentes des entreprises ayant investi dans le pays pouvaient désormais circuler librement.

Les réformateurs souhaitaient prendre le temps d'ajuster leur approche à la nouvelle réalité engendrée par ces réformes. Dans un premier temps, leur objectif principal était de réorganiser l'économie et de doter l'État d'instruments de politique économique efficaces. Parallèlement, il était urgent de procéder à une étude approfondie de la dette extérieure et de se donner les moyens de maîtriser son évolution future².

En Algérie, les réformes destinées à faciliter la transition vers une économie de marché ont été initiées il y a plus de vingt ans, mais l'économie demeure fortement dépendante des hydrocarbures. Du point de vue structurel, cette transition n'est pas encore réalisée, la politique monétaire s'appuyant sur des mécanismes où la régulation par les marchés reste marginale. Les imperfections des marchés entraînent une inefficacité de leur fonctionnement, et le taux d'intérêt n'a pas encore été réhabilité dans son rôle de régulateur économique.

Pour avancer, l'Algérie doit réévaluer les réformes précédemment mises en œuvre et concevoir de nouvelles réformes structurelles adaptées à son contexte. Il est crucial de garantir l'indépendance de la banque centrale par rapport à l'exécutif, afin de renforcer sa responsabilité et sa crédibilité. Cela permettra d'élaborer une politique monétaire capable d'influencer la sphère réelle et de contribuer à la croissance économique³.

¹ A.Chriet, " Mondialisation De L'économie Algérienne: Du Big-Push A L'ajustement Structurel", revue des sciences humaines, n°31, 2009, pp.17-36.

² C.Bia, "Les Réformes Monétaires Et Financières Et Leur Impact Sur L'entreprise Algérienne", revue d'économie et statistiques appliquées", n°6,2006, p8.

³ F.Z.Oufriha, " Ajustement structurel, stabilisation et politique monétaire en Algérie", CREAD, n°47,1999, pp.177-194.

Une autre nécessité pour l'Algérie réside dans l'informatisation de tous les secteurs afin de réduire la bureaucratie et de lutter contre le marché parallèle. Il est également essentiel de réorienter les subventions vers les populations qui en ont réellement besoin, tout en instaurant un système fiscal plus équitable¹.

¹ M.Zemouri,, " La portée du succès du post-ajustement dans le cas de l'Algérie", Revue des Sciences Économiques et de Gestion, n°2, 2003,pp.35-67.

Section 03 : Le Marché Financier Algérien : Un état de Développement Limité

Depuis les années 1990, l'Algérie a entrepris plusieurs réformes économiques, en particulier la création d'un marché financier structuré, stable et solide, dans le but de diversifier les sources de financement des entreprises, qui restent largement dominées par le financement bancaire. Le marché financier constitue une composante essentielle du marché des capitaux, facilitant ainsi le financement de l'économie. Les valeurs émises sur ce marché sont négociées à la Bourse, lieu d'émission et d'échange des titres financiers, tels que les actions et les obligations.

En ce sens, le marché des capitaux, initialement limité aux opérations monétaires, a été renforcé par l'établissement de la Bourse des valeurs. Cette création vise à accompagner la transition vers une économie de marché, notamment à travers les opérations de privatisation lancées par l'État depuis 1998. La Bourse joue un rôle crucial dans le développement des économies, tant dans les pays industrialisés que dans ceux en développement, en permettant aux entreprises privées et publiques, ainsi qu'aux collectivités et à l'État, de se procurer des capitaux à moyen et long terme pour leurs investissements. En tant que marché secondaire, elle facilite également la réorganisation financière des grandes entreprises cotées, notamment à travers des alliances, des restructurations, des fusions et des acquisitions.

La Société de Gestion de la Bourse des Valeurs Mobilières (SGBV) est l'unique place boursière en Algérie. Toutefois, elle demeure l'une des plus petites bourses au monde, avec seulement cinq valeurs cotées et une capitalisation boursière de 45 milliards de DA en 2017. Dès lors, pourquoi le marché financier algérien peine-t-il à se développer ?

Pour répondre à cette question, une hypothèse émerge : la faiblesse du tissu économique algérien, illustrée par un nombre insuffisant de créations d'entreprises par rapport aux objectifs fixés par les pouvoirs publics.

3.1 - L'Importance d'un Marché Financier

L'Algérie, en adoptant depuis 1967 un mode de régulation administrée de l'économie, a rapidement constaté les limites de ce système : surcoûts des projets, pénuries de biens, développement du marché parallèle, politique de crédit laxiste et endettement extérieur. Ces enjeux ont poussé les pouvoirs publics à lancer, à partir de 1988, des réformes structurelles visant à accorder plus d'autonomie aux entreprises publiques, à libéraliser les prix et le commerce extérieur, à encourager les investissements étrangers, à privatiser certaines entreprises publiques, et à rééchelonner la dette extérieure en accord avec un programme d'ajustement structurel proposé par le FMI.

Ces réformes étaient censées accélérer le passage de l'économie algérienne vers un modèle de marché. Cependant, alors que le trésor jouait un rôle central dans le financement des investissements à travers la Banque Algérienne de Développement (BAD) et les banques commerciales, cette dynamique a changé depuis 1988/1989. Le trésor a commencé à se désengager du financement des investissements productifs, laissant la responsabilité de la prise de décisions sur les projets d'investissement aux organes des entreprises publiques.

Le nouveau cadre économique a offert aux entreprises publiques diverses options de financement, notamment l'autofinancement, les crédits bancaires, et des interventions de soutien, comme la bonification des taux d'intérêt ou le recours au marché financier. Cependant, il est difficile pour ces entreprises de générer des profits suffisants pour autofinancer leurs opérations dans un contexte concurrentiel marqué par de fortes pressions sur les marges bénéficiaires (charges fiscales, financières et sociales).

Le recours aux crédits bancaires est également problématique. Les banques, désormais orientées vers la commercialité, se montrent prudentes dans l'octroi de crédits en raison des difficultés à mobiliser l'épargne et des risques associés. De plus, les conditions d'accès au refinancement pour les banques commerciales sont devenues plus strictes, limitant le financement à long terme et rendant le réescompte à moyen terme plus contraignant¹. Les montants de financement sont désormais plafonnés et les banques doivent respecter un ensemble de ratios.

Face à cette situation, la faiblesse des ressources bancaires, les restrictions imposées par le contrôle des banques et le désengagement du trésor dans le financement des investissements plaident en faveur de la création d'un marché financier en Algérie. Ce marché, bien qu'encore inexistant, est crucial pour compléter et diversifier les sources de financement dans le processus de transition vers une économie de marché.²

Les réformateurs avancent plusieurs arguments en faveur de l'établissement d'un marché financier en Algérie³:

- La modernisation de la gestion de la dette publique, rendue nécessaire par la réglementation stricte imposée au trésor public pour combler ses insuffisances de recettes, nécessitant l'adoption de nouvelles techniques de collecte de l'épargne.
- La mobilisation de l'épargne à long terme et son orientation vers des investissements productifs.
- La possibilité pour les entreprises de mettre en place des politiques d'appel public à l'épargne, renforçant ainsi leurs fonds propres et améliorant leur structure financière.
- Le marché financier constituerait une alternative pour les épargnants, qui utilisent actuellement leur capital dans des placements immobiliers ou des activités spéculatives dans le secteur informel.
- Il offrirait un cadre propice aux opérations de redéploiement et de restructuration industrielles (fusions, absorptions...).

¹ F.Guendoul et W.Iguergaziz, " Analyse du Secteur Bancaire Algérien : Un Secteur Mal-développé, dans une économie à Fort Besoin de Financement", Revue de l'économie, capital et affaires, vol 8, n°1, 2023, pp.1069-1086.

² Y. Debboub. « Le nouveau mécanisme économique en Algérie », OPU, 2000, P.158.

³ Le rapport de présentation accompagnant le projet du décret législatif n° 93-08 relatif à l'organisation de la Bourse des valeurs mobilières.

- D'autres avantages incluent la stimulation de l'innovation financière et l'attraction de l'épargne étrangère, ce qui encouragerait les investisseurs à réduire le rapatriement de leurs capitaux et à accroître les investissements au bénéfice de l'économie nationale.
- Enfin, la création d'un marché financier favoriserait l'émergence d'un actionnariat privé grâce à l'ouverture du capital des entreprises publiques¹.

3.2 - Stratégies des Acteurs et Perspectives de Reprise du Marché

La COSOB (Commission d'Organisation et de Surveillance des Opérations de Bourse) a lancé en 2009 un plan de modernisation du marché dans le but de le revitaliser. Toutefois, cette modernisation pourra-t-elle répondre aux besoins de financement sans une réelle libéralisation du marché ? La construction d'un marché efficace doit intégrer à la fois les opérations à court et long terme, ainsi que les transactions au comptant et à terme, tout en impliquant l'ensemble des acteurs, qu'ils soient financiers ou non, nationaux ou étrangers.

Pour relancer le marché financier, il est essentiel de prendre en compte tous les intervenants: les animateurs de l'offre et de la demande, les intermédiaires, ainsi que les produits financiers proposés. Une revitalisation sérieuse ne peut reposer sur un seul type de financement. Depuis 2007, les conditions actuelles présentent une barrière qui n'est pas due à un manque d'offre ou de demande, mais plutôt à la question des fonds propres. En effet, pour que les entreprises puissent emprunter à moyen et long terme, il est nécessaire de mobiliser des ressources propres en parallèle.

Ainsi, pour assurer sa pérennité, le marché ne doit pas se limiter aux seules obligations. Deux mesures complémentaires pourraient être envisagées:

1. **Soutien aux Sociétés en Croissance:** Le marché financier devrait d'abord s'orienter vers les entreprises en expansion. Les grandes entreprises privées algériennes possèdent un potentiel significatif pour le marché boursier, tant pour les capitaux propres que pour le crédit. L'introduction en bourse d'une partie du capital des grandes sociétés familiales, qui sont à un tournant de leur existence, permettrait non seulement d'accroître leur liquidité, mais aussi d'assurer leur pérennité en cas de départ de leur créateur.

2. **Privatisation Partielle des Entreprises Publiques:** La privatisation, qu'elle soit totale ou partielle, est essentielle pour adapter l'économie. Les expériences de transition réussies s'appuient sur cette complémentarité. Une comparaison avec les marchés financiers des pays voisins montre que la capitalisation boursière repose principalement sur des secteurs porteurs².

Ces deux initiatives permettraient aux entreprises de bénéficier de ressources propres auprès des agents économiques (entreprises, ménages) et de créer des liens au-delà des relations commerciales traditionnelles. Le rôle des banques en tant qu'intermédiaires sera déterminant pour assurer la liquidité et la gestion des comptes. La transformation du système bancaire, en

¹ Youcef DEBBOUB, O.P.Cit p.159.

² Ben Brahim, L'évolution des marchés financiers en Afrique du Nord et de l'Ouest - Analyse Financière, 2010, p. 35.

diversifiant au-delà de la mono-banque, est cruciale pour le développement du marché des titres. La généralisation du modèle banque-assurance démontre que cela est réalisable.

En attendant le développement d'un plus grand nombre d'intermédiaires en opérations de bourse (IOB) indépendants, les banques publiques restent un acteur clé du marché financier à moyen terme. Pour participer activement à ce marché, elles devront combler leurs lacunes en matière de ressources humaines capables de gérer des portefeuilles. La diversité des acteurs contribuera à une plus grande transparence et concurrence sur le marché.

La dynamique du marché dépend également des organismes concernés et de leur capacité à accomplir leurs missions. Par exemple, le dépositaire central des titres (Algérie Clearing) gère les volumes de transactions et assure la compensation, tout en déterminant le système de cotation et la forme des valeurs mobilières. L'action de la COSOB doit se concentrer sur la promotion d'un marché actif et organisé, gage de dynamisme et de transparence. Enfin, la qualité de la gouvernance des entreprises est essentielle ; le marché ne pourra répondre à leurs besoins financiers que si elles adoptent une attitude ouverte et transparente. Les investisseurs, quant à eux, restent vigilants sur la protection de leurs droits, et les marchés les plus dynamiques se trouvent souvent dans des pays où ces droits sont défendus avec vigueur. ¹

3.3 - Cadre Institutionnel et Fonctionnel du Marché Financier Algérien

Le fonctionnement d'un marché financier nécessite plusieurs éléments clés:

- Des structures organiques de base, comprenant une instance de réglementation et de surveillance, une institution boursière (Bourse), des intermédiaires financiers, un dépositaire central des titres, des teneurs de compte, et une chambre de compensation.
- La diversité des intervenants sur le marché, qu'ils soient offreurs ou demandeurs de capitaux.

3.3.1 - Les Émetteurs

Les émetteurs sont des personnes morales qui font appel public à l'épargne pour financer leurs activités. Pour exercer ce droit, ils doivent respecter des obligations d'information, garantissant ainsi aux investisseurs une prise de décision éclairée. En Algérie, les émetteurs potentiels sur le marché obligataire et des actions incluent:

- **L'État:** Les bons du trésor, par exemple, constituent des instruments clés sur le marché obligataire émergent.
- **Les entreprises:** Certaines entreprises publiques, comme SONATRACH et SONELGAZ, peuvent émettre des obligations. Avec l'ouverture de leur capital à des investisseurs privés, ces entreprises pourront également jouer un rôle sur le marché des actions. Les entreprises privées peuvent émettre des titres de capital à condition d'ouvrir leur capital, ce qui nécessite un changement de statut pour de nombreuses sociétés actuelles, souvent des SARL. Cependant, la

¹ Les cahiers du CREAD n°101-2012.

nature familiale de ces entreprises et la réticence à partager profits et contrôle sont des freins potentiels.

- **Les banques commerciales publiques:** Elles pourraient également être des émetteurs sur le marché obligataire.

3.3.2 - Les Investisseurs

Les principaux investisseurs potentiels comprennent:

- Les compagnies d'assurance et les caisses de retraite.
- Les entreprises privées et publiques.
- Les particuliers et ménages, notamment les cadres supérieurs et les professions libérales, qui détiennent des liquidités et souhaitent investir dans des titres financiers pour diversifier leurs placements.
- Les organismes de placement collectif en valeurs mobilières.

Une fois les structures de base du marché financier définies et les investisseurs et émetteurs identifiés, il est pertinent de présenter les différentes catégories de titres définies par la législation algérienne.

3.3.3 - Les Produits Financiers

La législation algérienne prévoit plusieurs types de valeurs mobilières classiques, notamment¹:

- **Valeurs mobilières représentant un droit de propriété:** actions, certificats d'investissement et certificats de droit de vote.
- **Valeurs mobilières représentant un droit de créance:** titres participatifs et obligations.
- **Valeurs mobilières à caractère mixte:** obligations convertibles en actions, obligations avec bons de souscription.
- **Organismes de placement collectif en valeurs mobilières (OPCVM):** SICAV et FCP.

Enfin l'existence d'un cadre législatif et réglementaire fixant les normes d'accès et de fonctionnement du marché:

3.3.3.1 - Admission des Titres en Bourse

L'introduction d'une entreprise en Bourse lui offre divers avantages, parmi lesquels²: la facilitation de la transmission de ses actifs, le désengagement de certains partenaires, l'amélioration de sa

¹ Le décret exécutif n° 91-170 du 28 mai 1991 déterminant les différentes formes de valeurs mobilières ainsi que les conditions de leur émission

² M.G Darmon. « Le droit de l'introduction en bourse ». Ed Revue Banque. Paris. 2003, p.16/24.

J.Hamon, B.Jacquillat. « La bourse Ed que sais-je? » Paris.2011, p.3/26.

notoriété à l'échelle nationale et parfois internationale, une performance accrue, la diversification et l'augmentation de ses sources de financement, ainsi que la facilitation de la prise de contrôle ou de fusion avec d'autres sociétés. Elle permet également une meilleure valorisation de ses titres. Cependant, cette opération est complexe et coûteuse, ne se limitant pas à un simple mécanisme de financement, mais relevant d'un appel public à l'épargne, régi par la législation en vigueur¹. Ainsi, pour faire admettre ses titres à la cotation, une entreprise doit satisfaire à plusieurs conditions:

- **Conditions d'admission sur le marché principal:**
 - Être une société par actions, conformément au code de commerce.
 - Posséder un capital minimum de 500 millions de DA.
 - Justifier d'une existence d'au moins deux ans.
 - Avoir publié des états financiers certifiés des trois exercices précédents.
 - Présenter deux bilans approuvés par l'assemblée générale des actionnaires.
 - Avoir réalisé des bénéfices au cours de l'exercice précédent la demande d'admission.
 - Justifier de la mise en place d'une cellule d'audit interne au cours de l'exercice suivant l'admission.
 - Les actions concernées par la demande d'admission doivent être entièrement libérées.
 - Justifier du dépôt de titres auprès du dépositaire central pour bénéficier de ses services de conservation, d'administration, et de règlement.
 - Présenter un rapport d'évaluation des actifs.
 - Diffuser un nombre de titres représentant au moins 20 % du capital total de la société.
 - Les titres offerts au public doivent être répartis entre un minimum de 150 actionnaires au moment de l'introduction.
 - Soumettre un projet de notice d'information conforme aux conditions fixées par l'autorité du marché financier pour approbation².

¹ Pour l'Algérie il s'agit du code de commerce, du décret législatif n° 93-10 du 23/05/1993, modifié et complété, relatif à la bourse des valeurs mobilières ; du règlement COSOB n° 96- 02 du 22/06/1996, relatif à l'information à publier par les sociétés et organismes faisant appel public à l'épargne lors de l'émission de valeurs mobilières ; l'instruction COSOB n° 97-03 du 30/11/1997 portant application du règlement cité ci-dessus.

² Instruction COSOB n° 97/03 du 18 novembre 1997 relatif au règlement général de la bourse des valeurs mobilières.

- **Cotation des Titres:**

Le marché financier secondaire permet d'établir le prix des titres grâce à la confrontation des offres et des demandes. Le marché boursier algérien est structuré par des ordres, ce qui signifie que les prix se forment en fonction de l'ensemble des ordres d'achat et de vente lors des séances de Bourse. Le cours d'un titre est déterminé par cette confrontation centralisée, garantissant un prix « juste » (fixing) pour tous les intervenants, indépendamment de l'ampleur des transactions. Dans un système de cotation par fixing unique, les négociations se concentrent sur un titre à la fois, et les titres peuvent rencontrer des problèmes de liquidité¹.

3.4 - Contribution d'un Marché Financier Efficace au Financement de l'Activité Économique

Pour réduire sa dépendance à la rente pétrolière et diversifier ses ressources de financement, actuellement centrées sur le canal bancaire, un marché financier efficient constitue une alternative intéressante.

3.4.1 - Efficience des Marchés Financiers

La théorie de l'efficience des marchés, formulée par Eugène Fama dans les années 60-70, postule que sur un marché suffisamment développé, tous les acteurs disposent des mêmes informations et réagissent rapidement et adéquatement. Ainsi, aucun investisseur ne peut réaliser des gains substantiels pour un même niveau de risque en tirant parti des imperfections du marché. En d'autres termes, "battre le marché" sur le long terme serait impossible, car les prix des titres reflètent la valeur fondamentale des entreprises émettrices. Fama définit un marché efficient comme celui où les prix intègrent immédiatement toutes les informations disponibles².

Cette théorie repose sur certaines conditions, notamment la rationalité des investisseurs, qui doivent chercher à maximiser leur utilité. Il est également essentiel que l'information soit accessible sans coût additionnel, que les coûts de transaction soient minimes, et que la liquidité du marché soit présente, ce qui implique qu'aucun investisseur ne doit pouvoir influencer le marché par une simple intention d'achat ou de vente. Néanmoins, cette définition rigide a incité des chercheurs à proposer des approches plus flexibles, comme celle de Jensen, qui stipule qu'un marché est efficient si aucun profit économique ne peut être réalisé sur la base d'un ensemble d'informations.

L'efficience des marchés financiers peut être appréhendée sous trois dimensions:

- **Dimension opérationnelle:** Liée aux coûts et aux conditions d'accès aux marchés.
- **Dimension allocationnelle:** Relatif à la manière dont les capitaux sont alloués en fonction de l'offre et de la demande.

¹ Euronext-Paris-actions, ainsi que XETRA à Francfort, NYSE, la Bourse Tokyo par exemple ont adopté un modèle de marché dirigé par les ordres.

² FAMA, E, Efficient capital markets: A review of theory and empirical work. Journal of Finance, 1970, p.389.

- **Dimension informationnelle:** Concernant l'intégration des informations dans la formation des prix.

Ces dimensions sont interdépendantes, chaque condition nécessitant le respect des autres. Fama distingue également trois niveaux d'efficacité informationnelle: faible, semi-forte et forte, chacun étant évalué par des tests empiriques. La plupart des études ont pu valider, totalement ou partiellement, ces trois formes d'efficacité¹.

3.4.2 - Contribution d'un Marché Efficace au Financement de l'Activité Économique

Selon Levine (1997)², le système financier atténue les frictions du marché, principalement en matière de coûts de transaction et d'acquisition d'informations. Il facilite ainsi l'allocation des ressources à travers plusieurs mécanismes:

- **Mobilisation de l'épargne:** Le marché financier permet de canaliser l'épargne des ménages vers des investissements rentables, ce qui stimule l'efficacité et la croissance économique.
- **Accès à une meilleure information:** La transparence exigée des entreprises cotées permet aux investisseurs de surveiller et d'allouer leurs ressources de manière judicieuse.
- **Contrôle sur les entreprises:** Un marché efficace contribue à aligner les intérêts des actionnaires et des gestionnaires, réduisant les conflits d'intérêts.
- **Liquidité:** Essentielle à l'efficacité, la liquidité permet aux investisseurs de vendre rapidement leurs titres, facilitant ainsi le financement de projets à long terme sans perdre leur capacité de convertir leurs actifs en liquidités.
- **Diversification du risque:** Un marché qui permet aux investisseurs de diversifier leurs portefeuilles favorise l'accumulation de capital et le financement de projets rentables.

Pour l'Algérie, la mise en place d'un marché financier efficace aurait des retombées positives sur l'ensemble de ces aspects, comme résumé dans le tableau ci-après.

3.5 - Le Développement du Marché Boursier en Algérie

La présence d'un marché boursier permet aux dirigeants d'une entreprise de remplacer un ensemble d'informations faciles d'accès, comme les cours boursiers, par des données plus difficiles à obtenir, telles que les préférences et attentes des actionnaires. Ainsi, un marché financier organisé favorise une séparation efficace entre la propriété et la gestion des entreprises³.

La Bourse constitue un moyen crucial pour renforcer les fonds propres d'une entreprise. Une entreprise en forte croissance nécessite des fonds propres, qu'elle ne peut pas financer uniquement

¹ JENSEN, M, Some Anomalous Evidence Regarding Market Efficiency. Journal of Financial Economics, 1978, p.96.

² LEVINE, R, Financial development and economic growth: views and agenda. Journal of Finance, N°35, 1997, pp.688-726.

³ Bodie Z, Merton R, Finance 3 édition. Pearson Education, Paris, 2011.

par l'endettement. Les banques peuvent refuser de prêter si le niveau d'endettement est jugé trop élevé. De plus, un excès de dettes rend l'entreprise vulnérable, exposant ainsi les actionnaires à des pertes en cas de difficultés économiques. Il est donc essentiel de trouver un équilibre sain entre fonds propres et dette. Bien que l'ouverture du capital soit un pas difficile, les craintes et les barrières psychologiques peuvent être surmontées grâce à une bonne gouvernance d'entreprise, qui clarifie les droits et obligations des propriétaires et des gestionnaires. Cela permet également d'établir des processus pour partager la propriété de l'entreprise.

Pour l'économie, les avantages sont multiples. Premièrement, cela aide à orienter l'épargne vers des secteurs productifs comme les entreprises. Deuxièmement, le développement économique nécessite des entreprises avec des visions durables. Enfin, les exigences de bonne gouvernance et de transparence liées à la cotation en Bourse peuvent favoriser la transition vers une économie plus formelle, en particulier dans des secteurs clés.

3.5.1- Le développement de la bourse

Le Décrets exécutifs n° 91-169, 170 et 171 du 25 mai 1991¹, complétés par Décret législatif n° 93-10 du 23 mai 1993, modifié et complété par la loi n° 03-04 du 17 février 2003 relative à la bourse des valeurs mobilières² institue la bourse d'Alger qui s'ouvre en 1999. La loi met en place³

La Commission d'organisation et de surveillance des opérations de bourse (COSOB), autorité de régulation opérationnelles depuis 1996

- la société de gestion des valeurs mobilières (SGBV), entité opérationnelle ;
- Algérie Clearing, société par actions créée en 2002 par les banques publiques dépositaire central des titres dématérialisés, entrée en activité en 2004.

Outre les dispositions législatives contenues dans la loi boursière, la COSOB a édicté une réglementation substantielle pour réguler le marché boursier dans toutes ses composantes (appel public à l'épargne, statut des intermédiaires en opérations de Bourse, statut des organismes de placement collectif en valeurs mobilière –SICAV et FCP- statut des émetteurs, l'information financière obligatoire et périodique, le dépositaire central, les comptes, conservation des titres, etc.) L'ouverture du marché secondaire à la négociation en 1998, au niveau de la bourse d'Alger, s'est traduite par l'introduction de trois entreprises publiques en Bourse: Eriad- Sétif, Saidal-Alger, EGT Aurassi. Les trois entreprises avaient ouvert 20% de leur capital social au grand public et aux agents institutionnels de la Place d'Alger⁴.

Cela devait ouvrir la voie à un développement rapide par une politique active de privatisation. Cette expérience de privatisation des entreprises publiques par le marché financier n'a pas été poursuivie. En effet de 2003 à 2008, un programme de privatisation d'un nombre important

¹ Décrets exécutifs n° 91-169, 170 et 171 du 25.05.1991

² Décret législatif n° 93-10 du 23.05.1993, modifié et complété par la loi n° 03-04 du 17.02.2003 relative à la bourse des valeurs mobilière.

³ Temmar, H. A. L'économie de l'Algérie 1970-2014: Le système économique, la transformation du cadre de fonctionnement de l'économie nationale, 2015, p. 154.

⁴ Ibid. p. 154-155

d'entreprises, filiales et d'unités de production de biens et de services, s'est déroulé en dehors de la bourse d'Alger¹.

Eriad-Setif a été cédée de gré à gré et a été retirée de la cote en 2010 ; sont donc restés Saïdal et EGT El Aurassi, entreprises publiques auxquelles s'ajouteraient trois entreprises privées: Alliance Assurance, Biopharm et NCA Rouïba en 2015.

Le Marché boursier est aussi ouvert aux résidents qu'aux non résidents. Pour les investisseurs étrangers, la banque d'Algérie a promulgué un règlement (n° 2000-04) relatif aux mouvements des capitaux aux titres des investissements de portefeuille des non résidents qui autorise ces derniers à acheter librement des valeurs mobilières cotées. L'article de ce règlement garanti le transfert des revenus (dividendes et intérêts) produits par les investissements de portefeuille des non-résidents. De nouvelles dispositions incitatives ont été prises par la loi de finance pour 2010 afin de développer le marché et les opérations de Bourse. Les produits et les plus-values de cession des actions et titres assimilés dans le cadre d'une opération d'introduction à la bourse, sont exonérés de l'impôt sur le revenu global (IRG) ou de l'impôt sur le bénéfice des sociétés (IBS), et sont aussi exemptés des droits d'enregistrement.²

Il est vrai que le marché des valeurs reste modeste dans la plus part des pays en développement et notamment les pays au sud de la Méditerranée, mais il a eu tendance à occuper une place de plus en plus significative dans la mobilisation de l'épargne institutionnelle et populaire. Avec trois titres publics et une capitalisation boursière de 0,22%, l'Algérie est loin derrière le Maroc ou la Tunisie (capitalisation de 13% et une cinquantaine de titre dans chaque pays) et plus loin, l'Egypte (capitalisation 40% et 1072 entreprises cotées).

Ceci est vrai pour certains pays en développement mais, en Algérie, l'explication peut se trouver dans la politique d'intervention massive de l'Etat sur le marché de l'investissement en faveur des entreprises, créant ainsi une situation d'éviction en ce qui concerne le marché financier. Ce qui a amené le marché à se mettre sur une trajectoire qui en a fait essentiellement un marché obligataire non pas « corporate » mais largement dominé par les titres du trésor³.

3.5.2 - Le Développement du Marché Obligataire

Depuis 2004, le marché obligataire a connu une expansion rapide. Les entreprises, qu'elles soient publiques ou privées, privilégient le financement via des emprunts obligataires d'une durée de 2 à 12 ans, auprès des agents institutionnels et du grand public. Cela leur a permis de lever un montant total de 145 milliards de D.A, en plus de 14 lignes d'obligations du trésor (OTA) avec des échéances de 7, 10 et 15 ans, négociées par les sociétés de valeur de titres (SVT) et les intermédiaires en opérations de Bourse (IOB) pour leurs propres comptes et ceux de leurs clients⁴.

¹ TEMMAR, H. A. (2015), O.P.Cit p. 155.

² TEMMAR, H. A. (2015),O.P.Cit p. 156.

³ TEMMAR, H. A.. L'économie de l'Algérie 1970-2014: Le système économique, la transformation du cadre de fonctionnement de l'économie nationale. Op, Cit. 2015,p. 156

⁴ TEMMAR, H. A. (2015). L'économie de l'Algérie 1970-2014: Le système économique, la transformation du cadre de fonctionnement de l'économie nationale. Op, Cit. p.156-157

En 2009, le groupe Dahli et l'entreprise ETRHB ont tenté, avec des succès variés, de rejoindre ce marché qui compte environ quarante émissions. Ils ont suivi l'exemple de sociétés comme Cevital et EEPAD. Cependant, le marché reste dominé par de grandes entreprises publiques telles que Sonatrach, Sonelgaz, Air Algérie et Algérie Telecom, ainsi que par la Société de Refinancement Hypothécaire (SRH) ¹..

À la fin de 2011, le montant total levé s'élevait à environ 209 milliards de D.A (environ 2 milliards d'euros), dont 84 milliards de D.A étaient cotés en bourse. Une analyse des deux segments du marché, actions et obligations, révèle plusieurs facteurs expliquant la faiblesse du marché financier et son incapacité à se développer ²:

- **Statut des entreprises privées:** Seules les sociétés par actions sont éligibles pour entrer en bourse, alors que la majorité des entreprises privées en Algérie sont de nature familiale.
- **Comportement des entreprises:** Beaucoup d'entre elles évitent de se conformer aux règles de transparence exigées par le marché. Seulement 53 % des entreprises disposent de comptes audités, ce qui les pousse à fuir le marché pour éviter une exposition accrue de leurs bilans financiers.
- **Environnement économique et réglementaire:** Les conditions actuelles ne sont pas favorables au développement des marchés de titres.
- **Problèmes techniques:** Le marché a connu des dysfonctionnements, entravant l'entrée de nouvelles entreprises. L'échec des initiatives du groupe Dahli et les difficultés rencontrées par l'assureur Alliance Assurance montrent clairement des problèmes structurels liés au fonctionnement du marché financier et à l'économie nationale, dissuadant d'autres entreprises de s'engager, malgré les incitations fiscales.
- **Cadre juridique et réglementaire:** Une révision complète des lois et procédures est nécessaire pour favoriser une véritable culture de libre entreprise. Les soutiens financiers, comme l'exonération d'impôts sur les dividendes et les plus-values boursières pendant cinq ans, ne suffisent pas.

Face à ce constat, et pour relancer la croissance, le gouvernement a décidé de déployer des fonds d'investissement d'État et de lancer un projet de modernisation de la Bourse³..

3.6 - Les Obstacles au Développement du Marché Financier Algérien

Comme souvent observé dans les marchés d'Afrique du Nord, la Bourse souffre d'une méconnaissance des avantages qu'elle offre. De nombreuses entreprises familiales ignorent les mécanismes et le fonctionnement du marché, ce qui les rend réticentes à s'y engager. D'autres obstacles incluent:

¹ TEMMAR, H. A. (2015). L'économie de l'Algérie 1970-2014: Le système économique, la transformation du cadre de fonctionnement de l'économie nationale, Op, Cit. p. 157.

² Ibid, p. 158.

³ TEMMAR, H. A. (2015). L'économie de l'Algérie 1970-2014: Le système économique, la transformation du cadre de fonctionnement de l'économie nationale, Op, Cit. p 158.

- **Privatisation des entreprises publiques:** Plus de 1400 établissements à restructurer depuis le début des années 90, souvent en dehors du marché financier.
- **Découragement des investisseurs étrangers:** Ceux-ci sont rebutés par le manque de transparence et de performances des entreprises publiques.
- **Statut juridique des entreprises:** La plupart des entreprises algériennes sont des SARL, et très peu adoptent le statut de SPA.
- **Environnement et climat d'affaires défavorables.**
- **Échecs des programmes de mise à niveau des PME.**
- **Économie informelle:** Cela nuit à la confiance des épargnants et des investisseurs.
- **Capacités d'absorption limitées du marché.**

3.7 - Recommandations pour le Développement du Marché Financier en Algérie

Pour promouvoir le développement du marché financier en Algérie, plusieurs mesures doivent être envisagées:

- **Lancer un plan de communication:** Sensibiliser les opérateurs économiques et le grand public sur les avantages de la Bourse¹.
- **Créer un compartiment pour les PME:** Offrir des conditions d'émission et d'admission moins rigoureuses, car le marché actuel ne connaît aucune activité dans ce domaine².
- **Introduire de nouveaux titres financiers:** Encourager l'ouverture ou l'augmentation de capitalisation de certaines entités publiques.
- **Inciter les entreprises privées:** Mettre en place des mesures favorables, notamment des avantages fiscaux, pour les encourager à recourir au marché.
- **Soutenir les sociétés de capital-risque:** Faciliter la sortie des investisseurs via la Bourse.
- **Promouvoir la création d'organismes de placement collectif:** Les SICAV monétaires et obligataires peuvent améliorer la liquidité des valeurs mobilières cotées.
- **Réserver l'exonération fiscale aux valeurs mobilières cotées.**
- **Renforcer les compétences des intervenants:** Former les agents dans les métiers liés aux titres financiers, comme la gestion de portefeuille et l'intermédiation boursière.

¹ Bilan d'activité de la SGBV, 2014, p.3.

²Le marché des PME a été créé par le règlement COSOB n°1201 du 12 janvier 2012 modifiant et complétant le règlement 9703 du 18 novembre 1997 relatif au règlement général de la bourse des valeurs.

- **Moderniser les systèmes de négociation et de gestion des titres:** Améliorer le contrôle, la supervision et le traitement des informations financières fournies par les émetteurs.

Dans le cadre de cette étude, nous définissons le marché financier algérien comme englobant le marché des valeurs mobilières (la Bourse) et le marché obligataire, c'est-à-dire le marché des capitaux. Le développement de ce dernier est un axe fondamental pour le progrès financier de l'Algérie. Cependant, malgré un cadre législatif et réglementaire conforme aux normes internationales, les structures institutionnelles régissant le marché des capitaux n'ont pas encore permis de lui donner une existence affirmée. L'État demeure l'acteur principal sur ce marché.

Le développement de nos marchés financiers, tout comme celui de notre économie, nécessite des efforts soutenus et de long terme. Toutefois, des résultats tangibles peuvent émerger si l'on crée une dynamique proactive et si l'on fait preuve d'une volonté adéquate face aux enjeux.

Conclusion

Il est légitime de se demander si une bourse de valeurs peut réellement prospérer dans une économie comme celle de l'Algérie, marquée par de nombreux dysfonctionnements et déséquilibres. Le rôle du marché ne se limite pas à financer l'économie ; il influence également les comportements des acteurs économiques. Au-delà de son rôle de financement pour la croissance des entreprises, le marché financier facilite divers types d'opérations en capital, telles que les prises de participation, ainsi que les fusions et acquisitions. Par ailleurs, de nombreuses transactions financières ne passent pas par la bourse.

Le marché impose une pression constante sur la gestion et la gouvernance des entreprises cotées. En effet, il intègre déjà des informations sur la manière dont une société est gérée, son positionnement par rapport à la concurrence, et ses perspectives d'avenir.

L'Algérie doit établir un marché financier qui reflète son envergure nationale, régionale et internationale. Cela nécessite la mise en place des conditions opérationnelles et techniques appropriées pour les transactions sur les valeurs mobilières, afin de faciliter l'ouverture du capital des entreprises publiques et privées constituées sous forme de sociétés par actions, tout en mobilisant l'épargne pour un financement direct des investissements.

Actuellement, la bourse d'Algérie peine à attirer suffisamment d'entreprises pour représenter de manière significative l'économie, en raison d'une faible capitalisation boursière et d'une réticence des opérateurs économiques, tant publics que privés, à abandonner les modes de financement traditionnels, notamment bancaires.

Les réformes doivent dynamiser le marché et renforcer la confiance des investisseurs. Une clarification de l'environnement réglementaire permettra aux acteurs du secteur privé de prendre conscience des avantages liés à une présence sur le marché boursier, ce qui pourrait conduire à des résultats visibles à moyen terme. Les efforts du gouvernement pour vendre des actions de certaines entreprises publiques sont cruciaux ; le succès de ces opérations pourrait considérablement améliorer les perspectives de la bourse dans les années à venir.

L'absence de culture boursière constitue un obstacle au développement du marché financier. Comme le souligne Jean-Luc Pinatton, « notre pays souffre d'un manque de culture financière, contrairement au monde anglo-saxon ou asiatique, où la culture est davantage axée sur l'intermédiation bancaire »¹. De plus, le faible nombre d'entreprises créées en tant que sociétés par actions entrave le développement du marché, car l'accès à celui-ci est conditionné par ce statut juridique. Pour celles qui ont fait le saut, l'absence d'animation du marché entraîne des attentes d'investissement axées non seulement sur le rendement, mais aussi sur l'appréciation de leur titre. Enfin, la construction d'une économie fiable repose sur un marché financier solide.

¹ La bourse en claire, Jean-Pierre Deschanel, 2ème édition, ellipses, p.16.

Chapitre IV:

**Impact de la politique de
financement sur la
performance financière,
étude empirique sur les
entreprises publiques
économiques**

Introduction du chapitre

La problématique relative aux choix de financement et la structure financière des entreprises publiques économique et sa relation avec leur performance financière prend une place prépondérante dans l'économie nationale, vu que la performance de des entreprises publique assure une meilleure mobilisation des fonds publics investis.

Dans ce contexte, l'objectif de la présente étude est d'analyser l'impact de la politique de financement des entreprises publiques économiques sur la performance financière. A cet effet, l'objectif de ce dernier chapitre, en premier lieu, est de présenter une revue de littérature des études empiriques déjà effectuée portant sur les relations d'influence entre les politiques de financement et la performance financière des entreprises. Et ce pour formuler nos hypothèses de recherche, puis, en deuxième phase, de procéder aux tests empiriques de nos hypothèses de recherches dans le contexte des entreprises publiques économiques plus précisément, nous allons entamer des tests empiriques sur l'impact de l'endettement, le financement par fonds propres, la tangibilité de l'actif et le niveau du besoin en fonds de roulement sur la performance financière des entreprises publiques économiques.

Pour l'atteinte de notre objectif, nous avons scindé ce chapitre en trois sections. Dans la première section nous allons présenter une revue de littérature et des études empiriques sur la relation entre les modes de financement et la performance financière, ainsi que la méthodologie de la recherche et la formulation de nos hypothèses de recherches et la définition des variables des modèles. La deuxième section est réservée pour la présentation de la méthodologie du travail empirique, et évoque la spécification des modèles de recherches. La dernière section aborde les l'interprétation et la discussion des résultats e expose les limites de l'étude et les perspectives des recherches futures.

SECTION 01 : Formulation des hypothèses, méthodologie de recherche, et présentation du modèle :

Dans cette section, nous allons faire une revue des recherches empiriques récentes existantes sur la relation entre la structure financière des firmes et leur performance financière dans les différents pays de monde afin de nous permettre de formuler nos hypothèses de recherche. Ensuite, nous allons expliquer la méthodologie adoptée.

1.1 La relation structure de financement-performance financière, études empiriques

Ruili Yang, Kui Xia et Hongxing Wen (2016)¹ ont étudié la relation entre le capital-risque, le levier financier et la performance des entreprises. La recherche empirique a porté sur les données des sociétés cotées en Chine du Growth Enterprises Market, sur la période qui s'est étalée de 2010 à 2014.

La variable dépendante retenue est la rentabilité financière, mesurée par le résultat net rapporté à la valeur moyenne du capital au bilan. Comparée au Q Tobin, les auteurs ont considéré que la rentabilité financière, ainsi calculée, est en mesure de mieux refléter le résultat final des activités opérationnelles de l'entreprise et la rentabilité des capitaux investis par les actionnaires. Les variables explicatives comprennent le ratio d'endettement (Actif/Passif), la participation du capital risque dans l'entreprise, la taille de la firme, la taille du conseil d'administration et le type d'industrie.

Les deux principaux résultats ont relevé une liaison positive entre le capital-risque et la performance financière de l'entreprise et que le levier financier est négativement corrélé avec la performance de l'entreprise. Cela veut dire que la participation du capital risque permet l'amélioration de la performance financière de l'entreprise. En revanche, le financement par endettement peut, dans une certaine mesure, inhiber ladite performance.

M.Kouki et H.Ben said (2012)², cette étude a porté sur a examiné les facteurs déterminants théoriques et les facteurs testés empiriquement relative à la structure financière. L'échantillon considéré contient 244 entreprises en France, cotées en bourse dont l'indice est donné comme "SBF 250". La durée de l'étude est de 1997 à 2007, soit 11 ans. Ce travail visait aux tests empiriques les théories suivantes : théorie du compromis qui consiste que les entreprises opte pour un ratio d'endettement cible pour la mise en œuvre de la politique financière en matière d'endettement, la théorie de l'ordre hiérarchisé de financement dont le principal résultat porte sur la non-existence du ratio cible d'endettement, et la théorie du market-timing. Les ressorts de cette analyse, ont affirmé l'impact significatif des facteurs propres aux caractéristiques de la firme, telle que la rentabilité, la taille et la tangibilité de l'actif. Aussi, les mêmes résultats ont stipulé que les facteurs liés à l'endettement retenus dans le modèle validé ont donné l'approbation des conclusions marquées par la théorie de compromis.

¹ Ruili Yang, Kui Xia et Hongxing Wen, " Venture Capital, Financial Leverage and Enterprise Performance", *Procedia Computer Science*, vol 91, 2016, pp.114-121.

² .Kouki et H.Ben said, "capital structure determinants : New evidence from French panel data", *international journal of business and management*, vol 7, n° 1, 2012, pp.214-229.

Pour sa part, Aman Srivastava (2011)¹ s'est intéressé à l'étude des liaisons entre la structure de propriété des entreprises indiennes et leurs performances. L'étude a concerné les 98 plus actives des entreprises cotées à la bourse des valeurs de Bombay, sur la période fin 2009 – fin 2010. Les variables dépendantes utilisées sont les ratios de rentabilité avec deux mesures comptables : rentabilité financière (ROE), et des capitaux investis (ROI) et deux mesures de marché à savoir le PER (price earning ratio) et le PBV (price to book value). Pour leur part, les variables indépendantes sont : le ratio d'endettement, le taux du capital flottant libre dans la structure du capital, et quatre variables représentant la présence dans la structure du capital de participations domestique, étrangère, de participations institutionnelle et non institutionnelle. Selon les résultats de l'étude empirique la caractéristique de propriété ne reflète, à un niveau d'importance de 5%, aucune relation avec les mesures de la performance comptable du ROA et du ROE ne montre de relation significative entre la structure de la propriété et les indicateurs de marché boursier PER et PBV. Mais au niveau de signification de 10%, toutes les variables échantillonnées montrent une relation significative avec le ROA, le ROE, le PER et le PBV pour la performance de toute entreprise

Dans une étude ayant porté sur un panel d'entreprises malaysiennes cotées en bourse et observées durant la période 1995 – 2011, Mahfuzah Salim et Raj Yadav 2012² se sont focalisés sur la relation entre la structure de financement et la performance de ces entreprises. Les variables dépendantes retenues sont représentées par quatre mesures de la performance financière à savoir la rentabilité financière (ROE = résultat net/capitaux propres), la rentabilité des actifs (ROA = Résultat net / actifs totaux), le Q-Tobin (valeur marchande / valeur comptable de l'entreprise) et le bénéfice par action. Pour leur part, les variables indépendantes ont porté sur cinq mesures de la structure du capital que sont les ratios des dettes à long terme, les dettes à court terme, des dettes totales par rapport au total des actifs, et le taux de croissance des actifs, et enfin la taille de l'entreprise (log des actifs) comme variable de contrôle. Les tests effectués ont indiqué que la performance de l'entreprise, mesurée par le ROA, le ROE et le bénéfice par action, est reliée négativement aux dettes à long terme, aux dettes à court terme et aux dettes totales prises comme variables explicatives. En outre, il a été constaté que la croissance des actifs influe positivement la performance financière pour tous les secteurs étudiés. Enfin, le Q de Tobin relate une liaison négative et significative entre les dettes totales et la performance de l'entreprise.

Chandrapala Pathirawasam et Guneratne Wickremasinghe (2012)³ ont mené une recherche autour de l'incidence de la concentration de la propriété et des autres facteurs endogènes sur la performance financière de 102 sociétés, de 5 secteurs d'activités, cotées à la Bourse de Colombo,

¹ Aman Srivastava (2011), "Ownership Structure and Corporate Performance: Evidence from India" International Journal of Humanities and Social Science, Vol. 1, n°1, 2011, pp.23-29.

² Mahfuzah Salim et Raj Yadav (2012), "Capital Structure and Firm Performance: Evidence from Malaysian Listed Companies". International Congress on Interdisciplinary Business and Social Science. disponible sur www.sciencedirect.com

³ Chandrapala Pathirawasam et Guneratne Wickremasinghe, "Ownership concentration and financial performance: the case of Sri Lankan listed companies"; Corporate Ownership & Control, Volume 9, n° 4, 2012, pp. 170-177.

au Sri Lanka. Une seule variable expliquée a été retenue, elle concerne le ROA. En ce qui concerne les variables indépendantes, en sont retenues dont notamment le taux de concentration de la propriété du capital (mesuré par le pourcentage des droits de votes de l'actionnaire majoritaire) et le ratio d'endettement. Les conclusions de l'étude enseignent que le degré de concentration de la propriété du capital exerce, certes, une influence positive sur la performance financière, mesurée par le ROA, des entreprises du marché boursier de Colombo ; mais sans qu'il n'en constitue un déterminant, statistiquement significatif. En revanche, le ratio d'endettement impacte négativement et significativement cette même performance financière. Cela veut dire que la structure de financement qui comporte davantage de dettes, provoque une baisse de la rentabilité financière des capitaux investis, et par contrecoup, un fléchissement de la valeur de la firme. Cela peut trouver explication dans l'accroissement du coût dû à l'excès d'endettement.

Biais et al. (1995)¹ analysent une base de données de 2 800 entreprises françaises sur trois années (1986 à 1989) et rejettent l'hypothèse de neutralité de la structure financière. Les coûts de faillite et les économies d'impôt autre que celles liées à l'endettement sont deux variables déterminantes de la structure financière des entreprises testées. L'observation d'une relation négative entre la profitabilité et le ratio de dettes bancaires apparaît cohérente avec la théorie du financement hiérarchisé

Dans le cas de la Roumanie, Sorana Vătavu (2015)² a examiné le rapport entre la structure du capital et la performance financière dans 196 entreprises roumaines cotées à la bourse de Bucarest et opérant dans le secteur manufacturier, sur une période de huit ans, entre 2003 et 2010. Les rendements des capitaux propres et des actifs sont retenus comme proxy de la performance financière, et donc comme variables expliquées. Pour leurs parts, les variables indépendantes, renvoyant à la structure du capital, sont représentées par les ratios des dettes à court terme, des dettes à long terme, des dettes totales et des capitaux propres. D'autres variables sont intégrées dans l'étude, à savoir la tangibilité des actifs, la fiscalité, le risque, la liquidité et l'inflation. En effet, pour l'auteur, ces variables ont été considérées dans des études antérieures comme déterminantes de décisions de financement, elles doivent également impacter la performance financière.

L'étude de Weil (2008)³ porte sur un échantillon de 11 938 entreprises manufacturières européennes (Allemagne, Belgique, Espagne, France, Italie, Norvège, Portugal) pour la période 1998-2000. L'étude conclut à un impact négatif de l'endettement pour l'Espagne et l'Italie et à un impact positif pour les autres pays.

¹B.Biais et P.Hillion et J.Malécot, " La structure financière des entreprises : une investigation empirique sur données françaises", revue Economie et Prévision, vol 4 , n°120,1995, pp.15-28.

² Vătavu Sorana, "The Impact of Capital Structure on Financial Performance in Romanian Listed Companies". Procedia Economics and Finance. Vol 32, 2015,pp- 1314-1322

³ Weil. L., « Leverage and corporate performance: Does institutional environment matter? », in Small Business Economics, vol 30, 2008, pp. 251-265

CHAPITRE IV : Impact de la politique de financement sur la performance financière, étude empirique sur les entreprises publiques économiques

L'étude de Ngobo et Capiez (2004)¹ porte sur 15.120 entreprises de 48 pays (20 pays développés et 28 pays en développement) pour la période 1992-2002. Elle conclut à un impact négatif de l'endettement sur la rentabilité économique des entreprises.

L'étude de Goddard, Tavakoli et Wilson (2005)² porte sur un échantillon de 12 580 entreprises européennes (Belgique, Espagne, France, Italie, Royaume-Uni) pour la période 1993-2001, elle conclut à un impact négatif de l'endettement (mesuré par le passif non courant rapporté aux fonds propres) sur la performance financière de l'entreprise.

Pour tester l'hypothèse d'un ordre de financement hiérarchique en présence d'opportunités d'investissement, plusieurs auteurs établissent un lien entre la profitabilité et l'endettement bancaire. Fama et French (2005)³ considèrent que la profitabilité résulte d'une augmentation des opportunités de croissance associée à une diminution du recours aux sources de financement externe, donc ils affirment que l'autofinancement a un impact positif sur la performance financière.

Selon (Jensen, Solberg et Zorn, 1992)⁴, La performance financière augmente, lorsque les ressources internes de l'entreprise mises en réserve ou mobilisées pour le financement des investissements.

En ce qui concerne des études effectuées en Algérie, on énumère les études suivantes:

Hammada (2018)⁵ analyse un échantillon de 105 entreprises algériennes du secteur industriel public (période 2010-2016), l'étude conclut à un impact négatif significatif de l'endettement sur la performance financière des entreprises.

L'étude de Guerrache (2016)⁶ porte sur un échantillon de 88 PME algériennes (période 2011-2014) et conclut à un impact négatif significatif de l'endettement sur la rentabilité économique des entreprises.

L'étude de Chiad et Guerrache (2014)⁷ porte sur un échantillon de 52 PME algériennes (période 2005-2008) et conclut également à un impact négatif significatif de l'endettement sur la rentabilité économique et la rentabilité financière des entreprises.

¹ Ngobo P.V. Et Capiez A., « Structure du capital et performance de l'entreprise : le rôle modérateur des différences culturelles nationales », 13e congrès de l'Association Internationale de Management Stratégique, 3 et 4 juin 2004, France

² Goddard J. Tavakoli M. And Wilson J.O.S, « Determinants of profitability in European manufacturing and services: evidence from a dynamic panel model », in Applied Financial Economics, vol 15, no 18, 2005, pp.1269-1282

³ Fama.E.F, French. K.R, "Financing Decisions: How issue Stocks?" Journal Of Financial Economics, Volume 76, n° 3, 2005,pp. 549-586

⁴ Jensen. M R, Solberg. D P, Zorn. T S , "Simultaneous Determination of Insider Ownership, and Dividend policy", Journal of Financial and Quantitative Analysis, Volume 27, n° 2, June 1992, p247

⁵ Hamada Amine 2018, "impact de la structure du capital sur la performance financière de l'entreprise, etude empirique sur les entreprises économiques algériennes pour la période 2010-2016, thèse de doctorat en sciences économique, spécialité finance, université d'Alger 3, Alger 2018. P 207.

⁶ Guerrache mohammed, "études des facteurs déterminants sur la performance financière des PME en Algérie, etude des données Panel de la période de 2011-2014", revue d'économie et statistiques appliquées, n°25,2016, pp. 354-371

⁷ Chiad et Guerrache, "analyse du niveau des performance des PME en Algérie, revue des réformes économiques et intégration à l'économie mondiale, vol n°09, n°18, 2014, pp. 09-50.

L'étude de Chadlia et Azouaou (2015)¹ porte sur un échantillon de 100 entreprises algériennes (période 2009-2012) et conclut à l'existence d'une relation négative entre les indicateurs de performance et la politique d'endettement des entreprises.

Les conclusions de la recherche de Khouri (2021)², affirme que la structure du capital n'est pas neutre et les résultats sont conformes à la théorie du compromis. Cette étude, porte sur 207 entreprises algériennes non financière pour la période 2013-2017.

1.2. Méthodologie de la recherche.

Les premiers chapitres de notre travail de recherche nous ont assuré l'analyse des fondements théoriques du financement des firmes, la notion de la performance financière, les entreprises publiques économiques et le secteur financier algérien d'une part, et la formulation de nos hypothèses de recherche sur la base des conclusions tirées à partir de l'examen des relations existantes entre la structures financière et la performance financière des entreprises.

Dans cette deuxième partie de la section et dans le cadre de l'aboutissement de notre travail de recherche, la réalisation du volet empirique nécessite qu'au préalable des régularités et des précisions soient apportées quant au choix de la méthodologie utilisée pour répondre à la question focale de la présente recherche.

Cette rubrique est réservée à la méthodologie de la recherche qui a été déployée au cours de notre recherche. Dans une première phase, nous justifions notre positionnement épistémologique. Puis, nous détaillons notre démarche des tests empirique, notamment la présentation de l'échantillon et la procédure relative à la collecte des données nécessaires à notre travail. Et dans un troisième temps, nous allons définir les variables de notre recherche qui serviront à la formulation des modèles de recherche

- **L'épistémologie de la recherche.**

L'épistémologie est définie comme étant : «l'étude de la constitution des connaissances valables» ou comme «la discipline philosophique qui vise à établir les fondements de la science». Cette définition normative tend à s'effacer aujourd'hui au profit d'une conception plus ouverte qui considère l'épistémologie comme une activité réflexive qui porte sur la manière dont les connaissances sont produites et justifiées.

Et nous savons que la recherche scientifique, à des fins de constitution de connaissances valables, suppose la référence à des visions du monde partagées par une communauté scientifique qualifiées de «paradigmes épistémologiques». Donc, tout chercheur doit ainsi être conscient que le paradigme épistémologique dans lequel il inscrit sa recherche conditionne les pratiques de recherche admissibles et les modes de justification des connaissances élaborées. En fin, et en matière de la posture épistémologique, notre recherche se situe dans le paradigme positiviste ou en ayant suivi une démarche hypothético-déductive qui consiste à élaborer un certain nombre

¹ Chadlia A. Et Azouaou L., « Analyse des déterminants de la performance des entreprises algériennes : étude empirique sur un échantillon de 100 entreprises », in El-Wahat pour les Recherches et les Etudes, vol 8, no 1, 2015, pp. 846-856.

² Khouri nabil, " structure du capital et performance des entreprises en Algerie", Revue d'Economie et de Statistique Appliqué, Volume 18, n° 2, 2021, pp. 112-123

d'hypothèses à partir des théories présentées. Cette démarche sera suivie d'une analyse empirique dont l'objectif est de confirmer ou infirmer les hypothèses formulées.

La première étape de notre travail consiste à formuler des hypothèses de recherche liées à nos questions de recherche. L'analyse des différentes recherches empiriques récentes, nous a permis de définir les différentes variables retenues pour tester nos hypothèses.

La deuxième étape porte sur la collecte des données des variables choisies, puis leur traitement dans une démarche hypothético-déductive. Cette dernière s'achève alors sur la validation ou non des hypothèses déjà présentées.

1.3. Présentation de l'échantillon de l'étude

L'échantillon de notre étude est constitué de 60 entreprises publiques économiques, opérant sur différents secteurs appartenant au secteur public marchand de l'Etat, et géré par les ministères de tutelle et sous le contrôle du conseil de participations de l'Etat (CPE). Pour des mesures de confidentialité, les dénominations des entreprises choisies pour notre travail ne seront pas mentionnées d'une façon nominative, tel que exigé par l'ECOFIE, l'Entreprise publique chargée du traitement de l'information comptable, financière et économique émanant du secteur public économique. L'ECOFIE est appelée à prendre en charge notamment toute action d'audit des groupes industriels (ex-SGP : Société de Gestion des Participations de l'Etat) et entreprises publiques économiques, à la demande des pouvoirs publics. Alors, cette entreprise est qualifiée comme l'instrument d'évaluation du management des directoires des groupes en question. Autrement-dit, c'est un instrument qui permettra au gouvernement et particulièrement au président du Conseil des participations de l'Etat (CPE), de prendre les mesures et décisions nécessaires en cas de non-respect par les membres des groupes industriels du contrat de performance.

Selon les données disponibles, la période de l'étude, s'étale sur trois années de 2019 à 2021. Le choix de la période est étroitement lié à l'achèvement des opérations de transformation des SGP en groupe industriels initié en 2015, marqué par la lenteur des montages financiers, tel que les fusions-absorption.

L'ensemble des informations comptables et financières recueillies ont été procuré de l'entreprise publique ECOFIE.

1.4 Présentation des variables et formulation des hypothèses

Indispensable pour le fonctionnement de l'entreprise, son développement ainsi que sa pérennité, le financement est l'une des décisions les plus cruciales que doivent prendre les dirigeants de l'entreprise afin de pouvoir réaliser la stratégie d'investissement mais aussi de financer le cycle d'exploitation. Cependant, cette décision ne se limite pas uniquement au choix du mode de financement et de ses modalités car celle-ci interfère avec d'autres décisions, en l'occurrence la décision de distribution des dividendes (Fama, 1978)¹. En effet, si le financement interne est privilégié, il peut être décidé de ne distribuer que peu ou pas de dividendes. Concrètement, les options qui s'offrent aux dirigeants en matière de financement sont l'arbitrage entre dettes et fonds propres/quasi fonds propres, l'arbitrage entre financement interne et externe mais aussi l'arbitrage

¹ E.Fama, " The Effects of a Firm's Investment and Financing Decisions on the Welfare of Its Security Holders", American Economic Review, 1978, vol 68, n°3, pp.272-84.

entre maturité des dettes. Il est toutefois important de signaler que les besoins long terme de l'entreprise doivent être financés par des ressources long terme et pareillement pour les emplois court terme qui doivent être financés par des dettes à court terme.

La revue études empiriques qui ont fait l'objet de la sous-section précédente avaient pour but l'examen de la relation entre la structure financière et la performance financière des firmes, et ceci, est primordial afin de mieux cerner le sujet à travers les études empiriques, et par conséquent, de mieux fixer notre problématique et de faire développer nos hypothèses de recherche. La performance financière est mesurée par deux paramètres, à savoir la rentabilité des actifs et la rentabilité des capitaux propres.

A ce titre, nous avons formulé cinq hypothèses de recherche, les deux premières hypothèses sont en relation avec l'endettement de l'entreprise (Dettes à long et moyen terme et dettes à court terme), la troisième hypothèse porte sur l'autofinancement, la quatrième est liée à l'aspect de la liquidité à savoir le niveau du besoin en fonds de roulement (BFR), et la dernière repose sur la tangibilité de l'actif , à savoir les immobilisations.

1.4.1 La variable dépendante relative à la performance financière.

La performance financière de l'entreprise est la variable dépendante dans notre étude, en d'autres termes c'est la variable que nous cherchons à expliquer. En effet, nous pouvons mesurer la performance de l'entreprise à travers des indicateurs comptables. Et dans notre recherche, nous avons retenu deux variables relatives à la performance financière à savoir : la rentabilité des actifs (ROA) calculée par le ratio : résultat net/ total des actifs et la rentabilité des capitaux propres, mesurée par le ratio: résultat net / total capitaux propres (ROE).Selon la littérature, ces deux indicateurs sont considérés comme les plus importants pour mesurer la rentabilité. En outre, la majorité des études sur la relation entre les modes de financement et leur performance financière ont utilisé la ROA et la ROE. Yang, Kui Xia et Hongxing (2015), Aman Srivastava (2011), Mahfuzah Salim et Raj Yadav (2012), Chandrapala Pathirawasam et Guneratne Wickremasinghe (2012), Biais et al. (1995), Weil (2008), Ngobo et Capiez (2004),Goddard, Tavakoli et Wilson (2005), Fama et French (2005), (Jensen, Solberg et Zorn, 1992), Hammada (2018), Guerrache (2016) Chiad et Guerrache (2014), Chadlia et Azouaou (2015), Khouri (2021),M.Kouki et H.Ben said (2012).

Les mesures de la rentabilité financière choisis, à savoir la ROE et la ROE, paraient les plus adéquats et les plus appropriées à notre étude.

1.4.2 Présentation des variables indépendantes et formulation des hypothèses.

A ce titre, nous avons formulé cinq hypothèses de recherche, les deux premières hypothèses sont en relation avec l'endettement de l'entreprise, la troisième hypothèse porte sur l'autofinancement, la quatrième est liée à l'aspect de la liquidité à savoir le niveau du besoin en fonds de roulement et la cinquième concerne la tangibilité de l'actif. Les variables retenus sont présentées dans la sous-section suivante.

1.4.2.1 Financement par endettement :

La dette améliore la prise de décision des managers (Maloney, McCormick, & Mitchell, 1993)¹. Il faut cependant distinguer entre dette à moyen et long terme et dette à court terme, puisque le comportement du dirigeant peut être différent en fonction de la maturité de la dette détenue. En effet, il a été démontré que la détention de la dette à court terme, dans les pays où la réglementation est faible, peut inciter les managers à manipuler les états financiers afin de retarder la reconnaissance de mauvaises nouvelles (Gupta, Khorana, & Pereira, 2008)². Tel a été le cas en 1997 lors de la crise d'Asie de l'Est, où plusieurs entreprises asiatiques, se finançant principalement à court terme, avaient surévalué leurs profits. Par conséquent, les investisseurs et bailleurs de fonds n'ont pas pu voir la crise venir du moment que les états financiers des dites entreprises ne reflétaient pas la réalité quant à la détérioration des conditions de financement (Rahman, 1998).

- **Dettes à moyen et long terme (DMLT):**

Le financement par la dette est plus qu'utile pour la gestion des conflits d'intérêts (Jensen & Meckling, 1976)³ entre dirigeants et actionnaires. En effet, la théorie d'agence stipule que sans dette contractée, les dirigeants pourraient prendre des décisions qui serviraient leurs propres intérêts au détriment de ceux des actionnaires. Cependant, en levant de la dette, ils sont obligés d'optimiser les décisions d'investissement qu'ils entreprennent afin de pouvoir honorer leurs engagements à temps. L'atténuation des conflits d'intérêt entre dirigeants et actionnaires passe donc par la réduction du cash-flow disponible grâce au service de la dette, mais aussi par les craintes du dirigeant relatives à sa réputation qui sera ternie en cas de faillite. D'autre part, l'endettement permet aux actionnaires de référence d'augmenter leur pouvoir économique en minimisant la dilution de leur participation au capital et de réduire le contrôle et la discipline imposés par le marché. Néanmoins, la théorie du financement hiérarchique précise que plus l'entreprise est rentable moins elle va s'endetter (Myers, 1977 ; Myers, 1984). En effet, les entreprises rentables réinvestissent leurs bénéfices alors que les entreprises moins rentables empruntent et augmentent ainsi leur levier, ce qui engendre une relation négative entre rentabilité et endettement. La priorité accordée à l'autofinancement est donc à l'origine de la relation négative entre endettement et performance. Cependant, la valeur de marché de l'entreprise peu endettée ne va pas croître indéfiniment en fonction de l'endettement. Au-delà d'un certain niveau de levier jugé trop élevé, la valeur de l'entreprise entamera un cycle baissier (Robichek & Myers, 1966)⁴. A ce stade, la valeur actuelle des coûts de faillite dépasse la valeur actuelle des économies fiscales consécutives à l'endettement (Myers, 1984)⁵. Dans leurs travaux, Titman et Wessels (1988)⁶ et

¹ Maloney, M. T., McCormick, R. E., & Mitchell, M. L. (1993). Managerial Decision Making and Capital Structure. *The Journal of Business*, vol 66,n°2,1993,pp.189-217

² Gupta, M., Khurana, I., & Pereira, R. Legal Enforcement , Short Maturity Debt , and the Incentive to Manage Earnings. *Journal of Law and Economics*, vol 51,n°4,2008,pp. 619 – 639

³ Jensen M.C. and Meckling W.H., "Theory of the firm: managerial behavior, agency costs and ownership structure", in *Journal of Financial Economics*, vol 3, no 4, 1976, pp. 305-360.

⁴ Robichek, A., & Myers, C. "Problems in the Theory of Optimal Capital Structure". *The Journal of Financial and Quantitative Analysis*, vol 1, no 2,1966, pp. 1-35.

⁵ Majluf N.S. et Myers S. "Corporate financing and Investment Decisions When Firms have information that Investors do not have", *Journal of financial Economics*, 13 1984, pp. 187- 221.

⁶ Titman S. and Wessels R., « The determinants of capital structure choice », in *Journal of Finance*, vol 43, no 1, 1988, pp. 1-19.

Titman & Maksimovic (1991)¹ obtiennent aussi une relation négative entre l'endettement à long terme et la rentabilité. Ceci corrobore les résultats de la théorie du financement hiérarchique. Il est tout de même important de signaler que dans toutes ces études évoquées, il est question de la dette à long terme puisqu'en général l'on utilise le ratio dettes sur fonds propres qui ne prend en compte que la dette à moyen long terme.

Partant de cette analyse, nous pouvons formuler l'hypothèse suivante :

H1 : Il existe une relation négative entre endettement long terme et la performance financière de l'entreprise.

La variable indépendante retenue pour notre modèle est mesurée par les dettes à moyen et long terme par rapport au total passif.

- **Dettes à court terme (DCT):**

L'importance de la dette à court a été soulevée par Scholes & Wolfson (1988)², qui ont avancé que les entreprises ayant des doutes quant à leur situation fiscale ont une préférence pour la dette court terme lorsque le taux d'impôt est élevé. Dans ce cas, la dette court terme sera non seulement moins coûteuse mais aussi le moyen le plus facile pour atteindre, temporairement, le niveau optimal d'endettement souhaité. Selon Plesko (2000)³, la dette à court terme devrait être introduite dans toutes les mesures de levier puisque celle-ci permet de saisir pleinement les exigences de cash-flow nécessaires au paiement du service de la dette, contrairement à la dette long terme qui ne renseigne pas sur les sorties actuelles de cash dans la mesure où les dépenses relatives aux intérêts courus ne seront payées que plus tard. De plus, la dette court terme aide à augmenter le gain et la production de l'entreprise (Emery, 2001)⁴ sauf que celle-ci est confrontée à deux risques majeurs à savoir le risque de refinancement et le risque du taux d'intérêt. En outre, la dette court terme est souvent sollicitée par les entreprises ayant une note très élevée ou sinon mal notée, alors que les entreprises avec des notes moyennes ont plutôt recours à la dette long terme (Diamond, 1991). De plus, il a été démontré empiriquement que le recours à la dette court terme est fonction de la taille de l'entreprise. Plus celle-ci est petite, plus elle fera appel à la dette court terme (Titman & Wessels, 1988)⁵. D'autre part, la théorie du signal (Ross, 1977) précise que les banques se basent sur la rentabilité passée de l'entreprise pour évaluer son risque et décider en conséquence d'augmenter sa capacité d'emprunt. Cette théorie suppose aussi que le niveau d'endettement est un signal donné par les gestionnaires de la firme quant à la qualité et la valeur de ses projets futurs. Par conséquent, la dette contractée a un impact positif sur la performance de l'entreprise. A priori, nous ne connaissons pas d'études empiriques qui fournissent la preuve sur la relation qui devrait exister entre la dette court terme et la rentabilité, sauf l'étude de Titman & Wessels (1988)⁶, qui pour un échantillon de 469 entreprises entre 1974 et 1982, ont démontré une forte et importante

¹ . Titman, S., & Maksimovic, V. "Financial Policy and Reputation for Product Quality Financial Policy and Reputation for Product Quality University of British Columbia". Oxford Journals, vol 4, n°1,1991, pp. 175–200

² Scholes, M., & Wolfson, M. The cost of capital and changes in tax regimes.1988, pp. 157–194.

³ Plesko, G. A. The role of short term debt in capital structure. In Annual Conference on Taxation and Minutes of the Annual Meeting of the National Tax Association, 2000, pp. 135–140. Disponible sur <http://www.jstor.org/stable/41950598>

⁴ Emery, G. W. "Cyclical Demand and the Choice of Debt Maturity Cyclical Demand and the Choice of Debt Maturity". Chicago Journals, vol 74, n°4,2001, pp. 557–590.

⁵Titman S. and Wessels R., in Journal of Finance, 1988,o.p.cit

⁶ Titman S. and Wessels R., in Journal of Finance,1988,o.p.cit.

corrélation négative entre la rentabilité et le ratio dette court à terme sur valeur marché des fonds propres.

Considérant les principales analyses évoquées, nous pouvons donc formuler l'hypothèse suivante :

H2 : Il existe une relation négative entre dette court terme et performance financière de l'entreprise.

La variables retenue pour les dettes à court terme, est prise, par le ratio dettes à court terme sur le total actif.

1.4.2.2. Financement par fonds propres : Emission d'actions nouvelles /Autofinancement

Les théories de compromis supposent qu'aucun mode de financement n'est a priori préféré. A contrario, selon la théorie de financement hiérarchique (Myers, 1984)¹, l'autofinancement est le moyen privilégié des dirigeants. En effet, ceux-ci adaptent leur stratégie de distribution de dividendes en fonction des opportunités d'investissement à financer, afin de dégager le maximum de financement interne. Si toutefois le financement externe est requis, les dirigeants lèvent de la dette, des titres hybrides, et en dernier lieu ont recours à l'émission d'actions nouvelles. Cela a été interprété comme le capitalisme des managers- leur volonté d'éviter la discipline des marchés de capitaux (Myers & Majluf, 1984)². Il est donc théoriquement prouvé que la décision d'émettre des actions est le dernier recours des dirigeants étant donnée la quantité d'information qu'ils devront partager avec les nouveaux actionnaires. Cependant, dans le modèle de Giammarino & Neave (1982)³ dans lequel dirigeants et investisseurs partagent les mêmes informations relatives à l'entreprise à l'exception du risque, l'émission d'actions dominera l'émission de dettes, dans la mesure où les dirigeants préfèrent lever de la dette quand ils savent que l'entreprise est plus risquée que ce que pensent les investisseurs. En réalisant cela, ces derniers refusent d'acquiescer la dette et s'orientent vers les actions ou la dette convertible (Myers & Majluf, 1984). Cependant, si l'incertitude relative à l'actif à financer est réduite ou la VAN attendue de l'investissement augmente, la perte de valeur sera limitée (Myers et Majluf .1984). Ceci vient corroborer la position de la théorie du signal (Ross, 1977) qui stipule que l'émission d'actions non justifiée par un besoin présent est interprétée par les investisseurs- compte tenu de l'asymétrie d'information (Akerlof, 1970)- comme un signal indiquant que l'entreprise est surévaluée. Celle-ci vaut au maximum le prix de mise sur le marché. A contrario, l'endettement est un signal positif, puisqu'un dirigeant ne s'endettera pas si les performances de l'entreprise sont mauvaises.

Compte tenu de la théorie du financement hiérarchique et de la théorie du signal pour qui l'émission d'actions nouvelles est un signal négatif émis par les dirigeants, et étant donné les résultats de la théorie du financement hiérarchique qui stipule que plus l'entreprise est performante plus elle va opter pour l'autofinancement, nous proposons l'hypothèse suivante:

¹ Myers S., « The capital structure puzzle », in Journal of Finance, vol 39, no 3, 1984, pp. 575-592.

² Stewart C. Myers et Nicholas S. Majluf, , Journal of Financial Economics, 1984, o.p.cit.

³Giammarino, R. M., & Neave, E. H. (1982). The failure of financial contracts and the relevance of financial policy. Working Paper, n°3, 1982 (Queen's university- Kingstom.Ont)

H3 : Il existe une relation positive entre l'autofinancement et performance financière de l'entreprise

Pour notre étude empirique, la variable indépendante, pour le critère du financement par fonds propres, choisie est la capacité d'autofinancement, mesurée par le ratio autofinancement sur total actif.

1.4.2.3. Le Besoin En Fonds De Roulement :

Le besoin en fonds de roulement (BFR) représente la différence entre les actifs courants et les passifs courants d'une entreprise. Il se renouvelle en permanence, en impliquant un mouvement constant de liquidité, dont la forme originale est transformée en stock, en créances clients, et de nouveau en flux de trésorerie liquide (Çelik et al., 2015)¹. Les entreprises ont plus d'actifs courants que de passifs courants, enregistrant un besoin en fonds de roulement positif. En effet, le besoin en fonds de roulement illustre les fonds nécessaires permettant de financer les actifs circulants non couverts par les dettes à court terme, contribuant ainsi à l'amélioration de la sécurité financière de l'entreprise (Zimon et Tarighi 2021)².

L'existence d'une gestion optimale du besoin en fonds de roulement stimule la liquidité et favorise l'accès à plusieurs formes de financement, vu que les institutions de crédit privilégient le financement des entreprises ayant une meilleure gestion financière (Van et al. 2019)³

Dans cette optique, les entreprises qui gèrent régulièrement et de manière efficace les composantes de leur BFR ont une rentabilité plus élevée, leur permettant d'éviter le recours aux financements externes. À l'inverse, les entreprises ayant des difficultés dans cette gestion nécessitent un financement externe pour maintenir leurs cycles d'exploitation, ce qui impacte négativement leur rentabilité (Jaworski et Cerwonka, 2022)⁴.

Eu égard de ce qui précède, nous développons l'hypothèse suivante :

H4 : Il existe une relation positive entre le BFR et performance financière de l'entreprise

1.4.2.4. La Tangibilité De L'actif

La tangibilité de l'actif est mesurée par le ratio des actifs nets immobilisés rapportés au total de l'actif net, ce ratio mesure le poids des investissements de l'entreprise par rapport à l'ensemble de son actif (investissements et actifs circulants).

La présence d'immobilisations corporelles non spécifiques (à comprendre dans le sens où les immobilisations corporelles ne sont pas immatérielles) au bilan de l'entreprise a un impact non négligeable sur son endettement. En effet, ces immobilisations corporelles constituent des

¹ Celik et al. , "The determinants of bank's capital adequacy ration : some evidence from South Eastern European Countries", Journal of Economics and Behavioral Studies, vol 7, n°1, 2015, pp.79-88.

² Zimon, G., & Tarighi, H." Effects of the COVID-19 Global Crisis on the Working Capital Management Policy: Evidence from Poland". Journal of Risk and Financial Management, Vol 14, n°4, 2021, p169.

³ Van et al., H. T. T., Hung, D. N., Van et al., V. T. T., & Xuan, N. T. Managing optimal working capital and corporate performance: Evidence from Vietnam. Asian Economic and Financial Review, vol 9, n°9, 2019, p 977.

⁴ Jaworski, J., & Czerwonka, L. . Which Determinants Matter for Working Capital Management in Energy Industry? The Case of European Union Economy. Energies, vol 15,n°9,2022, pp.1-18.

garanties importantes aux yeux des créanciers (leur valeur liquidative étant importante), ce qui facilite son accès aux crédits bancaires.

Le taux d'investissement est aussi un déterminant de l'endettement souvent retenu dans les études empiriques puisqu'en fin de compte, au sein d'une entreprise, les décisions d'investissement vont de pair avec les décisions de financement. Ainsi, les études de Carpentier & Suret (1999)¹ et de Bourdieu & Colin-Sédillot (1993)² montrent que le taux d'investissement est un déterminant qui influence positivement le degré d'endettement des entreprises

Le ratio d'investissement devrait être associé positivement à l'augmentation du taux d'endettement. Cette variable augmente le pouvoir explicatif du modèle en capturant l'incidence des dépenses d'investissement réalisées par l'entreprise. Celles-ci devraient être reliées positivement à l'endettement (dettes à court terme et dettes à long terme), donc il influe dans le même sens avec l'impact de l'endettement sur la performance financière de l'entreprise.

Alors nous formulons l'hypothèse suivante :

H5 : Il existe une relation positive ou négative entre le niveau des immobilisations et la performance financière de l'entreprise

La variable prise en considération est le ratio des immobilisations corporelles sur le total actif.

1.4.2.5 Les variables de contrôle :

Au sens statistique, deux variables ont été ajoutées au modèle de la recherche, pour assurer que l'ensemble des variables qui peuvent influencer sur la performance financière ont été prises en considération. Les deux variables de contrôle sont relatifs à la taille de l'entreprise et le secteur d'activité

***La taille de l'entreprise :**

La théorie de l'agence recommande que les grandes entreprises aient des coûts d'agence relativement plus élevés que les petites entreprises (Amal et Faten, 2010)³. Dans leurs travaux, Debrecey et al. (2002)⁴ et Raffournier (1995)⁵ ont montré que les grandes entreprises ont une structure de propriété dispersée et une participation importante des investisseurs institutionnels. Dans ces structures, poussées par la diversité de leurs intérêts avec ceux des dirigeants, les actionnaires investissent dans le contrôle du dirigeant. Dès lors, les dirigeants sont motivés à communiquer afin de réduire l'asymétrie d'information et de diminuer leurs coûts et la pression de contrôle. Cette variable est appréciée par le logarithme népérien de l'actif total.

¹ Carpentier C & Suret J.M., « Stratégies de financement des entreprises françaises : une analyse empirique », Série Scientifique (CIRANO), 99s-09, 1999, pp. 1-33.

² Bourdieu & Colin-Sédillot, « Structure du capital et coûts d'information : le cas des entreprises françaises à la fin des années 80 », *Économie et Statistique*, 268/267, 1993, p. 87-100.

³ Amal, H., Faten, L., "La transparence de l'entreprise et la structure de propriété : Cas des entreprises françaises", Crises et nouvelles problématiques de la valeur, Nice, 2010, pp. 1-29.

⁴ Debrecey, R., Gray, G. L., Rahman, A., "The Déterminants of Internet Financial Reporting », *Journal of Accounting and Public Policy*", vol. 21, 2002, pp. 371-394.

⁵ Raffournier, B., "The Determinants of Voluntary Financial Disclosure by Swiss Listed Companies", *European Accounting Review*, vol. 4, n°2, 1995, pp. 261-280

* Secteur d'activité :

Raffournier (1995) et Wallace et al. (1994)¹ suggèrent que le niveau de publication diffère selon l'affiliation sectorielle. Il est certain que les entreprises des secteurs soumis à la volatilité des prix et à de fortes fluctuations des bénéfices, comme le secteur commercial, sont plus susceptibles de publier que les entreprises d'autres secteurs plus stables (Lakhal, 2005)². Dans leurs travaux, Birt et al. (2006)³ attestent que les entreprises opérant dans des secteurs à forte concurrence sont plus susceptibles de mieux communiquer que celles opérant dans des secteurs à faible concurrence et à être plus performantes (Amal et Faten, 2010). Pour cette variable prise, il s'agit d'une variable binaire, c'est-à-dire, le nombre 1 pour l'entreprise du secteur industriel et le nombre 0 pour une entreprise qui opère sur secteur commercial.

La récapitulation des hypothèses de recherche avec leurs variables empiriques déterminés et les mesures choisies pour ces dernières, est donnée par le tableau suivant.

¹ Wallace, R., Naser, K., Mora, A., "The Relationship between the Comprehensiveness of Corporate Annual Reports and Firm Specific Characteristics in Spain", *Accounting and Business Research*, vol. 25, n°97, 1994, pp. 41-53.

² Lakhal, F., "Voluntary Earnings Disclosures and Corporate Governance: Evidence from France », *Review of Accounting and Finance*", vol. 4, n°3, 2005, pp. 64-85.

³ Birt, J.L., Bilson C.M., Smith, T., Whaley, R.E., « Ownership, Competition and Financial Disclosure », *Australian Journal of Management*, vol. 31, n°2, 2006, pp. 235-264.

CHAPITRE IV : Impact de la politique de financement sur la performance financière, étude empirique sur les entreprises publiques économiques

Tableau n° 04: tableau synthétique relatif aux hypothèses de recherche et les variables de mesure

Variables explicatives	Mesures retenues	Hypothèses de recherche
Financement par endettement : Dettes à Moyen et Long Terme (DMLT)	Dettes à long terme / total actif	Impact négatif
Financement par endettement : Dettes à Court Terme (DCT)	Dettes à court terme / total actif	Impact négatif
Financement par fonds propres : Autofinancement (AUTO)	Autofinancement / total actif	Impact positif
La tangibilité des actifs de l'entreprise (IMMO)	Immobilisations corporelles / Total actif	Impact négatif ou positif
La liquidité de l'entreprise : BFR	Actifs courants/ Passifs courants	Impact positif
La Taille de l'entreprise (variable de contrôle)	Log (total actif)	Impact significatif
Le Secteur d'activité (variable de contrôle)	Secteur commercial : 1 Secteur industriel : 0	Impact significatif

Source : Elaboré par le chercheur

- Impact négatif : relation négatif entre la variable retenue et les deux mesures de la performance financière (ROE et ROA)
- Impact positif : relation positif entre la variable retenue et les deux mesures de la performance financière (ROE et ROA)

Section 02 : Présentation de la méthodologie du travail empirique et examens des résultats empiriques de l'étude

Dans cette section, nous abordons l'analyse des résultats de l'étude en vue de répondre à la problématique, aux sous-questions et à la validation des hypothèses formulées. Notre approche se concentre sur l'analyse statistique des variables des deux modèles, en utilisant des techniques de Panel Data et le logiciel statistique EViews 10. L'analyse des résultats s'étend sur plusieurs niveaux, débutant par l'examen statistique des variables des deux modèles et se concluant par l'estimation des modèles à l'aide de données de Panel, suivie d'une comparaison entre eux. Les étapes suivantes détaillent ce processus.

2.1. Analyse statistique descriptive des variables de l'étude et tests :

Avant d'entamer l'estimation des deux modèles fondamentaux de l'étude, nous procédons à une analyse statistique des données en calculant divers indicateurs descriptifs tels que la moyenne arithmétique, l'écart type, la valeur minimale et maximale. Cette démarche vise à fournir une vue d'ensemble claire et initiale des variables de l'étude. Le tableau ci-dessous résume les statistiques descriptives pour chacune des variables indépendantes et la variable dépendante de l'étude.

Tableau N° 05: statistiques descriptive des variables retenues

	ROA	ROE	AUT_AC TIF	BFR	IMM_AC TIF	DCT	LOGAC TIF	MLT
Mean	0.016820	0.083947	0.006771	0.009768	0.034317	0.094261	0.994814	0.197244
Median	0.019525	0.085325	0.004856	0.007963	0.026425	0.072014	0.996246	0.143882
Maximum	0.048600	0.365012	0.021569	0.036244	0.097475	0.487651	1.034397	0.883851
Minimum	-0.12000	-0.11954	0.000274	0.001335	0.004151	0.019271	0.954070	0.034928
Std. Dev.	0.020123	0.062231	0.006174	0.006810	0.024256	0.060904	0.012388	0.127532
Skewness	-3.49793	-0.24947	1.095799	1.424795	1.303257	2.188732	-0.170321	1.806294
Kurtosis	20.27276	7.452731	3.109016	4.525393	3.731771	12.02468	3.723890	8.032621
Jarque-Bera	2604.679	150.5682	36.11242	78.35239	54.97055	754.5528	4.800396	287.8356
Probability	0.000000	0.000000	0.000000	0.000000	0.000000	0.000000	0.090700	0.000000
Sum	3.027615	15.11040	1.218799	1.758314	6.177037	16.96701	179.0664	35.50400
Sum Sq. Dev	0.072480	0.693219	0.006824	0.008302	0.105313	0.663968	0.027469	2.911314
Observations	180	180	180	180	180	180	180	180

Source: Préparé par le chercheur, sur la base des résultats de EViews 10

CHAPITRE IV : Impact de la politique de financement sur la performance financière, étude empirique sur les entreprises publiques économiques

En ce qui concerne le test d'égalité entre les moyennes des variables, nous procédons à ce test pour évaluer l'égalité entre les différentes variables de l'étude. Cela est réalisé grâce au test de Fisher. Les résultats de ce test sont détaillés dans le tableau suivant.

Tableau N° 06: présente les résultats du test d'égalité entre les moyennes des variables

Method	Df	Value	Prob
Anova F-test	(7, 1432)	6461.047	(0.0000)
Welch F-test*	(7, 592.412)	143672.0	(0.0000)

Source: Élaboré par le chercheur, en se basant sur les résultats obtenus avec EViews 10. (Annexe 01)

D'après les résultats des tests exposés dans le tableau ci-dessus, il est notable que la valeur F calculée surpasse la valeur tabulée, conformément au test F d'Anova. Ceci est clairement démontré par la probabilité équivalente à 0,000, inférieure au seuil de signification de 5%. Par conséquent, nous pouvons conclure que l'existence des différences entre les moyennes des variables.

Matrice de variance et de covariance : À travers cette matrice, nous mettrons en évidence l'une des mesures de dispersion les plus significatives pour les variables étudiées, à savoir la variance et la covariance entre ces variables. Les détails de cette analyse sont présentés dans le tableau ci-dessous.

CHAPITRE IV : Impact de la politique de financement sur la performance financière, étude empirique sur les entreprises publiques économiques

Tableau N° 07: la matrice de covariance et les covariances entre les variables de l'étude

	ROA	ROE	AUT_AC T	BFR	IMM_A CT	DCT	LOGA CT	MLT	SEC
ROA	0.000402								
ROE	0.000920	0.003851							
AUT_ ACT	-1.393e-05	-6.743e-05	3.791e-05						
BFR	-3.674e-06	-4.952e-05	3.472e-05	4.612e-05					
IMM_ ACT	-3.070e-05	-0.000240	0.000230	0.000378	0.003688				
DCT	3.832e-05	-0.000247	0.000129	0.000152	0.001175 6	0.000585			
LOGA CT	-2.159e-05	-1.731e-05	-4.464e-05	-5.713e-05	- 0.000468	-0.000217	0.0001 52		
MLT	8.193e-06	-0.000722	0.000558	0.000831	0.007606 2	0.002655	- 0.0010 2	0.016173	
SEC	-0.000243	-0.002688	0.000135	0.000308	0.003563 2	0.001317	0.0008 43	0.007344	0.2400 0

Source: Préparé par le chercheur, sur la base des résultats de EViews 10

D'après le tableau ci-dessus, il est évident que la variance de toutes les variables n'est pas significativement éloignée de la moyenne arithmétique de chaque variable.

Évaluation de la stabilité des variables de l'étude: Avant d'entreprendre l'étude d'un modèle standard ou d'une relation, que ce soit à court terme ou à long terme, il est impératif d'examiner les caractéristiques des séries temporelles (variables) utilisées dans le modèle.

Le test de Hadri avec une racine unique (*) est effectué sous l'hypothèse de rotation pour la valeur du Z-stat Hadri et le Z-stat cohérent hétéroscédastique. Ces tests sont réalisés en estimant deux modèles distincts: le modèle Tendance & Interception et le modèle Interception, en utilisant la méthode des moindres carrés. Ce test se distingue par le fait que son hypothèse nulle et alternative est à l'opposé des autres tests.

Principes du test: Nous estimons le Z-stat Hadri et le Z-stat cohérent hétéroscédastique pour les deux modèles mentionnés précédemment. Ensuite, nous les comparons avec la valeur tabulaire respective en utilisant la probabilité qui peut être évaluée directement.

1. Si la valeur calculée est inférieure à la valeur tabulée, alors nous acceptons l'hypothèse nulle (H0) de l'absence de racine unitaire, indiquant que la série est stationnaire (*).
2. Si la valeur calculée est supérieure à la valeur tabulée en termes absolus, cela est statistiquement significatif, et nous rejetons donc l'hypothèse nulle (H0). En d'autres termes, la série est considérée comme instable.

CHAPITRE IV : Impact de la politique de financement sur la performance financière, étude empirique sur les entreprises publiques économiques

(*) Le test de racine unitaire Hadri est utilisé dans le cas de données de panel. Une série chronologique stable est définie comme une série dont les moyennes et la variance demeurent constantes dans le temps.

Les résultats de ce test pour les variables susmentionnées sont exposés dans les tableaux suivants.

1 - Série ROA : représente le rendement des actifs. Les résultats des tests sont présentés dans le tableau suivant.

Tableau N° 08 : Résultats du test Hadri pour le ROA (rendement des actifs).

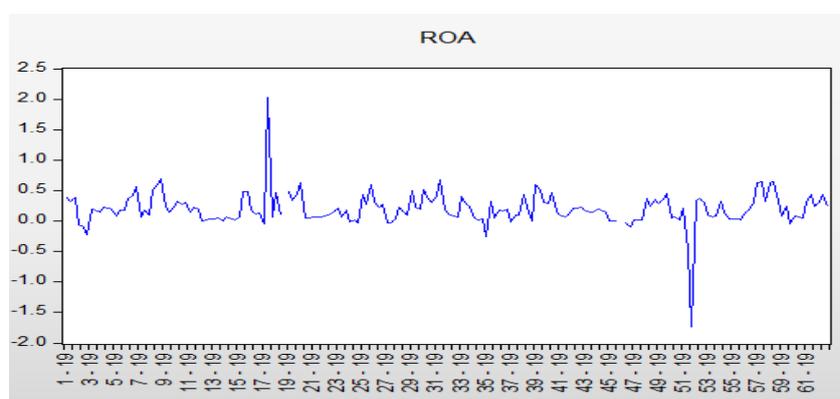
Série ROA		Type de
Hadri Z-stat	Z-stat cohérent hétéroscédastique	Modèle
10,21 (0,649) *	11,75 (0,605) *	Tendance et interception
80,32 (0,064) *	86,77 (0,088) *	Intercepter

Source: Résultats obtenus à partir de EViews 10. (Annexe 02)

- Statistiquement stable avec une significativité de 5 %, selon les valeurs tabulaires de la statistique Z ou directement par probabilité.

() La valeur de probabilité associée aux statistiques (Z-stat hétéroscédastique cohérent) et (Hadri Z-stat), doit être supérieure à 5 %. Ainsi, nous pouvons conclure que la série est stable.

Figure N° 03: Évolution graphique du ROA (rendement des actifs).



Source : Résultats extraits de EViews 10.

CHAPITRE IV : Impact de la politique de financement sur la performance financière, étude empirique sur les entreprises publiques économiques

Après avoir confronté la valeur de probabilité associée aux statistiques (Z-stat hétéroscédastique cohérent) et (Hadri Z-stat) au niveau de signification de 5% (α), nous constatons que la série ROA demeure stable en niveau pour les modèles Intercept et Tendance et interception.

Par conséquent, on peut affirmer que la série ROA est intégrée du premier degré, c'est-à-dire: **ROA $\rightarrow I(0)$ donc la série est stationnaire**

2- Série ROE: représente le rendement des capitaux propres. Les résultats des tests sont présentés dans le tableau suivant.

Tableau N° 09: Résultats du test Hadri pour les ROE (rendement des capitaux propres).

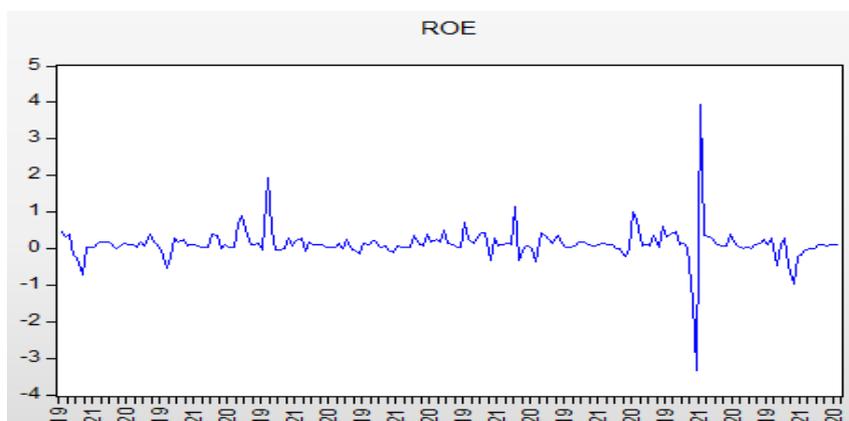
Série ROE		Type de modèle
Hadri Z-stat	Z-stat cohérent hétéroscédastique	
16.24 (0,549) *	12,12 (0,505) *	Tendance et interception
79,65 (0,054) *	84,59 (0,078) *	Intercepter

Source: Résultats issus de EViews 10. (annexe 02)

Stabilité significative au seuil de 5 %, que ce soit selon les valeurs tabulaires de la statistique Z ou directement par probabilité.

() La probabilité associée aux statistiques (Z-stat hétéroscédastique cohérent) et (Hadri Z-stat) doit être supérieure à 5 %. Par conséquent, nous pouvons conclure que la série est stable.

Figure N° 04: Graphique d'évolution du ROE (rendement des capitaux propres)



Source: Résultats extraits de EViews 10.

CHAPITRE IV : Impact de la politique de financement sur la performance financière, étude empirique sur les entreprises publiques économiques

Suite à la comparaison des valeurs de probabilité associées aux statistiques (Z-stat hétéroscédastique cohérent) et (Hadri Z-stat) à un niveau de signification de 5% (α), nous constatons que la série ROE reste stable en niveau pour les modèles Intercept et Tendance et interception.

Ainsi, nous pouvons affirmer que la série ROE est intégrée du premier degré, ce qui signifie: **ROE $\rightarrow I(0)$**

3- Série AUT_ACT: représente le pourcentage d'actifs autofinancés. Les résultats des tests sont exposés dans le tableau suivant.

Tableau N° 10: Résultats du test Hadri pour AUT_ACT (pourcentage d'actifs autofinancés).

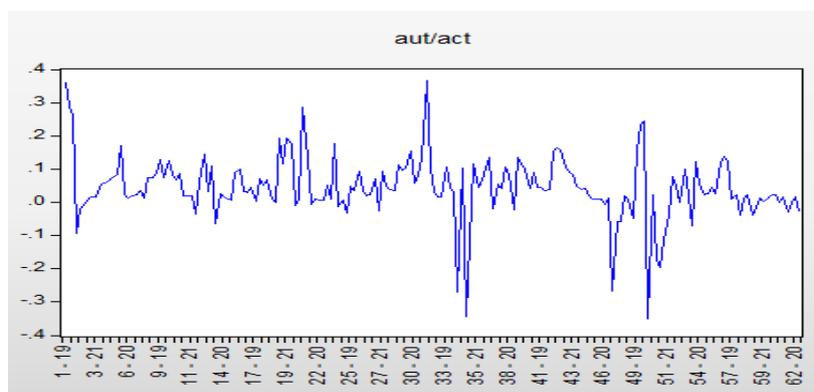
Chaîne AUT_ACT		Type de modèle
Hadri Z-stat	Z-stat cohérent hétéroscédastique	
81,65 (0,709) *	81,65 (0,705) *	Tendance et interception
11,45 (0,074) *	12,14 (0,098) *	Intercepter

Source: Résultats extraits de EViews 10. (annexe 02)

- Stabilité significative au seuil de 5 %, que ce soit selon les valeurs tabulaires de la statistique Z ou directement par probabilité.

() La probabilité associée aux statistiques (Z-stat hétéroscédastique cohérent) et (Hadri Z-stat) doit être supérieure à 5 %. En conséquence, on peut conclure que la série est stable.

Figure N° 05: Courbe de l'évolution du pourcentage d'actifs autofinancés (AUT_ACT).



Source: Résultats extraits de EViews 10.

CHAPITRE IV : Impact de la politique de financement sur la performance financière, étude empirique sur les entreprises publiques économiques

Après avoir analysé la probabilité associée aux statistiques (Z-stat hétéroscédastique cohérent) et (Hadri Z-stat) au niveau de signification de 5% (α), nous constatons que la série AUT_ACT reste stable en niveau pour les modèles Intercept et Tendance et interception.

Par conséquent, on peut conclure que la série AUT_ACT est intégrée au premier ordre, ce qui signifie:

4- Série BFR: représente la valeur du besoin en fonds de roulement. Les résultats des tests sont exposés dans le tableau suivant.

Tableau N° 11: Résultats du test Hadri Pour BFR (besoin en fonds de roulement).

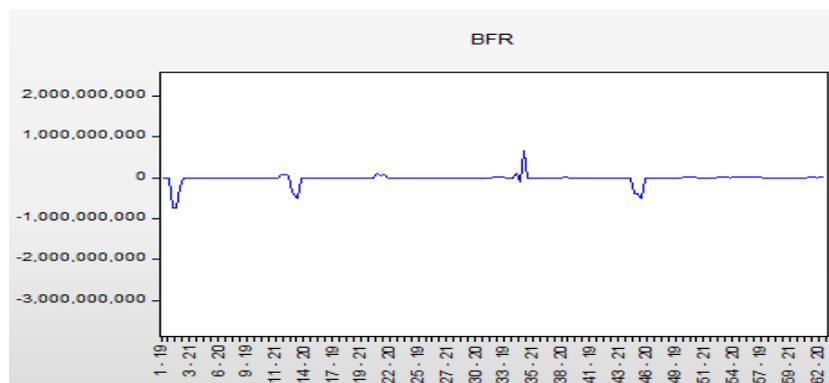
Série BFR		Type de modèle
Hadri Z-stat	Z-stat cohérent hétéroscédastique	
12,53 (0,849) *	11,10 (0,805) *	Tendance et interception
81,65 (0,084) *	81,65 (0,198) *	Intercepter

Source: Résultats extraits de EViews 10. (annexe 02)

- Stabilité significative au seuil de 5 %, que ce soit selon les valeurs tabulaires de la statistique Z ou directement par probabilité.

() La probabilité associée aux statistiques (Z-stat hétéroscédastique cohérent) et (Hadri Z-stat) doit être supérieure à 5 %. Par conséquent, on peut affirmer que la série est stable.

Figure N° 06: Courbe de l'évolution du besoin en fonds de roulement (BFR).



Source: Résultats extraits de EViews 10.

CHAPITRE IV : Impact de la politique de financement sur la performance financière, étude empirique sur les entreprises publiques économiques

Après avoir examiné la probabilité associée aux statistiques (Z-stat hétéroscédastique cohérent) et (Hadri Z-stat) au niveau de signification de 5% (α), nous constatons que la série BFR reste stable en niveau pour les modèles Intercept et Tendance et interception.

Ainsi, on peut conclure que la série BFR est intégrée du premier degré, ce qui signifie:

5- Série IMM_ACT: représente la proportion d'équipements issus des actifs. Les résultats des tests sont détaillés dans le tableau suivant.

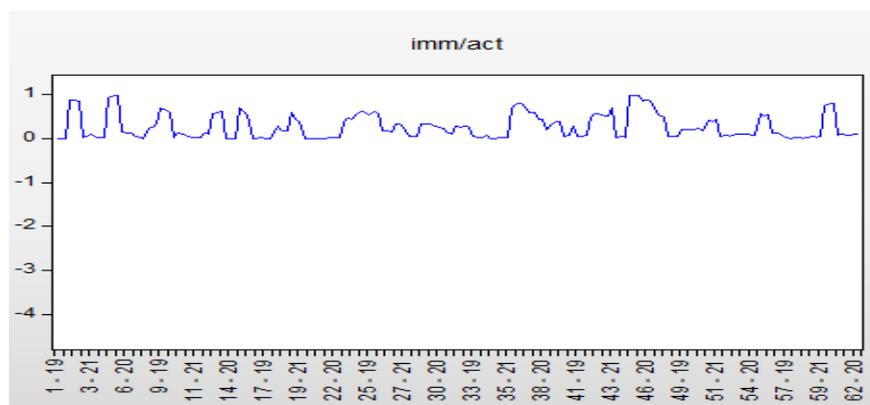
Tableau N° 12: Résultats du test Hadri Pour IMM_ACT (proportion d'équipements issus des actifs).

Série IMM_ACT		Type de modèle
Hadri Z-stat	Z-stat cohérent hétéroscédastique	
8,07 (0,949) *	10,74 (0,905) *	Tendance et interception
80,32 (0,094) *	80,32 (0,198) *	Intercepter

Source: Résultats extraits de EViewse 10 (annexe 02)

La stabilité est notable au seuil de 5 %, attestée tant par les valeurs tabulaires de la statistique Z que par la probabilité directe. La stabilité de la série est établie lorsque la valeur de probabilité des statistiques (Z-stat hétéroscédastique cohérent) et (Hadri Z-stat) dépasse les 5 %. En conséquence, on peut affirmer que la série est stable.

Figure N° 07: représentation graphique de l'évolution IMM_ACT.



Source: Résultats extraits de EViewse 10

CHAPITRE IV : Impact de la politique de financement sur la performance financière, étude empirique sur les entreprises publiques économiques

Après avoir comparé les valeurs de probabilité des statistiques (Z-stat hétéroscédastique cohérent) et (Hadri Z-stat) pour un niveau de signification de 5%, il est conclu que la série IMM_ACT est stable au niveau de l'interception ainsi que dans les modèles de tendance et d'interception.

En d'autres termes, la série IMM_ACT peut être considérée comme intégrée du premier ordre, ce qui se traduit par une stabilité au niveau de l'interception.

Le point 6 de la série DCT représente la valeur de la dette à court terme. Les résultats des tests correspondants sont présentés dans le tableau suivant:

Tableau N° 13: Résultats du test Hadri pour DCT.

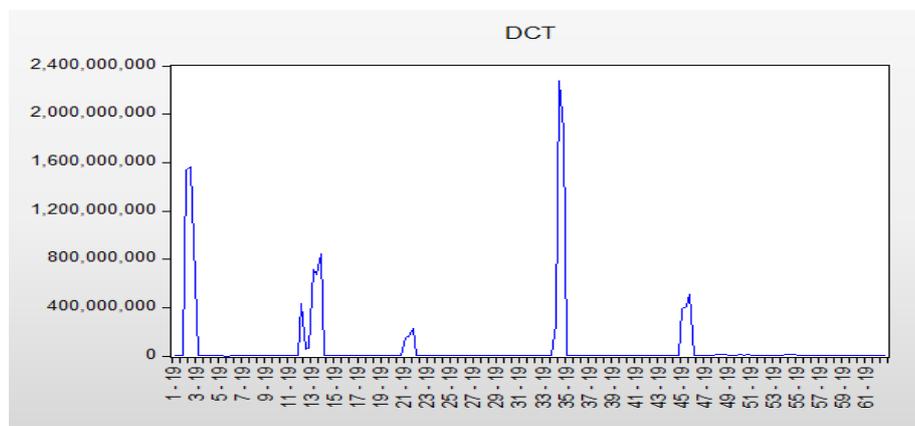
Série DCT		Type de modèle
Hadri Z-stat	Z-stat cohérent hétéroscédastique	
15.72 (0,549) *	10,85 (0,505) *	Tendance et interception
81,65 (0,174) *	81,65 (0,198) *	Intercepter

Source: Résultats extraits de EViewse 10 (annexe 02)

La stabilité significative au seuil de 5 % est démontrée à la fois par les valeurs tabulaires de la statistique Z et par la probabilité directe.

La valeur de probabilité des statistiques (Z-stat hétéroscédastique cohérent) et (Hadri Z-stat) doit être supérieure à 5 %. Par conséquent, on peut affirmer que la série est stable.

Figure N° 08: Représentation graphique du développement de la série DCT



Source: Résultats extraits de EViewse 10

CHAPITRE IV : Impact de la politique de financement sur la performance financière, étude empirique sur les entreprises publiques économiques

Après avoir examiné la probabilité des statistiques (Z-stat hétéroscédastique cohérent) et (Hadri Z-stat) au niveau de signification de $5\% = \alpha$, il est établi que la série DCT est stable au niveau de l'interception ainsi que dans les modèles de tendance et d'interception.

En d'autres termes, on peut conclure que la série DCT est intégrée du premier ordre.

Le point 7 de la série MLT représente la valeur de la dette à long terme. Les résultats des tests correspondants sont présentés dans le tableau suivant:

Tableau N° 14: Résultats du test Hadri pour MLT.

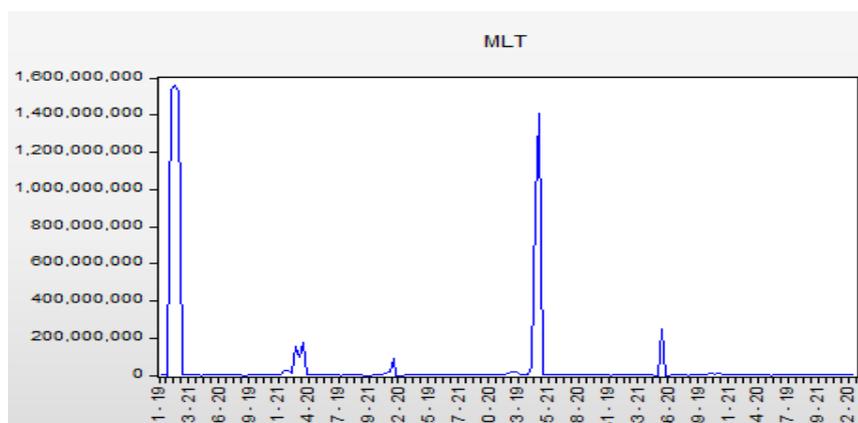
Série MLT		Type de modèle
Hadri Z-stat	Z-stat cohérent hétéroscédastique	
8.39 (0,449) *	10,90 (0,405) *	Tendance et interception
80,32 (0,774) *	80,32 (0,798) *	Intercepter

Source: Résultats extraits de EViewse 10 (annexe 02)

La stabilité est notable de manière significative au seuil de 5 %, que ce soit en se basant sur les valeurs tabulaires de la statistique Z ou en évaluant directement la probabilité.

La probabilité des statistiques (Z-stat hétéroscédastique cohérent) et (Hadri Z-stat) doit dépasser les 5 %. Par conséquent, il est approprié de conclure que la série est stable.

Figure N° 09: Illustration graphique du développement de la série MLT.



Source: Résultats extraits de EViewse 10

CHAPITRE IV : Impact de la politique de financement sur la performance financière, étude empirique sur les entreprises publiques économiques

Après avoir examiné la probabilité des statistiques (Z-stat hétéroscédastique cohérent) et (Hadri Z-stat) au niveau de signification de $5\% = \alpha$, il est établi que la série MLT est stable au niveau de l'interception ainsi que dans les modèles de tendance et d'interception.

En d'autres termes, on peut conclure que la série MLT est intégrée du premier ordre.

Le point 8 de la série LOGACT représente la valeur totale des actifs. Les résultats des tests correspondants sont présentés dans le tableau suivant:

Tableau N° 15: Résultats du test Hadri pour LOGACT.

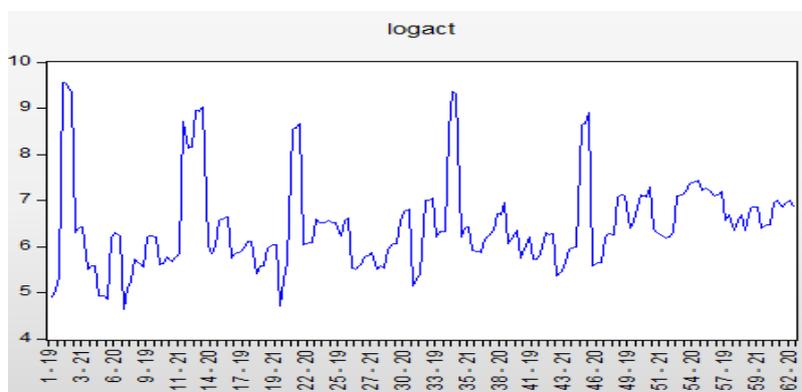
Série LOGACT		Type de modèle
Hadri Z-stat	Z-stat cohérent hétéroscédastique	
8,57 (0,149) *	9,57 (0,105) *	Tendance et interception
81,65 (0,274) *	81,65 (0,298) *	Intercepter

Source: Résultats extraits de EViewse 10 (annexe 02)

La stabilité est notable de manière significative au seuil de 5 %, que ce soit en se basant sur les valeurs tabulaires de la statistique Z ou en évaluant directement la probabilité.

La probabilité des statistiques (Z-stat hétéroscédastique cohérent) et (Hadri Z-stat) doit dépasser les 5 %. Par conséquent, il est approprié de conclure que la série est stable.

Figure N° 10: Courbe de développement LOGACT



Source: Résultats extraits de EViewse 10

CHAPITRE IV : Impact de la politique de financement sur la performance financière, étude empirique sur les entreprises publiques économiques

Après avoir comparé la probabilité des statistiques (Z-stat hétéroscédastique cohérent) et (Hadri Z-stat) au niveau de signification $5\% = \alpha$, il est constaté que la série LOGACT est stable au niveau de l'interception ainsi que dans les modèles de tendance et d'interception.

En d'autres termes, on peut affirmer que la série LOGACT est intégrée du premier ordre.

Le point 9 de la série SEC représente la valeur de la variable binaire. Les résultats des tests correspondants sont présentés dans le tableau suivant:

Tableau N° 16: Résultats du test Hadri pour la SEC.

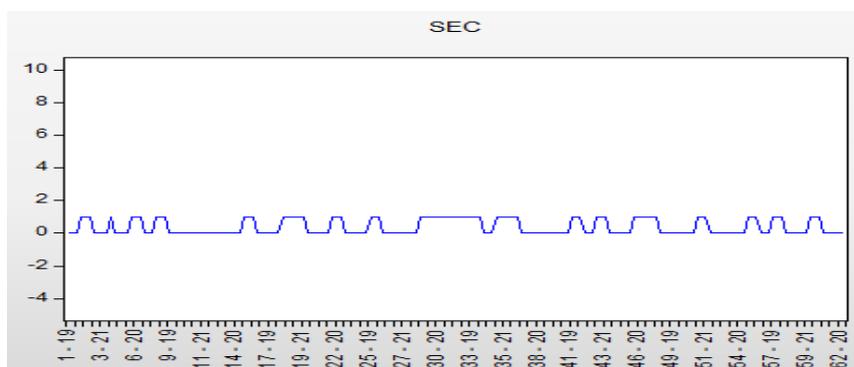
Série SEC		Type de modèle
Hadri Z-stat	Z-stat cohérent hétéroscédastique	
23,56 (0,249) *	23,56 (0,205) *	Tendance et interception
29,24 (0,374) *	29,24 (0,398) *	Intercepter

Source: Résultats extraits de EViewse 10 (annexe 02)

La stabilité est significativement établie au seuil de 5 %, que ce soit en se référant aux valeurs tabulaires de la statistique Z ou en évaluant directement la probabilité.

La probabilité associée aux statistiques (Z-stat hétéroscédastique cohérent) et (Hadri Z-stat) doit dépasser les 5 %. Par conséquent, on peut conclure que la série est stable.

Figure N° 11: Illustration graphique du développement de la série SEC



Source: Résultats extraits de EViewse 10

Après avoir analysé la probabilité des statistiques (Z-stat hétéroscédastique cohérent) et (Hadri Z-stat) avec un niveau de signification de $5\% = \alpha$, il est établi que la série SEC demeure stable au

niveau de l'interception ainsi que dans les modèles de tendance et d'interception. En conséquence, on peut affirmer que la série SEC est intégrée du premier ordre.

2.2. Tests la corrélation entre les variables de l'étude :

Le test d'examen de la matrice de corrélation entre les variables expliquées nous permet de détecter d'éventuelles corrélations multiples entre ces variables. Cela nous assure que le modèle est exempt des problèmes majeurs pouvant survenir lors de l'estimation à l'aide de données de panel. Ainsi, les coefficients de corrélation multiple sont pertinents pour la régression de chaque variable indépendante par rapport au reste des variables. Ce test, interprété et calculé à travers des programmes statistiques économétriques, nous permet également de déterminer le type de relation entre les variables, qu'elle soit positive ou négative. Ci-dessous, nous présentons la matrice de corrélation entre les variables de l'étude.

Nous distinguons deux modèles dans cette étude. Le premier modèle examine la relation entre le rendement des actifs et les variables susceptibles d'influencer la performance financière de l'institution économique. En d'autres termes, le rendement des actifs est expliqué par le pourcentage des actifs financés par l'autofinancement, la part des équipements parmi les actifs, l'actif total, les besoins en fonds de roulement et une variable binaire indiquant si l'institution est commerciale ou économique. Dans le deuxième modèle économétrique, nous analysons la relation entre le rendement des capitaux propres et les variables indépendantes du premier modèle.

Nous présenterons donc la matrice de corrélation pour chaque modèle séparément.

2.2.1. Tester la corrélation entre les variables de l'étude Pour le premier modèle :

Notre premier modèle est le suivant :

$$ROA = \beta_0 + \beta_1AUTACT + \beta_2BFR + \beta_3DCT + \beta_4IMMACT + \beta_5LOGACT + \beta_6MLT + \beta_7SEC$$

Tableau N° 17: la matrice de corrélation entre les variables de l'étude pour le premier modèle

	ROA	AUT_A CT	BFR	DCT	IMM_A CT	LOGA CT	ML T	SEC
ROA	1							
AUT_A CT	-0.112	1						
BFR	-0.026	0.430	1					
DCT	0.031	0.316	0.417	1				
IMM_A CT	-0.063	0.466	0.427	0.400	1			
LOGACT	-0.087	-0.286	-0.180	*-0.624	-0.226	1		
MLT	0.003	0.313	0.462	*0.984	*0.863	-0.153	1	
SEC	-0.024	0.044	0.092	0.119	0.111	0.139	0.117	1

Source: Préparé par le chercheur, sur la base des résultats de EViews 10

*Le problème de corrélation entre les variables expliquées est supérieur à 50 %, ce qui peut entraîner le problème d'une faible corrélation dans le modèle.

D'après le tableau ci-dessus, il est évident que la variable dépendante, le taux de rendement des actifs (ROA), est directement liée à la fois au pourcentage de les dettes a court terme et les dettes à long terme (MLT et DCT) . Cela est démontré par leur corrélation positive, tandis qu'une corrélation négative est observée avec, le ratio des immobilisations et le total des actifs, ainsi que le besoin en fond de roulement, l'autofinancement et la variable binaire (AUT_ACT, IMM_ACT, LOGACT, BFR, SEC).

Nous remarquons également que la corrélation la plus élevée entre les variables explicatives est entre la dette à long terme et la dette à court terme (MLT, DCT), avec un coefficient de corrélation positive de 98.4%. Cela suggère une forte corrélation entre les deux variables, ce qui peut entraîner un problème de corrélation linéaire entre les variables explicatives, ayant un impact sur les résultats de l'estimation du premier modèle, étant donné que le coefficient dépasse 50%.

De plus, il existe d'autres corrélations dépassant les 50%, notamment entre le total des actifs et les dettes à court terme (LOGACT, DCT) avec un taux de corrélation négatif de 62,40%, ainsi qu'entre les dettes à long terme et le total des actifs (MLT, LOGACT). Ces corrélations élevées entre les variables peuvent également poser des problèmes de corrélation linéaire, affectant ainsi les résultats de l'estimation du premier modèle.

Par conséquent, la séparation des variables indépendantes peut poser problème dans la modélisation, car l'une des hypothèses de base peut ne pas être remplie en raison de l'existence du problème de multicollinéarité. Sur cette base, le premier modèle sera divisé en deux modèles

CHAPITRE IV : Impact de la politique de financement sur la performance financière, étude empirique sur les entreprises publiques économiques

distincts, dans lesquels nous séparerons les deux variables: la dette à long terme et la dette à court terme (MLT, DCT). Ainsi, nous obtenons les deux modèles suivants:

Premier modèle A

$$ROA = \beta_0 + \beta_1 \text{AUTACT} + \beta_2 \text{BFR} + \beta_3 \text{DCT} + \beta_4 \text{IMMACT} + \beta_5 \text{LOGACT} + \beta_6 \text{SCE}$$

Premier modèle B

$$ROA = \beta_0 + \beta_1 \text{AUTACT} + \beta_2 \text{BFR} + \beta_3 \text{IMMACT} + \beta_4 \text{LOGACT} + \beta_5 \text{MLT} + \beta_6 \text{SCE}$$

Tableau N° 18: la matrice de corrélation entre les variables de l'étude pour le premier modèle après séparation des deux variables

	ROA	AUT_ACT T	BFR	DCT	IMM_ACT	LOGACT		ROA	AUT_ACT	BFR	IMM_ACT	LOGACT	MLT
ROA	1						ROA	1					
AUT_ACT	-0.112	1					AUT_ACT	-0.112	1				
BFR	-0.026	0.430	1				BFR	-0.026	0.430	1			
DCT	0.031	0.316	0.417	1			IMM_ACT	-0.063	0.466	0.427	1		
IMM_ACT	-0.063	0.466	0.427	0.40	1		LOGACT	-0.087	-0.286	-0.18	-0.226	1	
LOGACT	-0.087	-0.286	-0.18	*-0.62	-0.226	1	MLT	0.003	0.313	0.46	*0.863	-0.153	1

Source: Préparé par le chercheur, sur la base des résultats de EViews 10

*Le problème de corrélation entre les variables expliquées est supérieur à 50 %, ce qui peut entraîner le problème d'une faible corrélation dans le modèle.

2.2.2. Tester la corrélation entre les variables de l'étude Pour le deuxième modèle:

Notre deuxième modèle est le suivant :

$$ROE = \beta_0 + \beta_1AUTACT + \beta_2BFR + \beta_3DCT + \beta_4IMMACT + \beta_5LOGACT + \beta_6MLT + \beta_7SEC$$

Tableau N° 19: la matrice de corrélation entre les variables de l'étude pour le deuxième modèle

	ROE	AUT_ACT	BFR	DCT	IMM_ACT	LOGACT	MLT	SEC
ROE	1							
AUT_ACT	-0.176	1						
BFR	-0.117	0.430	1					
DCT	-0.063	0.316	0.417	1				
IMM_ACT	-0.164	0.466	0.427	0.400	1			
LOGACT	-0.022	-0.286	-0.180	*-0.624	-0.226	1		
MLT	-0.091	0.313	0.462	*0.984	*0.863	-0.153	1	
SEC	-0.088	0.044	0.092	0.119	0.111	0.139	0.117	1

Source: Préparé par le chercheur, sur la base des résultats de EViews 10

* Le problème de corrélation entre les variables expliquées est supérieur à 50 %, ce qui peut entraîner le problème d'une faible corrélation dans le modèle.

Selon les données du tableau précédent, il est évident que la variable dépendante, le taux de rendement des actifs (ROA), présente une relation négative avec tous les variables

Notons également que la corrélation la plus élevée entre les variables explicatives concerne la dette à long terme et la dette à court terme (MLT, DCT), avec un coefficient de corrélation positif de 98,4%. Cette forte corrélation peut entraîner des problèmes de corrélation linéaire entre les variables explicatives, affectant ainsi les résultats de l'estimation du premier modèle, notamment parce qu'elle dépasse 50%.

De plus, d'autres corrélations dépassent également 50%, notamment entre le total des actifs et les dettes à court terme (LOGACT, DCT) avec un coefficient de corrélation négatif de 62,40%, ainsi qu'entre les dettes à long terme et le total des actifs (MLT, LOGACT). Cette forte corrélation entre ces variables peut également poser des problèmes de corrélation linéaire, ce qui affecte les résultats de l'estimation du premier modèle.

En conséquence, il est clair que la séparation des variables indépendantes peut être problématique dans la modélisation, en raison de l'éventuelle non-satisfaction d'une hypothèse de base liée à l'existence du problème de multicollinéarité. Sur cette base, le premier modèle sera scindé en deux

CHAPITRE IV : Impact de la politique de financement sur la performance financière, étude empirique sur les entreprises publiques économiques

modèles distincts, où nous isolerons les deux variables: la dette à long terme et la dette à court terme (MLT, DCT). Ainsi, nous obtenons les deux modèles suivants:

Deuxième modèle C

$$ROE = \beta_0 + \beta_1AUTACT + \beta_2BFR + \beta_3DCT + \beta_4IMMACT + \beta_5LOGACT + \beta_6SCE$$

deuxième modèle D

$$ROE = \beta_0 + \beta_1AUTACT + \beta_2BFR + \beta_3IMMACT + \beta_4LOGACT + \beta_5MLT + \beta_6SCE$$

Tableau N° 20: la matrice de corrélation entre les variables de l'étude pour le premier modèle après séparation des deux variables

	ROE	AUT_	BFR	DCT	IMM_AC	LOGAC		ROE	AUT_	BFR	IMM_AC	LOGAC	MLT
		ACT			T	T			ACT		T	T	
ROE	1						ROE	1					
AUT_	-0.17	1					AUT_A	-0.17	1				
BFR	-0.11	0.430	1				BFR	-0.11	0.430	1			
DCT	-0.06	0.316	0.417	1			IMM_	-0.16	0.466	0.427	1		
IMM_	-0.16	0.466	0.427	0.400	1		LOGA	-0.02	-0.286	-0.180	-0.226	1	
LOGA	-0.02	-	-0.18	*-0.62	-0.226	1	MLT	-0.09	0.313	0.462	*0.863	-0.153	1
LOGA		0.286					CT						

Source: Préparé par le chercheur, sur la base des résultats de EViews 10

*Le problème de corrélation entre les variables expliquées est supérieur à 50 %, ce qui peut entraîner le problème d'une faible corrélation dans le modèle.

Ainsi, dans le cadre de cette approche, et dans le dessein d'estimer les deux modèles selon les données de panel, nous procéderons à l'estimation des quatre modèles. Nous les comparerons en évaluant à la fois la signification partielle et totale du modèle, ainsi qu'en tenant compte des éventuels problèmes d'estimation qui pourraient influencer le modèle estimé. Les quatre modèles à estimer sont les suivants:

$$ROA = \beta_0 + \beta_1AUTACT + \beta_2BFR + \beta_3DCT + \beta_4IMMACT + \beta_5LOGACT + \beta_6SCE \quad \text{Premier modèle A}$$

$$ROA = \beta_0 + \beta_1AUTACT + \beta_2BFR + \beta_3IMMACT + \beta_4LOGACT + \beta_5MLT + \beta_6SCE \quad \text{Premier modèle B}$$

CHAPITRE IV : Impact de la politique de financement sur la performance financière, étude empirique sur les entreprises publiques économiques

$$ROE = \beta_0 + \beta_1 \text{AUTACT} + \beta_2 \text{BFR} + \beta_3 \text{DCT} + \beta_4 \text{IMMACT} + \beta_5 \text{LOGACT} + \beta_6 \text{SCE} \quad \text{deuxième modèle C}$$

$$ROE = \beta_0 + \beta_1 \text{AUTACT} + \beta_2 \text{BFR} + \beta_3 \text{IMMACT} + \beta_4 \text{LOGACT} + \beta_5 \text{MLT} + \beta_6 \text{SCE} \quad \text{deuxième modèle D}$$

La comparaison entre eux est également réalisée en utilisant les modèles de données de panel, où nous évaluons trois modèles de base dans les données de panel, à savoir:

- Le modèle de régression poolée (PRM).
- Le modèle à effets fixes (FEM).
- Le modèle à effets aléatoires (REM).

Estimation des quatre modèles et comparaison:

Dans cette section de l'étude, nous procéderons à l'estimation des quatre modèles en utilisant le modèle de données de panel, avec ses trois types, et les comparerons entre eux. Avant de débiter l'estimation, il est important d'examiner ces modèles:

Modèle de régression groupée (PRM): Ce modèle est considéré comme l'un des modèles de données de panel les plus simples, car tous les coefficients sont constants pour toutes les périodes, ce qui implique que l'effet du temps est négligé. Ce modèle sera formulé selon l'équation suivante:

$$Y_{it} = \beta_0 + \sum_{j=1}^k \beta_j X_{j(it)} + \varepsilon_{it}$$

Modèle à effets fixes (FEM): Ce modèle prend en considération l'évolution de la pente et du segment d'une unité à l'autre pour les unités observées dans l'échantillon étudié. On suppose que les paramètres changent de manière corrigée, ce qui donne lieu aux modèles à effets fixes. Ces modèles capturent à la fois les dimensions individuelles et temporelles du modèle de données de panel. Ainsi, le modèle est estimé en comparant les individus dans le temps. Cette forme doit être formulée selon l'équation suivante:

$$Y_{it} = \sum_{d=2}^N \alpha_d D_d + \sum_{j=1}^k \beta_j X_{j(it)} + \varepsilon_{it}$$

Modèle à effets aléatoires (REM): Dans ce modèle, la constante varie de manière aléatoire, où l'effet aléatoire est engendré par des facteurs individuels et temporels. La formule de ce modèle est la suivante:

$$Y_{it} = \mu + \sum_{j=1}^k \beta_j X_{j(it)} + v_i + \varepsilon_{it}$$

2.3. Estimation du modèle de régression poolée (PRM):

À travers le tableau ci-dessous, nous présentons les résultats de l'estimation du modèle de régression poolée pour les quatre principaux modèles. Ce modèle suppose que tous les coefficients sont constants pour toutes les périodes, ce qui signifie que l'effet du temps est négligé. Nous comparons les quatre modèles en examinant le coefficient de détermination afin de sélectionner le modèle présentant le coefficient de détermination le plus élevé et des estimateurs significatifs, reflétant ainsi la qualité globale du modèle.

Tableau N° 21: Résultats de l'estimation du modèle de régression agrégé pour les quatre principaux modèles

Deuxième modèle D		Deuxième modèle C		Premier modèle B		Premier modèle A		Variables indépendantes
Prob	Coefficient	Prob	Coefficient	Prob	Coefficient	Prob	Coefficient	
***(0.000)	1.216155	***(0.000)	1.185090	**(0.000)	0.391177	***(0.000)	0.367254	C
***(0.001)	-2.349070	**(0.018)	-2.105800	***(0.000)	-0.733516	***(0.003)	-0.587556	AUT_ACTIF
** (0.049)	2.690737	(0.214)	1.815465	*(0.077)	0.815237	(0.436)	0.302283	BFR
---	---	(0.912)	0.010644	---	---	(0.197)	0.032758	DCT
** (0.014)	-0.810662	** (0.011)	-0.837192	** (0.028)	-0.187554	*(0.055)	-0.158411	IMM_ACTIF
(0.448)	-1.114174	***(0.000)	-1.083621	***(0.000)	-0.372299	***(0.000)	-0.349001	LOGACTIF
(0.773)	-0.038124	---	---	(0.806)	-0.004189	---	---	MLT
(0.669)	0.001302	(0.784)	0.000855	(0.174)	0.001144	(0.233)	0.000991	SEC
***(0.000)	44.30424	***(0.000)	54.75366	***(0.000)	21.55955	***(0.000)	23.15844	F-statistic
	0.605766		0.655050		0.427829		0.445425	R-squared
	0.592093		0.643086		0.407985		0.426191	A-R-squared

Source: Résultats extraits de EViewse 10 (Annexe 03)

*L'estimation est statistiquement acceptable à un niveau significatif * à 10 % ** à 5 % *** à 1 %

Selon le tableau ci-dessus, on constate que la plupart des estimateurs du premier modèle, A, ne sont pas statistiquement significatifs à 0,1 %, 5 % et 1 %, tandis que d'autres estimateurs, notamment les variables AUT_ACT, LOGACT, IMM_ACT, sont également statistiquement significatifs. Ces variables expliquent la variable dépendante ROA (Rendement des actifs). Une augmentation du pourcentage d'équipements des actifs ou du pourcentage d'actifs financés par l'autofinancement entraîne une diminution du ROA,. En incluant la constante, elle est statistiquement acceptable à un niveau de signification de 10 %. La plupart des estimateurs présentent un signe positif, indiquant une relation inverse entre la variable dépendante et les variables indépendantes, tandis que trois autres variables et la constante présentent un signe positif, expliquant une relation positive avec la variable dépendante.

Pour le premier modèle B, deux estimateurs sont statistiquement inacceptables à 10 %, 5 % et 1 %, tandis que d'autres estimateurs, AUT_ACT, LOGACT, sont également statistiquement significatifs au seuil de 10 %, 5 % et 1 %. Aussi, l'estimateur IMM_ACT est statistiquement significatif au seuil de 5% et 10%. L'estimateur BFR est statistiquement significatif au seuil de 1%. Les variables relatives l'autofinancement, le besoin en fond de roulement, l'actif immobilisé et les équipements d'actif expliquent également la variable dépendante ROA.

Une augmentation du pourcentage d'équipements des actifs ou du pourcentage d'actifs financés par l'autofinancement ou de l'actif immobilisé entraîne une diminution du ROA, tandis qu'une augmentation du BFR entraîne une augmentation du ROA. En incluant la constante, elle est statistiquement acceptable aux niveaux de signification de 10 %, 5 % et 1%. La plupart des estimateurs présentent un signe négatif, tandis qu'un signe positif est observé pour deux autres variables et la constante.

Pour le deuxième modèle C, la plupart des estimateurs sont statistiquement inacceptables à 10 %, 5 % et 1 %, tandis que d'autres estimateurs sont statistiquement significatifs, à savoir LOGACT au seuil de 10 %, 5 % et 1 %, et les estimateurs IMM_ACT et AUT_ACT au seuil de 10% et 5%. La variable constante est aussi statistiquement significatif au seuil de 10% , 5% et 1%. Les variables équipement d'actifs, l'actif immobilisé et l'autofinancement expliquent la variable dépendante ROE (Rendement des capitaux propres). Une augmentation de ces variables entraîne une diminution du ROE,. La plupart des estimateurs présentent un signe négatif ce qui confirme une relation inverse entre eux et la variable ROE, tandis qu'un signe négatif est observé pour la constante. Pour le deuxième modèle D, la plupart des estimateurs sont statistiquement inacceptables à 0,1 %, 5 % et 1 %, tandis que d'autres estimateurs, AUT_ACT, est également statistiquement significatifs à 10% , 5% et 1% et les estimateurs BFR et IMM_ACT sont aussi statistiquement significatifs au seuil de 10% et 5%. Ces variables expliquent également la variable dépendante ROE. Une augmentation du pourcentage d'actifs financés par l'autofinancement et une augmentation du total des actifs entraîne une diminution du ROE, tandis qu'une augmentation du besoin en fond de roulement entraîne une augmentation du ROE. La plupart des estimateurs présentent un signe négatif, tandis que le signe positif est observé pour une variable et pour la constante. En comparant les quatre modèles en utilisant le coefficient de détermination, on remarque que le deuxième modèle C, est le meilleur, car il présente le coefficient de détermination le plus élevé. Par conséquent, on peut juger que le deuxième modèle C, qui représente la relation entre la variable dépendante ROE et les variables explicatives (AUT_ACTIF BFR, DCT, IMM_ACTIF, , SEC ,LOGACTIF) , est le meilleur modèle selon l'approche du modèle de régression poolée.

2.4. Estimation du modèle à effets fixes (FEM):

À travers le tableau ci-dessous, nous présentons les résultats de l'estimation du modèle à effets fixes. Il existe quatre principaux modèles, et ce modèle prend en compte l'évolution de la pente et du segment d'une unité à l'autre pour les unités observées dans l'échantillon étudié. On suppose que les paramètres changent de manière corrigée. Ces modèles, appelés modèles à effets fixes, capturent à la fois les dimensions individuelles et temporelles. Nous comparons les quatre modèles

CHAPITRE IV : Impact de la politique de financement sur la performance financière, étude empirique sur les entreprises publiques économiques

en examinant le coefficient de détermination afin de sélectionner le modèle avec le coefficient de détermination le plus élevé, des estimateurs significatifs et une signification globale du modèle.

Tableau N° 22: Résultats de l'estimation du modèle à effets fixes pour les quatre modèles principaux

Deuxième modèle D		Deuxième modèle C		Le premier modèle B		Le premier modèle A		Variables indépendantes
Prob	Coefficient	Prob	Coefficient	Prob	Coefficient	Prob	Coefficient	
(0.006)***	1.592705	*** (0.007)	1.582746	(0.113)	0.474489	(0.114)	0.471838	C
(0.526)	-1.211875	(0.538)	-1.187035	*(0.072)	-0.481553	*** (0.002)	-0.476227	AUT_ACTIF
(0.781)	-1.430646	(0.921)	-0.401547	(0.840)	-0.338926	(0.966)	-0.055026	BFR
---	---	(0.448)	0.244951	---	---	(0.539)	0.064896	DCT
(0.039)**	-1.292529	** (0.042)	-1.279194	(0.192)	-0.267642	** (0.028)	-0.264207	IMM_ACTIF
(0.011)**	-1.482537	** (0.011)	-1.472797	(0.132)	-0.454080	(0.583)	-0.451486	LOGACTIF
(0.434)	0.170235	---	---	(0.522)	0.045610	---	---	MLT
(0.874)	-0.001586	(0.884)	-0.001456	(0.678)	0.001360	(0.670)	0.001397	SEC
** (0.032)	0.542	** (0.032)	2.160165	*** (0.008)	2.453	*** (0.009)	5.561873	F-statistic
	0.491980		0.4191785		0.3068275		0.3368094	R-squared
	0.449499		0.4149295		0.3024686		0.3324496	A-R-squared

Source: Résultats extraits de EViewse 10 (Annexe 04)

*L'estimation est statistiquement acceptable à un niveau significatif * à 10 % ** à 5 % *** à 1 % Selon le tableau ci-dessus, on remarque que la plupart des estimateurs du premier modèle, A, sont statistiquement inacceptables à 10 %, 5 % et 1 %. Cependant, la variable IMM_ACT et AUT_ACT est statistiquement significative à ces niveaux. Il est à noter que la variable IMM_ACT n'est pas significative à 1 %, ce qui suggère que le pourcentage de l'actif immobilisé et la part des actifs financés par l'autofinancement expliquent la variable dépendante ROA (rentabilité économique). Une augmentation de ces deux estimateurs entraîne une diminution du ROA,. La plupart des estimateurs présentent un signe négatif, indiquant une relation inverse entre la variable dépendante et les variables indépendantes, tandis que deux autres variables et la constante présentent un signe positif, expliquant une relation positive avec la variable dépendante.

Quant au premier modèle B, la plupart des estimations sont statistiquement inacceptables à 10 %, 5 % et 1 %. Cependant, la variable AUT_ACT est statistiquement significative à ces niveaux. Une augmentation du pourcentage de l'autofinancement entraîne une diminution du ROA. La plupart des estimateurs présentent un signe négatif, indiquant une relation inverse entre la variable

dépendante et les variables indépendantes, tandis que deux autres variables et la constante présentent un signe positif, expliquant une relation positive avec la variable dépendante.

Pour le deuxième modèle C, tous les estimateurs sont statistiquement inacceptables à 10 %, 5 % et 1 %. Les deux estimateurs IMM_ACT et LOGACT sont statistiquement significatifs à 10% et 5%. La plupart des estimateurs présentent un signe négatif, indiquant une relation inverse entre la variable dépendante et les variables indépendantes, tandis qu'une variable et la constante présentent un signe positif.

Quant au deuxième modèle D, tous les estimateurs sont statistiquement inacceptables à 10 %, 5 % et 1 %. Les deux estimateurs IMM_ACT et LOGACT sont statistiquement significatifs à 10% et 5% et présente une relation inverse avec la variable ROE.. La plupart des estimateurs présentent un signe négatif, indiquant une relation inverse entre la variable dépendante et les variables indépendantes, tandis qu'une variable et la constante présente un signe positif.

En comparant les quatre modèles en utilisant le coefficient de détermination, on remarque que le deuxième modèle D est le meilleur, car il présente le coefficient de détermination le plus élevé.

Ainsi, on peut conclure que le deuxième modèle D, qui représente la relation entre la variable dépendante ROE et les variables explicatives (AUT_ACTIF BFR, DCT, IMM_ACTIF, , SEC ,LOGACTIF) , est le meilleur modèle selon l'approche du modèle à effets fixes du Panel.

2.5 Haut du formulaire

2.5.1. Test du compromis entre le modèle à effets fixes (FEM) et le modèle d'estimation du modèle de régression groupé (PRM):

Le test de Fisher est utilisé pour comparer la performance du modèle de régression poolée (PRM) avec celle du modèle à effets fixes (FEM). Si la valeur de la statistique F calculée est supérieure à la valeur critique de la statistique F tabulée, alors l'hypothèse nulle, qui stipule que le modèle de régression poolée est le plus approprié, est rejetée. En revanche, l'hypothèse alternative, selon laquelle le modèle à effets fixes est plus approprié, est acceptée, et inversement.

Ce test repose sur deux hypothèses fondamentales, et la statistique de Fisher est calculée selon la relation suivante:

$$F = \frac{(R_{FEM}^2 - R_{PRM}^2) / (N - 1)}{(1 - R_{FEM}^2) / (NT - N - K)} \rightarrow (N - 1, NT - N - K)$$

Alors que

$\{H_0: \text{modèle approprié est (PRM)}$
 $\{H_1: \text{modèle approprié est (FEM)}$

CHAPITRE IV : Impact de la politique de financement sur la performance financière, étude empirique sur les entreprises publiques économiques

Dans la formule ci-dessus, k représente le nombre d'estimateurs, R^2 est le carré du coefficient de détermination pour le modèle à effets fixes, R^2 (PRM) est le carré du coefficient de détermination pour le modèle de régression poolée, N_s est le nombre de sections transversales, et N est le nombre total d'observations.

En utilisant le logiciel EViews 10, nous avons calculé le test de comparaison entre la performance du modèle de régression poolée (PRM) et celle du modèle à effets fixes (FEM) pour les deux modèles principaux. Les résultats de ces tests sont affichés dans le tableau ci-dessous:

Tableau N° 23: Résultats des tests Tester les effets fixes de la section transversale pour les deux modèles principaux

	Effects Test	Statistic	d.f	Prob
Premier modèle A	Period F	0.654787	(2,171)	(0.002)***
	Period Chi-square	1.373248	2	0.012)**(
Premier modèle B	Period F	0.749837	(2,171)	(0.004)***
	Period Chi-square	1.571722	2	0.044)**(
Deuxième modèle C	Period F	0.018203	(2,171)	(0.363)
	Period Chi-square	1.130922	2	(0.987)
Deuxième modèle D	Period F	1.029076	(2,171)	(0.019)**
	Period Chi-square	2.153541	2	(0.344)**

Source: Résultats extraits de EViewse 10 (Annexe 05)

En comparant les statistiques F calculées et tabulées, si la valeur calculée est inférieure à la valeur tabulée, nous rejetons l'hypothèse selon laquelle le modèle approprié est le modèle agrégé et acceptons celle selon laquelle le modèle approprié est le modèle à effets fixes, et vice versa.

Pour le premier modèle A: Après le test de Fisher et la comparaison des statistiques F calculées et tabulées, nous remarquons que la probabilité (0,002) est inférieure aux niveaux de signification de 10 %, 5 % et 1 %, ce qui signifie que la statistique calculée est supérieure à la statistique tabulée. Par conséquent, nous rejetons l'hypothèse selon laquelle le modèle approprié est le modèle agrégé et acceptons l'hypothèse que le modèle approprié est le modèle à effets fixes. Sur cette base, nous procédons à l'estimation du modèle aléatoire pour le premier modèle A.

Pour le premier modèle B: Après le test de Fisher et la comparaison des statistiques F calculées et tabulées, nous remarquons que la probabilité (0,004) est inférieure aux niveaux de signification de 10 %, 5 % et 1 %, ce qui signifie que la statistique calculée est supérieure à la statistique tabulée. Par conséquent, nous rejetons l'hypothèse selon laquelle le modèle approprié est le modèle agrégé et acceptons l'hypothèse que le modèle approprié est le modèle à effets fixes. Sur cette base, nous procédons à l'estimation du modèle aléatoire pour le premier modèle B.

Pour le deuxième modèle C: Après le test de Fisher et la comparaison des statistiques F calculées et tabulées, nous remarquons que la probabilité (0,363) est supérieure aux niveaux de signification de 10 %, 5 % et 1 %, ce qui signifie que la statistique calculée est inférieure à la statistique tabulée.

Nous acceptons donc l'hypothèse selon laquelle le modèle approprié est le modèle agrégé et rejetons l'hypothèse selon laquelle le modèle approprié est le modèle à effets fixes. Par conséquent, nous n'estimons pas le modèle aléatoire pour le deuxième modèle C.

Pour le deuxième modèle D: Après le test de Fisher et la comparaison des statistiques F calculées et tabulées, nous remarquons que la probabilité (0,019) est inférieure aux niveaux de signification de 10 %, 5 % et 1 %, ce qui signifie que la statistique calculée est supérieure à la statistique tabulée. Nous rejetons donc l'hypothèse selon laquelle le modèle approprié est le modèle agrégé et acceptons l'hypothèse selon laquelle le modèle approprié est le modèle à effets fixes. Par conséquent, nous estimons le modèle aléatoire pour le deuxième modèle D.

Ainsi, nous pouvons conclure que le modèle approprié pour le deuxième modèle C, est le modèle de régression poolée, qui représente la relation entre la variable dépendante ROE (Rendement des capitaux propres) et les variables explicatives. Pour le premier modèle A, le premier modèle B et le deuxième modèle D, nous passons à l'estimation de leur modèle aléatoire.

2.5.2. Estimation d'un modèle à effets aléatoires (REM):

Le tableau ci-dessous présente les résultats de l'estimation du modèle à effets aléatoires pour le premier modèle A, le premier modèle B et le deuxième modèle D. Ce modèle considère que la constante varie de manière aléatoire, car l'effet aléatoire a été observé à la fois dans les facteurs individuels et temporels. Nous comparons ici les deux modèles en utilisant le coefficient de détermination afin de choisir celui qui possède le plus grand coefficient de détermination et est significatif pour les estimations globales du modèle.

Tableau N° 24: Résultats de l'estimation du modèle à effets aléatoires pour les trois modèles

Le deuxième modèle D		Le premier modèle B		Le premier modèle A		Variables indépendantes
Prob	Coefficient t	Prob	Coefficient	Prob	Coefficient	
(0,079)**	1.196924	(0.154)	0.344383	(0.150)	0.346814	C
(0,018)**	-2.679586	** (0.016)	-1.072319	** (0.092)	-0.828760	AUT_ACTIF
(0,511)	1.648860	(0.295)	1.039218	(0.705)	0.339028	BFR
		---	---	(0.421)	0.043121	DCT
** (0.045)	-0.355178	(0.049)**	-0.134900	(0.063)**	-0.101500	IMM_ACTIF
** (0.025)	-1.103817	(0.088)**	-0.326631	(0.095)**	-0.330043	LOGACTIF
(0,861)	0.016372	(0.883)	-0.005434	---	---	MLT
(0,681)	-0.006482	(0.952)	0.000309	(0.985)	9.25E-05	SER
*** (0.000)	4.004347	(0.112)	0.542	* (0.007)	3.062606	F-statistic
	0.5121944		0.5951627		0.5996019	R-squared
	0.5091491		0.5868738		0.5864667	A-R-squared

Source: Résultats extraits de EViewse 10 (Annexe 06)

*L'estimation est statistiquement acceptable à un niveau significatif * à 10 % ** à 5 % *** à 1 %

D'après le tableau ci-dessus, dans le premier modèle A, la plupart des estimations sont statistiquement inacceptables à 10 %, 5 % et 1 %, tandis que les estimations pour AUT_ACT, IMM_ACT et LOGACT sont statistiquement significatives à 10 % et 5 %. On peut donc dire que l'autofinancement, l'actif immobilisé et les éléments d'actif expliquent la variable dépendante ROA (Retour sur actifs), sachant que le signe de ces variables est négatif ce qui indique une relation inverse entre la variable dépendante et les variables indépendantes, tandis que le signe des autres variables est positif, expliquant ainsi la relation directe entre ces variables et la variable dépendante.

Quant au premier modèle B, la plupart des estimations sont statistiquement inacceptables à 10 %, 5 % et 1 %, tandis que les estimations pour AUT_ACT, IMM_ACT et LOGACT sont statistiquement significatives à 10 % et 5 %. On peut donc dire que l'autofinancement, l'actif immobilisé et les éléments d'actif expliquent la variable dépendante ROA (Retour sur actifs). Aussi, le signe de ces variables est négatif ce qui indique une relation inverse entre la variable dépendante et les variables indépendantes, tandis que le signe des autres variable est positif, expliquant ainsi la relation directe entre ces variables et la variable dépendante.

Pour le deuxième modèle D, la plupart des estimations sont statistiquement inacceptables à 10 %, 5 % et 1 %, tandis que les estimations pour AUT_ACT, IMM_ACT et LOGACT sont statistiquement significatives à 10 % et 5 %, ainsi que la constante au même seuil. On peut donc

dire que l'autofinancement, l'actif immobilisé et les éléments d'actif expliquent la variable dépendante ROA (Retour sur actifs). Aussi, le signe de ces variables, à l'exception de la constante, est négatif ce qui indique une relation inverse entre la variable dépendante et les variables indépendantes, tandis que le signe des autres variable est positif, expliquant ainsi la relation directe entre ces variables et la variable dépendante.

Par conséquent, on peut juger que le premier modèle A, qui représente la relation entre la variable dépendante ROA (Retour sur actifs) et les variables explicatives, est meilleur que le premier modèle B et que le deuxième modèle D, selon le modèle aléatoire de Panel.

2.6. Test du compromis entre le modèle à effets fixes (FEM) et le modèle à effets aléatoires (REM) :

A l'aide du test de Hausman, une comparaison est effectuée entre le modèle à effets aléatoires (REM) et le modèle à effets fixes (FEM) pour le premier modèle A, le premier modèle B et le deuxième modèle D. Si la valeur statistique, représentée par la statistique Chi-Carré calculée, est supérieure à la valeur statistique tabulée, l'hypothèse nulle est rejetée, ce qui affirme que le modèle à effets aléatoires est le modèle approprié. On accepte alors l'hypothèse alternative, qui stipule que le modèle à effets fixes est le modèle approprié, et vice versa

Où les hypothèses sont les suivantes

$$\begin{cases} H_0: \hat{\alpha}_{LSDV} - \hat{\alpha}_{MCG} = \mathbf{0} \rightarrow \text{modèle approprié (REM) modèle a effets aléatoires} \\ H_1: \hat{\alpha}_{LSDV} - \hat{\alpha}_{MCG} \neq \mathbf{0} \rightarrow \text{modèle approprié (FEM) modèle à effets fixe} \end{cases}$$

Le format du test est le suivant:

$$H = (\hat{\alpha}_{LSDV} - \hat{\alpha}_{MCG})' [Var(\hat{\alpha}_{LSDV}) - Var(\hat{\alpha}_{MCG})]^{-1} (\hat{\alpha}_{LSDV} - \hat{\alpha}_{MCG})$$

. Nous allons donc procéder au test de Hausman pour déterminer le modèle approprié pour les trois modèles.

Le tableau ci-dessous présente les résultats obtenus grâce à ce test, réalisé à l'aide du programme EViews 10

Tableau N° 25: résultats du test Hausman pour le premier modèle A

Test cross-section random effects				
	Test Summary	Chi-Sq. Statistic	Chi-Sq. d.f	Prob
Le premier modèle A	Cross-section random	2.438745	5	(0.785)
Cross-section random effects test comparisons				
Variable	Fixed	Random	Var (Diff.)	Prob
AUT_ACTIF	-1.069430	-0.828760	0.093516	(0.431)
BFR	0.505351	0.339028	0.299252	(0.761)
DCT	0.052031	0.043121	0.000551	(0.704)
IMM_ACTIF	-0.057360	-0.101500	0.004890	(0.527)
LOGACTIF	-0.309835	-0.330043	0.122684	(0.954)

Source: Résultats extraits de EViewse 10 (Annexe 07)

Pour comparer les statistiques du test de Hausman, si les résultats calculés sont inférieurs à ceux tabulés, nous acceptons l'hypothèse que le modèle approprié est le modèle à effets fixes. En revanche, si les résultats calculés sont supérieurs aux valeurs tabulées, nous rejetons l'hypothèse selon laquelle le modèle approprié est le modèle à effets fixes, et vice versa.

Pour le premier modèle A: En utilisant le test de Hausman et en comparant les statistiques de Hausman calculées et tabulées, nous observons que la probabilité (0,785) est supérieure aux niveaux de signification de 10 %, 5 % et 1 %. Cela indique que la probabilité calculée est inférieure à la probabilité tabulée. Par conséquent, nous acceptons l'hypothèse que le modèle approprié est le modèle à effets aléatoires, et nous rejetons l'hypothèse selon laquelle le modèle approprié est le modèle à effets fixes. Sur cette base, nous concluons que le modèle à effets aléatoires est approprié.

Tableau N° 26 : résultats du test Hausman pour le premier modèle B

Test cross-section random effects				
	Test Summary	Chi-Sq. Statistic	Chi-Sq. d.f	Prob
Le premier modèle B	Cross-section random	2.670	5	(0.814)
Cross-section random effects test comparisons				
Variable	Fixed	Random	Var(Diff.)	Prob
AUT_ACTIF	-1.334207	-1.072319	0.066388	(0.309)
BFR	1.200245	1.039218	0.299065	(0.768)
IMM_ACTIF	-0.082966	-0.134900	0.004979	(0.461)
LOGACTIF	-0.235366	-0.326631	0.127761	(0.798)
MLT	0.001602	-0.005434	0.000471	(0.745)

Source: Résultats extraits de EViewse 10 (Annexe 07)

Pour le premier modèle B: En utilisant le test de Hausman et en comparant les statistiques de Hausman calculées et tabulées, nous remarquons que la probabilité (0,814) est supérieure aux niveaux de signification de 10 %, 5 % et 1 %. Cela indique que la probabilité calculée est inférieure à la probabilité tabulée. Ainsi, nous acceptons l'hypothèse que le modèle approprié est le modèle à effets aléatoires, et rejetons l'hypothèse selon laquelle le modèle approprié est le modèle à effets fixes. Sur cette base, nous confirmons que le modèle à effets aléatoires est approprié.

Tableau N° 27: résultats du test Hausman pour le deuxième modèle D

Test cross-section random effects				
	Test Summary	Chi-Sq. Statistic	Chi-Sq. d.f	Prob
Le deuxième modèle D	Cross-section random	2.670	5	(0.007)***
Cross-section random effects test comparisons				
Variable	Fixed	Random	Var(Diff.)	Prob
AUT_ACTIF	-3.219138	-2.679586	0.287680	(0.009)
BFR	0.790497	1.648860	1.354429	(0.008)
IMM_ACTIF	-0.227571	-0.355178	0.021616	(0.001)
LOGACTIF	-1.561677	-1.103817	0.649579	(0.008)
MLT	0.082860	0.016372	0.002202	(0.005)

Source: Résultats extraits de EViewse 10 (Annexe 07)

Pour le deuxième modèle D: En utilisant le test de Hausman et en comparant les statistiques de Hausman calculées et tabulées, nous remarquons que la probabilité (0,007) est inférieure aux niveaux de signification de 10 %, 5 % et 1 %. Cela indique que la probabilité calculée est

CHAPITRE IV : Impact de la politique de financement sur la performance financière, étude empirique sur les entreprises publiques économiques

supérieure à la probabilité tabulée. Ainsi, nous rejetons l'hypothèse que le modèle approprié est le modèle à effets aléatoires, et acceptons l'hypothèse selon laquelle le modèle approprié est le modèle à effets fixes. Sur cette base, nous confirmons que le modèle à effets fixes est approprié.

2.7. Estimation des modèles sélectionnés à l'aide du modèle Panel:

À travers le tableau ci-dessous, nous présentons les résultats de l'estimation des modèles sélectionnés par comparaison entre les modèles de Panel. En utilisant à la fois le test de Fisher et le test de Hausman, nous avons conclu que les modèles appropriés sont:

Tableau N° 28: Résultats d'estimation des modèles sélectionnés à l'aide du Model Panel

Le deuxième modèle D		Le deuxième modèle C		Le premier modèle B		Le premier modèle A		Variables indépendantes
Prob	Coefficient	Prob	Coefficient	Prob	Coefficient	Prob	Coefficient	
(0.006)***	1.592705	***(0.000)	1.185090	(0.996)	0.344383	(0.150)	0.346814	C
(0.526)	-1.211875	** (0.018)	-2.105800	** (0.018)	-1.072319	** (0.092)	-0.828760	AUT_ACTIF
(0.781)	-1.430646	(0.214)	1.815465	(0.306)	1.039218	(0.705)	0.339028	BFR
---	---	(0.912)	0.010644	---	---	(0.421)	0.043121	DCT
(0.039)**	-1.292529	** (0.011)	-0.837192	(0.949)	-0.134900	(0.063)**	-0.101500	IMM_ACTIF
(0.011)**	-1.482537	*** (0.000)	-1.083621	(0.788)	-0.326631	(0.095)**	-0.330043	LOGACTIF
(0.434)	0.170235	---	---	(0.890)	-0.005434	---	---	MLT
(0.874)	-0.001586	(0.784)	0.000855		0.000309	(0.985)	9.25E-05	SCE
** (0.032)	0.542	*** (0.000)	54.75366	(0.112)	0.542	*(0.007)	3.062606	F-statistic
	0.491980		0.655050		0.5951627		0.5996019	R-squared
	0.449499		0.643086		0.5868738		0.5864667	A-R-squared

Source: Résultats extraits de EViewse 10

*L'estimation est statistiquement acceptable au niveau de signification de 1 % ** à 5*** % à 10 %

Comme mentionné précédemment, le modèle approprié pour le premier modèle A et le premier modèle B est le modèle à effets aléatoires. Pour le deuxième modèle C, le modèle approprié est la régression poolée, tandis que le deuxième modèle D, le modèle approprié était le modèle des effets fixes.

Du tableau ci-dessus, on constate que le premier modèle A est le meilleur en termes de significativité partielle et totale par rapport aux trois autres modèles.

Quant au deuxième D, il n'est pas statistiquement acceptable. (R-squared inférieur à 50%)

Tests de diagnostic du modèle d'estimateur choisi : Pour s'assurer de la qualité des modèles sélectionnés et pour surmonter les problèmes standards, les tests de diagnostic suivants ont été effectués:

2.7.1. Tests de diagnostic pour le premier modèle A:

2.7.1.1.- Test d'autocorrélation des erreurs:

Tableau N° 29: Test d'autocorrélation des erreurs

Residual Cross-Section Dependence Test				
Premier modèle A (REM)*	Test	Statistic	d.f	Prob
	Breusch-Pagan LM	2769.436	1770	0.0000
	Pesaran scaled LM	16.79783	1770	0.0000
	Pesaran CD	10.17076	1770	0.0000

Source: Résultats extraits de EViewse 10 (Annexe 08)

(*) désigne le modèle choisi en comparant les deux modèles avec des modèles panel

Le test LM de corrélation sérielle de Breusch-Godfrey indique que la valeur de probabilité de LM a été estimée à (2769,436), avec une valeur de probabilité de 0,0000 inférieure à 0,01. Cela confirme l'acceptation de l'hypothèse alternative selon laquelle il y a un problème d'autocorrélation pour les résidus.

2.7.1.2.Le problème de non-variance du terme d'erreur:

Tableau N° 30: Le problème de la non-variance du terme d'erreur

Heteroskedasticity LR Test				
Premier modèle A (REM)*	Test	Statistic	d.f	Prob
	Likelihood ratio	359.59	26	0.000)(
	Restricted LogL	-3.95	179	---
	Unrestricted LogL	175.83	179	---

Source: Résultats extraits de EViewse 10 (Annexe 09)

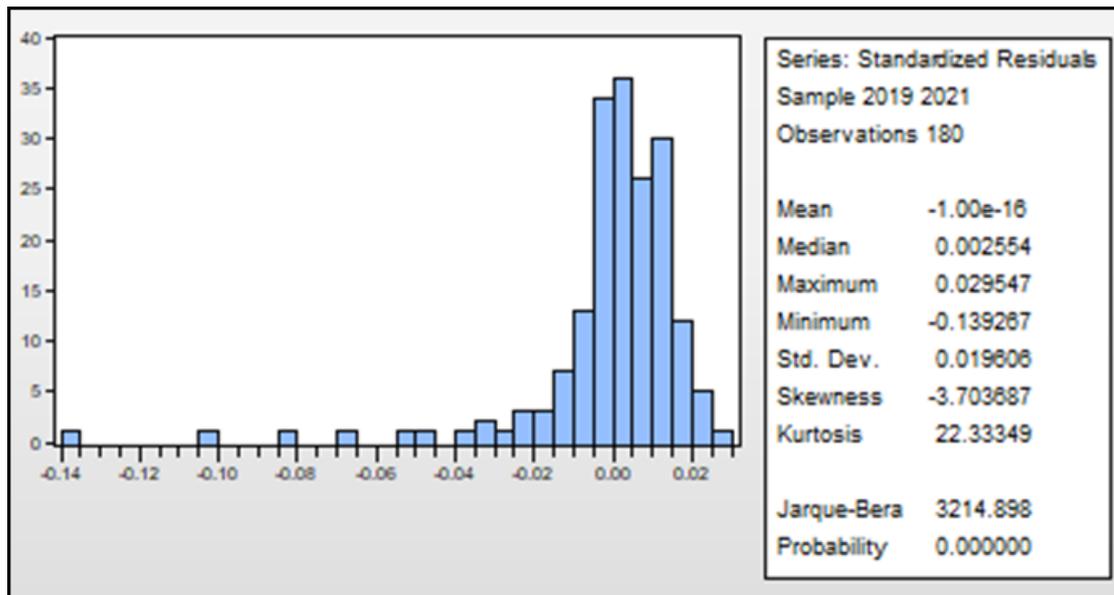
(*) désigne le modèle choisi en comparant les deux modèles avec des modèles panel

Le test de stabilité de la variance conditionnelle à l'autorégression, également connu sous le nom de test d'hétéroscédasticité LR, indique que l'hypothèse nulle de non-stationnarité de la variance du terme d'erreur aléatoire dans le modèle estimé est acceptée. La valeur de LR est de 359,591

avec une valeur de probabilité de (0,000), ce qui est inférieur à 0,05. Autrement dit, le modèle souffre d'un problème d'hétéroscédasticité

2.7.1.3 Test de Normalité de Jarque-Bera:

Figure N° 12: Le test de normalité de Jarque-Bera représente la distribution normale



Source: Résultats extraits de EViewse 10

Le test de Jarque-Bera a donné une statistique de 3214,898 avec une probabilité de 0,00, ce qui conduit à rejeter l'hypothèse nulle. Cela indique que le reste de l'équation de régression suit une distribution normale. En d'autres termes, le résidu du modèle présente une distribution normale.

2-7-2- Tests de diagnostic pour le premier modèle B:

2-7-2-1- Test d'autocorrélation des erreurs:

Tableau N° 31: Test d'autocorrélation des erreurs

Residual Cross-Section Dependence Test				
	Test	Statistic	d.f	Prob
Le premier modèle B (REM)*	Breusch-Pagan LM	2743.728	1770	0.0000
	Pesaran scaled LM	16.36575	1770	0.0000
	Pesaran CD	6.926758	1770	0.0000

Source: Résultats extraits de EViewse 10 (Annexe 08)

(*) désigne le modèle choisi en comparant les deux modèles avec des modèles panel

Le test de corrélation sérielle LM de Breusch-Godfrey a montré une statistique de test estimée à 2743,728 avec une valeur de probabilité de 0,0000 supérieure à 0,01. Ceci confirme l'acceptation de l'hypothèse nulle selon laquelle il existe un problème d'autocorrélation pour les résidus.

2-7-2-2- Le problème de non-variance du terme d'erreur :

Tableau N° 32: Le problème de la non-variance du terme d'erreur

Heteroskedasticity LR Test				
Le premier modèle B (REM)*	Test	Statistic	d.f	Prob
	Likelihood ratio	368.28	62	0.000)(
	Restricted LogL	-4.00	179	---
	Unrestricted LogL	180.14	179	---

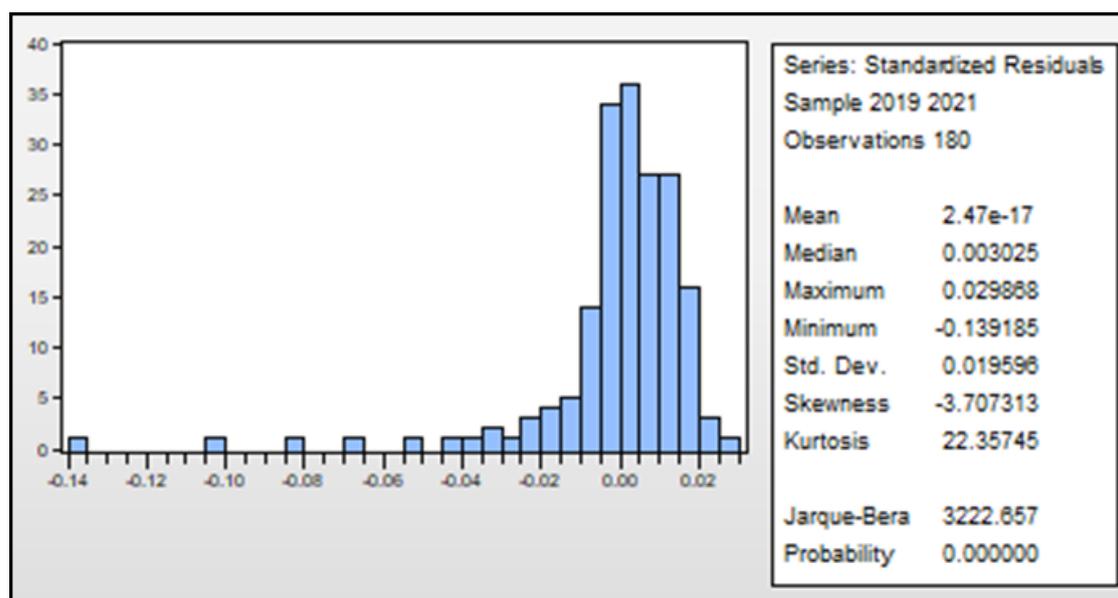
Source: Résultats extraits de EViewse 10 (Annexe 09)

(*) désigne le modèle choisi en comparant les deux modèles avec des modèles panel

Le test de White pour l'hétéroscédasticité LR montre que l'hypothèse nulle de non-stationnarité de la variance du terme d'erreur aléatoire dans le modèle estimé est acceptée, avec une statistique de LR de 368,28 et une valeur de probabilité de 0,000, inférieure à 0,05. En d'autres termes, le modèle présente un problème d'hétéroscédasticité.

2.7.2.3. Test de Normalité de Jarque-Bera:

Figure N° 13: Le test de normalité de Jarque-Bera représente la distribution normale des erreurs



Source: Résultats extraits de EViewse 10 Jarque -Bera

Le test de Jarque-Bera a donné une statistique de 3222,657 avec une probabilité de 0,000, ce qui conduit au rejet de l'hypothèse nulle. Cela indique que les résidus de l'équation de régression suivent une distribution normale. En d'autres termes, les résidus du modèle présentent une distribution normale.

2-7-3- Tests de diagnostic pour le deuxième modèle C:

2-7-3-1- Test d'autocorrélation des erreurs:

Tableau N° 33: Test d'autocorrélation des erreurs

Residual Cross-Section Dependence Test				
Le deuxième modèle C (PRM)*	Test	Statistic	d.f	Prob
	Breusch-Pagan LM	2940.444	1770	0.0000
	Pesaran scaled LM	19.67203	1770	0.0000
	Pesaran CD	1.356980	1770	0.1189

Source: Résultats extraits de EViewse 10 (Annexe 08)

(*) désigne le modèle choisi en comparant les deux modèles avec des modèles panel

Le test de corrélation sérielle LM de Breusch-Godfrey a donné une statistique de test estimée à 2940,444 avec une valeur de probabilité de 0,0000 supérieure à 0,01. Ceci confirme l'acceptation de l'hypothèse nulle, indiquant ainsi qu'il existe un problème d'autocorrélation pour les résidus.

2-7-3-2- Le problème de non-variance du terme d'erreur :

Tableau N° 34: Le problème de la non-variance du terme d'erreur

Heteroskedasticity LR Test				
Le deuxième modèle C (PRM)*	Test	Statistic	d.f	Prob
	Likelihood ratio	566.17	62	0.000)(
	Restricted LogL	-123.94	179	---
	Unrestricted LogL	159.14	179	---

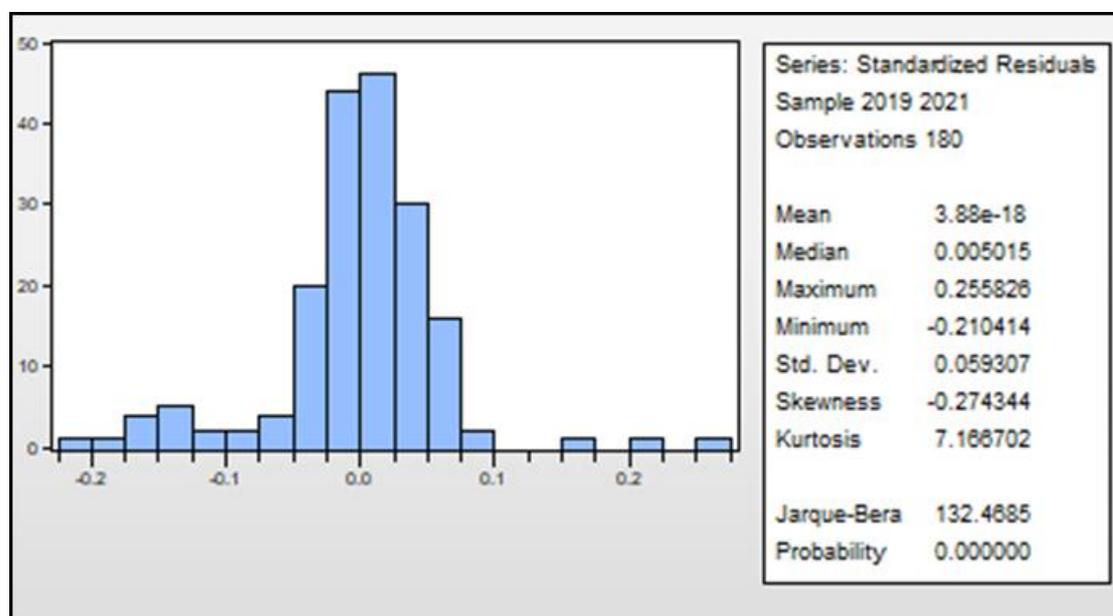
Source : Résultats extraits d'EViews 10 (Annexe 09)

(*) désigne le modèle choisi en comparant les deux modèles avec des modèles panel

Le test d'hétéroscédasticité LR montre que l'hypothèse nulle de non-stationnarité de la variance du terme d'erreur aléatoire dans le modèle estimé est acceptée, avec une statistique de LR de 566,177 et une valeur de probabilité de 0,000, inférieure à 0,05. En d'autres termes, le modèle présente un problème d'hétéroscédasticité.

2.7.3.3 Test de Normalité de Jarque-Bera:

Figure N° 14: Le test de normalité de Jarque-Bera représente la distribution normale des erreurs



Source: Résultats extraits de EViewse 10

(*) désigne le modèle choisi en comparant les deux modèles avec des modèles panel

Le test de Jarque-Bera a donné une statistique de 132,46 avec une probabilité de 0,000 inférieure à 0.1 ce qui mène au rejet de l'hypothèse nulle. Cela indique que les résidus de l'équation de régression suivent une distribution normale. Autrement dit, les résidus du modèle sont distribués normalement.

2.7.4 Tests de diagnostic pour le deuxième modèle D:

2.7.4.1 Test d'autocorrélation des erreurs:

Tableau N° 35: Test d'autocorrélation des erreurs

Residual Cross-Section Dependence Test				
Le deuxième modèle D (FEM)*	Test	Statistic	d.f	Prob
	Breusch-Pagan LM	2872.978	1770	0.0000
	Pesaran scaled LM	18.53811	1770	0.0000
	Pesaran CD	1.643556	1770	0.1123

Source: Résultats extraits de EViewse 10 (Annexe 08)

(*) désigne le modèle choisi en comparant les deux modèles avec des modèles panel

Le test de corrélation sérielle LM de Breusch-Godfrey a révélé une statistique de test estimée à 2872,978 avec une valeur de probabilité de 0,0000 supérieure à 0,01. Cela confirme l'acceptation de l'hypothèse nulle selon laquelle il existe un problème d'autocorrélation pour les résidus.

2.7.4.2 Le problème de non-variance du terme d'erreur :

Tableau N° 36: Le problème de la non-variance du terme d'erreur

Heteroskedasticity LR Test				
Le deuxième modèle D (FEM)*	Test	Statistic	d.f	Prob
	Likelihood ratio	567.40	62	0.000)(
	Restricted LogL	-124.31	179	---
	Unrestricted LogL	159.38	179	---

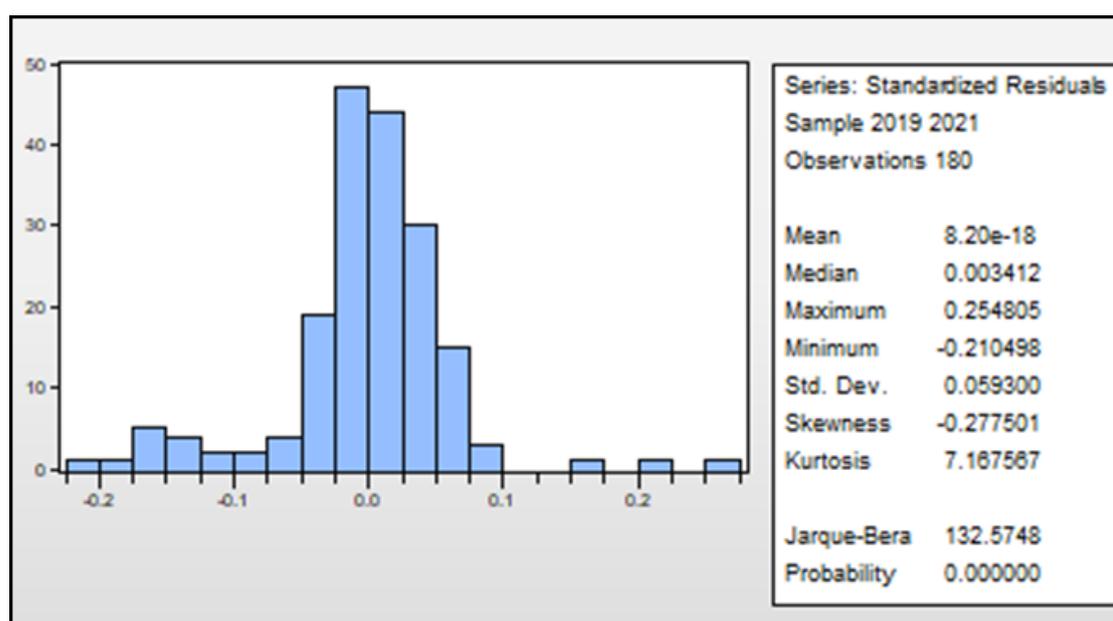
Source: Résultats extraits de EViewse 10 (Annexe 09)

(*) Désigne le modèle choisi en comparant les deux modèles avec des modèles panel

Le test d'hétéroscédasticité LR montre que l'hypothèse alternative de non-stationnarité de la variance du terme d'erreur aléatoire dans le modèle estimé est acceptée, avec une statistique de LR de 567,40 et une valeur de probabilité de 0,000, inférieure à 0,05. En d'autres termes, le modèle présente un problème d'hétéroscédasticité.

2.7.4.3 Test de Normalité de Jarque-Bera:

Figure N° 15: Le test de normalité de Jarque-Bera représente la distribution normale des erreurs



Source: Résultats extraits de EViewse 10

CHAPITRE IV : Impact de la politique de financement sur la performance financière, étude empirique sur les entreprises publiques économiques

Le test de Jarque-Bera a donné une statistique de 132,57 avec une probabilité de 0,000 inférieure à 0.1, ce qui conduit à rejeter l'hypothèse nulle. Cela indique que les résidus de l'équation de régression ne suivent pas une distribution normale. En d'autres termes, le reste du modèle n'est normalement distribué.

Suite aux résultats obtenus, nous pouvons conclure l'existence des problèmes d'autocorrélation des résidus (hétéroscédasticité des modèles), non variance du terme d'erreur et la non normalité des résidus. Donc il y a lieu de procéder à la correction et la ré-estimation des modèles.

2.8 Estimation des modèles sélectionnés à l'aide du modèle Panel après correction des problèmes d'estimation

À travers le tableau ci-dessous, nous présentons les résultats de l'estimation des modèles sélectionnés par comparaison entre les modèles de Panel, après correction des problèmes d'estimation, nous avons conclu que les modèles appropriés sont:

Tableau N° 37: Résultats d'estimation des modèles sélectionnés à l'aide du Model Panel après correction des problèmes d'estimation

Le dixième modèle D		Le deuxième modèle C		Le Premier modèle B		Le Premier modèle A		Variables indépendantes
Prob	Coefficient	Prob	Coefficient	Prob	Coefficient	Prob	Coefficient	
(0.001)***	0.003243	***(0.004)	0.002402	(0.370)	0.000499	***(0.004)	0.001722	C
***(0.000)	0.293019	***(0.000)	0.341378	***(0.000)	0.523063	***(0.000)	0.439506	AUT_ACTIF
(0.008)	-0.031200	***(0.000)	-0.039010	***(0.000)	-0.031356	(0.000)	-0.024519	BFR
---	---	***(0.000)	0.052181	---	---	(0.000)***	0.043587	DCT
(0.747)	0.002168	(0.767)	0.001635	** (0.012)	0.009292	(0.138)	0.005906	IMM_ACTIF
(0.936)	-5.46e-05	(0.501)	-0.000368	(0.833)	7.73e-05	(0.928)	-3.45e-05	LOGACTIF
(0.000)***	0.044687	---	---	***(0.000)	0.051762	---	---	MLT
(0.939)	5.51e-05	(0.926)	-5.49e-05	(0.9701)	1.49e-05	(0.526)	-0.000270	SEC
***(0.000)	16.66758	***(0.000)	32.38600	***(0.000)	102.8279	***(0.000)	54.37184	F-statistic
	0.366313		0.529016		0.781004		0.653467	R-squared
	0.344336		0.512681		0.773408		0.641449	A-R-squared

Source: Résultats extraits de EViewse 10 (annexe 10)

Comme nous avons déjà précisé, le modèle approprié au premier modèle A et le premier modèle B c'est le modèle à effets aléatoires. Pour le deuxième modèle C, le modèle approprié c'est le modèle de la régression groupée (poulée). Pour le deuxième modèle D, le modèle approprié c'est le modèle à effets fixes.

Selon les résultats des estimations, nous concluons que le premier modèle B est le meilleur par rapport la signification partielle et globale du modèle (R-squared le plus élevé). Par contre, le deuxième modèle D, n'est pas accepté statistiquement (R-squared inférieur à 50%).

Nous observons que les modèles ont une bonne interprétation de la relation entre ROA, ROE avec les variables indépendantes explicatives, notamment les deux premier modèles (A et B) et le deuxième modèle C, d'où le R-squared est supérieur à 50 %.

Pour le premier modèle B, quatre estimateurs ont été statistiquement significatifs, à savoir, AUT_ACT, BFR, IMM_ACT et MLT, avec un taux d'interprétation de 78% (R-squared)

Selon le tableau ci-dessous qui présente l'estimation du modèle par la méthode appropriée, nous concluons que l'autofinancement (AUT_ACT) impact positivement et significativement, sur les quatre modèles, par rapport la rentabilité financière (ROE) et la rentabilité économique (ROA)

La variable BFR a un impact négatif sur les deux variables de mesure de la performance financière (ROA et ROE), et cela pour les quatre modèles, avec une significativité remarquable.

La variable DCT a une influence positive sur les variables ROA et ROE et avec une significativité statistique, et cela pour les deux modèles fixés de notre étude (premier modèle A et deuxième modèle C)

La variable estimée IMM_ACT impacte positivement sur la ROE et ROA sur les quatre modèles de la recherche, mais cet impact est significatif statistiquement que sur le premier modèle B

La variable LOGACT n'est pas statistiquement significative sur les quatre modèles.

La variable MLT a un impact positif sur les deux variables ROE et ROA, et cet impact est significatif sur les deux modèles choisis auparavant (premier modèle B et deuxième modèle D)

La variable SEC n'est pas statistiquement significative sur les quatre modèles.

Section 3 : Interprétation des résultats empiriques, contraintes de l'étude et orientations pour la recherche future.

Dans cette section, nous allons analyser et interpréter les résultats des estimations de nos modèles de recherche, ensuite, nous allons exposer les apports et limites de notre recherche et nous concluons par la présentation des perspectives de recherche futures.

3.1 Présentation et analyse des résultats des estimations

Dans le contexte économique algérien, où les entreprises publiques jouent un rôle crucial dans le développement et la diversification de l'économie, il est essentiel d'analyser l'impact des politiques de financement sur leur performance financière. Les choix de financement, qu'ils soient basés sur l'endettement, l'autofinancement ou la gestion des fonds de roulement, influencent directement la rentabilité, la stabilité et la capacité d'innovation de ces entreprises. Cette étude se penche sur cinq hypothèses fondamentales concernant la relation entre différentes dimensions du financement et la performance financière des entreprises publiques économiques en Algérie. En examinant ces

CHAPITRE IV : Impact de la politique de financement sur la performance financière, étude empirique sur les entreprises publiques économiques

relations, nous visons à fournir des recommandations stratégiques pour optimiser les politiques de financement, améliorer la performance des entreprises et, par conséquent, contribuer au développement économique du pays. Nous discuterons des signes obtenus pour les coefficients des variables indépendantes de nos quatre modèles, tout en vérifiant leur conformité avec nos hypothèses de recherche. Enfin, les résultats de l'estimation de nos modèles seront présentés dans le tableau ci-dessous.

Tableau n°38 : Les résultats de l'estimation des modèles de recherche en comparaison avec les signes attendus.

Le dixième modèle D	Le deuxième modèle C	Le Premier modèle B	Le Premier modèle A	Signes attendus (hypothèses)	Variables indépendantes
Coefficient	Coefficient	Coefficient	Coefficient		
*** 0.003243	*** 0.002402	0.000499	*** 0.001722	C	
*** 0.293019	*** 0.341378	*** 0.523063	*** 0.439506	+	AUT_ACTIF
***- 0.031200	***- 0.039010	***- 0.031356	***- 0.024519	+	BFR
---	*** 0.052181	---	*** 0.043587	-	DCT
0.002168	0.001635	** 0.009292	0.005906	+/-	IMM_ACTIF
*** 0.044687	---	*** 0.051762	---	-	MLT
0.366313	0.529016	0.781004	0.653467	R-squared	

Source : Réalisé par nos soins à partir des traitements statistiques par le logiciel EViews 10.

L'hypothèse H1 : stipulant qu'un endettement à long terme entraîne une diminution de la performance financière de l'entreprise, a été rejetée par notre analyse, qui montre que le modèle testé (modèle B ayant le R-squared le plus élevé) contredit cette affirmation. Cela suggère que les entreprises affichant un niveau élevé d'endettement à long terme peuvent en réalité bénéficier d'effets positifs sur leur performance financière.

Ces résultats peuvent indiquer que l'endettement à long terme permet aux entreprises de financer des investissements stratégiques qui peuvent générer des rendements supérieurs à leur coût du capital. Cela peut se traduire par une meilleure rentabilité et une croissance accrue. Économiquement, un niveau d'endettement soutenu peut également signaler la confiance des investisseurs et des créanciers dans la viabilité à long terme de l'entreprise, renforçant ainsi sa position sur le marché et sa capacité à saisir de nouvelles opportunités. Ces éléments soulignent l'importance d'une gestion prudente de l'endettement, où le recours à des financements à long terme est considéré comme un levier pour stimuler la performance plutôt qu'un facteur de risque.

L'hypothèse H2 : Il existe une relation négative entre la dette à court terme et la performance financière de l'entreprise" a été rejetée par l'analyse, ce qui suggère que, contrairement à l'idée reçue, un niveau élevé de dette à court terme ne nuit pas nécessairement à la performance

financière. Ce rejet indique que certaines entreprises peuvent gérer efficacement leurs obligations de remboursement, ce qui leur permet de maintenir une liquidité suffisante tout en investissant dans des projets productifs et des cycles d'exploitation de production ou de commercialisation. Une utilisation stratégique de la dette à court terme peut offrir une flexibilité financière, permettant aux entreprises de saisir rapidement des opportunités de marché. De plus, une bonne gestion des flux de trésorerie et la capacité à anticiper les besoins financiers renforcent la confiance des investisseurs, attirant ainsi davantage de capitaux. Enfin, ce constat souligne la résilience des entreprises face aux fluctuations économiques : celles qui adaptent leurs stratégies financières peuvent tirer profit de leur endettement à court terme, contribuant ainsi à leur croissance et à leur stabilité.

L'hypothèse H3 : Il existe une relation positive entre l'autofinancement et la performance financière de l'entreprise" a été confirmée par l'analyse. Les résultats montrent que les entreprises qui privilégient l'autofinancement parviennent généralement à améliorer leur rentabilité en mobilisant efficacement leurs ressources internes pour financer leurs projets et leurs opérations. Cette stratégie permet de réduire les coûts liés à l'endettement, ce qui favorise une meilleure maîtrise des charges financières et, par conséquent, une amélioration des marges bénéficiaires.

L'autofinancement offre également une flexibilité stratégique importante, permettant aux entreprises de réagir rapidement aux opportunités de croissance ou aux besoins d'investissement sans dépendre de financements externes. En outre, il favorise une plus grande stabilité financière, réduisant la dépendance aux fluctuations des marchés financiers et renforçant la confiance des investisseurs. Cela contribue à consolider la résilience de l'entreprise et à optimiser sa performance financière.

L'hypothèse H4 : Il existe une relation positive entre le besoin en fonds de roulement (BFR) et la performance financière de l'entreprise" a été rejetée par l'analyse, indiquant que, contrairement à l'idée selon laquelle un BFR élevé pourrait soutenir la performance financière, un besoin en fonds de roulement excessif peut en réalité nuire à la rentabilité des entreprises. Un BFR élevé implique que l'entreprise doit immobiliser des ressources financières considérables pour financer ses opérations courantes, ce qui peut réduire sa liquidité disponible et augmenter ses coûts financiers, notamment en raison d'intérêts sur des lignes de crédit utilisées pour compenser les besoins de fonds. De plus, un BFR important exerce une pression sur les flux de trésorerie, car il nécessite des liquidités constantes pour gérer les stocks, les créances clients et les dettes fournisseurs ; une gestion inefficace de ces éléments peut entraîner des problèmes de trésorerie et compromettre la performance financière globale. Par ailleurs, un BFR élevé peut également refléter des inefficacités opérationnelles, telles qu'une gestion des stocks peu optimale ou des délais de recouvrement trop longs, ce qui peut réduire la rentabilité et limiter les capacités d'investissement dans des projets de croissance. Enfin, les entreprises avec un BFR élevé peuvent devenir dépendantes des financements externes pour soutenir leurs opérations, ce qui les expose à des risques de marché et à des coûts d'emprunt plus élevés, diminuant ainsi leur agilité financière. Ainsi, le rejet de cette hypothèse souligne l'importance d'une gestion proactive et efficace du besoin en fonds de roulement, permettant aux entreprises de minimiser l'immobilisation de ressources, d'assurer des flux de trésorerie sains et de favoriser leur rentabilité et durabilité à long terme.

L'hypothèse H5 : Il existe une relation positive ou négative entre le niveau des immobilisations et la performance financière de l'entreprise" a été confirmée par l'analyse, mettant en évidence l'existence d'un lien significatif entre le niveau des immobilisations et la performance financière des entreprises. Les résultats montrent que des immobilisations élevées, telles que des équipements, des machines ou des biens immobiliers, peuvent avoir un impact positif ou négatif en fonction de leur gestion et de leur alignement avec la stratégie de l'entreprise.

D'une part, des immobilisations bien gérées et stratégiquement alignées peuvent contribuer à améliorer la performance financière en augmentant la capacité de production, en renforçant la compétitivité et en soutenant la croissance à long terme. D'autre part, un niveau élevé d'immobilisations peut également entraîner des coûts fixes importants, tels que la dépréciation, les frais d'entretien et les charges d'exploitation, qui peuvent réduire les marges bénéficiaires si ces actifs ne sont pas utilisés de manière optimale.

De plus, la qualité des investissements joue un rôle crucial : des actifs modernes et stratégiques peuvent stimuler la productivité et générer des rendements élevés, tandis que des immobilisations obsolètes ou inadaptées aux besoins du marché peuvent devenir un fardeau financier. Ces résultats confirment que la performance financière ne dépend pas uniquement du montant des immobilisations, mais surtout de leur gestion stratégique et de leur contribution aux objectifs de l'entreprise. En somme, l'analyse souligne que l'optimisation et l'utilisation efficace des immobilisations constituent des leviers essentiels pour garantir la rentabilité et la durabilité des entreprises publiques économiques.

3.2 Contributions et limites de l'étude

Après avoir examiné les différentes études antérieures qui ont tenté d'analyser la relation entre les divers mécanismes de financement des entreprises et leur performance financière, il est important de souligner que notre recherche se distingue de ces travaux sur plusieurs points clés. D'une part, notre étude intègre une approche holistique en combinant plusieurs types de mécanismes de financement, notamment l'endettement à long terme, la dette à court terme, le besoin en fonds de roulement et l'autofinancement, tout en prenant en compte des variables de contrôle pertinentes. D'autre part, elle se concentre spécifiquement sur le contexte algérien, offrant une perspective unique qui n'a pas été suffisamment explorée dans les recherches précédentes. Enfin, notre période d'étude, couvrant les années 2019 à 2021 est relativement récente par rapport aux autres travaux, permettant d'analyser les dynamiques contemporaines des entreprises publiques économiques en Algérie et leur performance financière dans un environnement économique en constante évolution. Cette approche permet de mieux comprendre les enjeux spécifiques auxquels ces entreprises sont confrontées et d'élaborer des recommandations pratiques basées sur des données actuelles.

En outre, cette étude contribue de manière significative sur le plan théorique à une compréhension approfondie des mécanismes de financement et de leur impact sur la performance financière des entreprises publiques économiques en Algérie. Elle met en lumière la relation complexe entre divers types de financement, tels que l'endettement à long terme, la dette à court terme, l'autofinancement et le besoin en fonds de roulement, et leur influence sur la rentabilité et la durabilité de ces entreprises. En présentant une revue exhaustive de la littérature existante sur ce sujet, ainsi qu'une analyse des études empiriques récentes, cette recherche offre une base solide pour explorer les dynamiques spécifiques au contexte algérien.

CHAPITRE IV : Impact de la politique de financement sur la performance financière, étude empirique sur les entreprises publiques économiques

De plus, elle identifie les lacunes dans les travaux antérieurs, soulignant l'importance d'étudier ces mécanismes de financement dans un cadre actuel et pertinent. En se concentrant sur la période de 2019 à 2021, notre étude permet d'évaluer comment les politiques de financement ont évolué en réponse aux défis économiques contemporains et d'explorer leurs répercussions sur la performance financière des entreprises. Ainsi, cette recherche constitue un apport majeur à la littérature en fournissant des insights pratiques et théoriques qui peuvent aider les décideurs et les chercheurs à mieux comprendre les enjeux liés aux politiques de financement dans le secteur public en Algérie, tout en ouvrant la voie à de futures investigations sur ce thème crucial.

Sur le plan méthodologique, cette recherche utilise une approche économétrique fondée sur l'application de régressions économétriques sur des données de panel. Cette méthode intègre les dimensions des séries chronologiques et des coupes transversales, présentant ainsi plusieurs avantages par rapport à ces deux types de données. Elle permet de tester nos hypothèses de recherche en estimant nos modèles à partir des données de plus de 60 entreprises publiques sur une période de trois ans, en appliquant la méthode de la régression groupée et les méthodes à effets fixes et à effets aléatoires, effectuées par logiciel EViews 10.

De plus, cette étude se distingue par sa volonté d'apporter des recommandations concrètes aux autorités de contrôle et de surveillance, en particulier le ministère de tutelle et les présidents directeurs généraux des groupes publics, afin de faciliter l'amélioration de l'efficacité des mécanismes de financement au sein des entreprises publiques économiques. En reconnaissant que des lacunes dans ces mécanismes peuvent nuire à la performance financière de ces entreprises, notre recherche vise à fournir des orientations stratégiques qui permettront aux décideurs d'adopter des mesures correctives. Ainsi, cette étude est précieuse pour les entreprises algériennes, car elle leur offre des pistes d'amélioration concernant leurs structures de financement et leur performance financière, contribuant ainsi à la promotion de la stabilité du système économique. En identifiant les points faibles des mécanismes de financement, elle aide également les entreprises à renforcer leur capacité de contrôle et de surveillance, tout en leur permettant d'explorer les facteurs qui influencent le plus leur performance financière, ce qui est essentiel pour leur pérennité et leur compétitivité sur le marché.

Pour cela, une meilleure compréhension des lacunes présentes dans leurs structures et pratiques de financement, ainsi que des facteurs clés influençant leur performance financière, permettra aux entreprises de mettre en place des actions correctives adaptées pour renforcer leurs mécanismes de financement et améliorer leur rentabilité. Cette démarche est essentielle pour assurer la stabilité du système financier dans son ensemble. De plus, notre étude se révèle également bénéfique pour les chercheurs souhaitant approfondir leurs investigations sur la relation entre les mécanismes de financement, qu'ils soient internes ou externes, et la performance financière des entreprises dans le contexte algérien. En fournissant des analyses et des données pertinentes, elle ouvre la voie à de futures recherches qui pourront enrichir la littérature existante et apporter des éclairages nouveaux sur ces enjeux cruciaux.

Cependant, malgré les contributions énoncées précédemment, il est crucial de reconnaître certaines limites à l'issue de notre travail. Notre recherche constitue une analyse de l'impact des mécanismes de financement, tels que l'endettement à long terme, la dette à court terme, le besoin en fonds de roulement et l'autofinancement, sur la performance financière des entreprises publiques. Néanmoins, l'une des principales limites de notre étude réside dans la durée de la période d'analyse, qui ne couvre que trois ans en raison de l'indisponibilité des données pour d'autres établissements. Un échantillon plus étendu aurait permis d'obtenir une perspective plus complète et des résultats potentiellement plus généralisables, et que l'étude soit réalisée par secteur d'activité.

De plus, le manque d'informations sur les entreprises publiques de notre échantillon d'étude nous a empêchés d'examiner l'impact d'autres mécanismes de financement, tels que les subventions gouvernementales, les partenariats public-privé, ou les financements participatifs. Par ailleurs, concernant les facteurs influençant la performance financière des entreprises mentionnés dans la revue théorique, plusieurs variables ont également été négligées dans notre recherche en raison de l'indisponibilité des données, comme la qualité des actifs, la gestion des risques ou encore l'innovation financière. Par conséquent, cette étude s'est concentrée sur l'analyse de certains mécanismes internes et externes de financement pour lesquels des informations étaient accessibles.

Enfin, la dernière limite de cette étude réside dans le fait qu'elle repose exclusivement sur une approche quantitative. Nous avons initialement prévu d'intégrer une dimension qualitative en menant des entretiens avec divers acteurs impliqués dans le financement des entreprises, afin de mieux comprendre la réalité de l'application des mécanismes de financement dans les entreprises publiques en Algérie. Toutefois, en raison de contraintes de temps, nous avons opté pour une étude quantitative au lieu d'une méthodologie mixte. Après avoir exposé les différents apports de cette recherche ainsi que ses limites, nous aborderons maintenant les nouvelles voies de recherche.

3.3 Perspectives de recherche à venir

Après avoir examiné les limites de notre recherche, nous souhaitons proposer plusieurs nouvelles pistes pour des études futures. Celles-ci pourraient inclure l'intégration d'autres caractéristiques pertinentes, telles que les subventions gouvernementales, qui peuvent jouer un rôle crucial dans le financement des entreprises publiques. De plus, les partenariats public-privé méritent une attention particulière, car ils peuvent offrir des opportunités de financement innovantes et flexibles, tout en partageant les risques et les ressources. Par ailleurs, les études futures peuvent prendre en considération des paramètres liés à la bourse, notamment avec l'adhésion de quelques entreprises publiques à la bourse d'Alger. Enfin, l'exploration des financements participatifs, qui gagnent en popularité, pourrait également fournir des insights précieux sur les alternatives de financement disponibles pour les entreprises publiques. En élargissant le champ d'étude à ces mécanismes, les recherches futures pourront mieux saisir la complexité et la diversité des sources de financement, ainsi que leur impact sur la performance financière des entreprises publiques en Algérie.

D'autres indicateurs de performance financière pourraient également être intégrés pour examiner la relation entre les différents mécanismes de financement et la performance des entreprises. Notre étude pourrait bénéficier d'une approche qualitative, notamment à travers la réalisation d'entretiens et de questionnaires. De plus, elle pourrait être approfondie par des études de cas, permettant de mettre en lumière d'autres facteurs susceptibles d'influencer la performance des entreprises publiques en Algérie. Une autre avenue intéressante serait de conserver les mécanismes de financement analysés dans cette étude tout en réalisant une comparaison de leur application en Algérie avec celle observée dans d'autres pays, ainsi qu'une analyse des relations entre ces mécanismes et la performance des entreprises dans ces contextes.

Pour de futures recherches sur l'impact des politiques de financement sur la performance financière des entreprises publiques économiques en Algérie, plusieurs pistes pourraient être explorées. Il serait pertinent de réaliser une analyse comparative internationale afin de situer la performance des entreprises publiques algériennes par rapport à celles d'autres pays en développement, identifiant ainsi des pratiques exemplaires. Une évaluation des subventions gouvernementales pourrait également révéler leur influence sur la rentabilité et la durabilité des entreprises publiques. De plus, l'étude du rôle des partenariats public-privé dans le financement de projets et leur impact sur la performance financière serait bénéfique. Les recherches pourraient aussi examiner comment

les modèles de financement participatif peuvent être intégrés pour améliorer les résultats financiers. Par ailleurs, il serait intéressant d'analyser les facteurs externes, tels que les conditions macroéconomiques et les réglementations, et leur effet sur la performance des entreprises publiques. L'approche qualitative, à travers des entretiens avec des acteurs clés, pourrait également fournir des insights précieux sur les obstacles et les opportunités des mécanismes de financement. Enfin, l'impact des nouvelles technologies de financement, la gestion des risques financiers, les considérations de développement durable, et l'interaction entre politiques de financement et structures de gouvernance méritent d'être étudiés pour enrichir notre compréhension des dynamiques en jeu.

Conclusion Générale

Conclusion générale

Conclusion générale :

Depuis juin 2014, l'économie mondiale a connu une baisse significative des prix du pétrole, passant de 120 \$ à 45 \$ le baril. Cette évolution a eu un impact direct sur la situation économique de l'Algérie, notamment par une réduction des recettes fiscales provenant du secteur pétrolier et une pression croissante sur les réserves de change, qui ont chuté à 114 milliards de dollars en janvier 2017. De plus, le Fonds de Régularisation des Recettes (FRR) a été entièrement épuisé en 2019, ce qui a contraint le gouvernement à adopter des mesures d'austérité, y compris la réduction des subventions allouées aux entreprises publiques.

La loi de finances pour l'année 2016, spécifiquement l'article 66, a introduit l'ouverture du capital des entreprises publiques économiques (EPE) à hauteur de 34 % pour les personnes morales et physiques de droit algérien, avec un objectif d'atteindre 66 % au bout de cinq ans. Cette démarche s'inscrit dans une stratégie de privatisation partielle, visant à améliorer la gouvernance tout en favorisant des partenariats stratégiques.

Face à la diminution des subventions financières, la diversification est devenue une priorité pour les dirigeants de ces entreprises, afin d'assurer une meilleure efficacité économique et une performance accrue. Étant donné que l'amélioration des pratiques de choix de financement est reconnue comme un élément clé pour optimiser la performance financière, notre recherche s'est concentrée sur l'analyse de l'impact des modes de financement sur la performance des entreprises publiques économiques. Ainsi, notre problématique de recherche a été formulée comme suit :

Comment les entreprises publiques économiques vont-elles assurer leur financement, et quel est l'impact sur sa performance financière ?

Pour aborder cette problématique, nous avons structuré notre thèse en quatre chapitres. **Le premier chapitre** se concentre sur les fondements théoriques de la structure du capital, les différentes sources de financement et la notion de performance financière.

Nous avons constaté qu'il existe des divergences significatives entre les théories explicatives de la structure du capital et leur impact sur la performance des entreprises. En effet, un choix optimal de la structure du capital s'avère essentiel pour garantir un niveau de performance élevé. Cela implique non seulement d'explorer les diverses options de financement, mais également de comprendre comment ces choix peuvent influencer la rentabilité et la durabilité des entreprises publiques.

En conclusion, la gestion stratégique de la structure du capital est cruciale pour ces entreprises, leur permettant non seulement d'assurer leur financement, mais aussi d'optimiser leur performance sur le long terme. Ce premier chapitre jette ainsi les bases pour les analyses approfondies qui suivront dans les chapitres suivants, où nous examinerons de manière plus détaillée les implications pratiques et les recommandations pour une gestion efficace du financement dans le secteur public.

Le deuxième chapitre se penche sur la situation des entreprises publiques économiques en Algérie. Il en ressort clairement que pouvoir et identité sont en interaction constante, forgeant ainsi une culture d'entreprise qui se situe à l'intersection du formel et de l'informel. Cette culture joue un rôle fondamental en normalisant les comportements des acteurs issus de milieux sociaux divers, influençant ainsi la conception et la mise en œuvre des stratégies d'entreprise.

Conclusion générale

Pour aller de l'avant, il serait nécessaire, comme le souligne Boudon, que la rationalité axiologique—où l'acteur agit selon un code de valeurs souvent en décalage avec ses intérêts—prenne le pas sur la rationalité utilitariste, actuellement dominante et centrée sur les intérêts matériels immédiats. Cette nécessité met en lumière la complexité du chemin à parcourir pour instaurer un nouveau modèle de gestion en Algérie, qui prenne en compte l'histoire et la culture des salariés algériens afin de favoriser un véritable changement.

Mercure et al. (1997) avancent que « le fond culturel commun des salariés algériens devrait inciter les gestionnaires à restructurer l'organisation des activités de production selon un ou plusieurs modèles inspirés des valeurs culturelles propres à cette société ». En effet, les salariés algériens semblent avoir un sens aigu de la communauté, un fort besoin d'éviter l'incertitude, et désirent des rôles clairement définis tout en privilégiant une communication directe avec leurs responsables. Cela contredit souvent les choix organisationnels opérés après l'indépendance, où une bureaucratie rigide limite l'expression et l'implication des salariés.

En somme, ce chapitre met en lumière la nécessité d'une réévaluation des modèles de gestion actuels dans le contexte algérien, en intégrant les dimensions culturelles et historiques pour favoriser une véritable transformation au sein des entreprises publiques. Les perspectives qui se dégagent ici serviront de base pour les analyses et recommandations des chapitres suivants.

Le troisième chapitre se concentre sur le marché financier algérien, qui suscite un intérêt croissant parmi les chercheurs et les praticiens de la gestion des entreprises. En tant que pilier essentiel pour les entreprises, ce marché joue un rôle crucial dans l'évaluation de leur situation, l'amélioration de leur performance et la garantie de leur survie. Cependant, il est légitime de s'interroger sur la viabilité d'une bourse de valeurs dans une économie algérienne caractérisée par de nombreux dysfonctionnements et déséquilibres.

Le rôle du marché financier ne se limite pas simplement à financer l'économie ; il influence également les comportements des acteurs économiques. En facilitant diverses opérations de capital, telles que les prises de participation, les fusions et acquisitions, le marché contribue à la dynamique de croissance des entreprises. Pourtant, de nombreuses transactions financières échappent à la bourse, ce qui soulève des questions sur son efficacité et sa portée.

De plus, le marché impose une pression constante sur la gestion et la gouvernance des entreprises cotées, intégrant des informations sur leur gestion, leur positionnement concurrentiel et leurs perspectives futures. Pour que l'Algérie établisse un marché financier à la hauteur de son envergure nationale, régionale et internationale, il est impératif de créer les conditions opérationnelles et techniques adéquates pour les transactions sur les valeurs mobilières. Cela facilitera l'ouverture du capital des entreprises, tout en mobilisant l'épargne pour financer directement les investissements.

Actuellement, la bourse d'Algérie souffre d'une faible capitalisation et d'une réticence des opérateurs économiques, tant publics que privés, à abandonner les modes de financement traditionnels, notamment bancaires. Pour dynamiser le marché et renforcer la confiance des investisseurs, des réformes sont nécessaires. Une clarification de l'environnement réglementaire permettra aux acteurs privés de percevoir les avantages d'une présence sur le marché boursier, ce qui pourrait produire des résultats tangibles à moyen terme. Les initiatives du gouvernement visant à céder des actions de certaines entreprises publiques sont cruciales ; leur succès pourrait considérablement améliorer les perspectives de la bourse dans les années à venir.

Conclusion générale

Enfin, l'absence d'une culture boursière représente un obstacle majeur au développement du marché financier. Le faible nombre d'entreprises constituées en sociétés par actions entrave également ce développement, car l'accès au marché est conditionné par ce statut juridique. Pour celles qui ont réussi à faire le saut, l'absence d'animation du marché crée des attentes d'investissement qui ne reposent pas seulement sur le rendement, mais aussi sur l'appréciation des titres. En somme, la construction d'une économie robuste repose sur la solidité d'un marché financier bien établi. Ce chapitre met ainsi en lumière les défis et les opportunités qui se présentent pour renforcer le marché financier algérien, tout en posant les bases pour les analyses futures dans les chapitres suivants.

Dans le **quatrième chapitre**, nous avons d'abord présenté une revue de la littérature, ainsi qu'une synthèse des études empiriques récentes concernant la relation entre les mécanismes de financement et la performance financière des entreprises, avec un accent particulier sur les entreprises publiques. Cette analyse nous a permis de formuler nos hypothèses de recherche.

Nous avons ensuite détaillé la démarche méthodologique adoptée pour mener notre étude, en précisant les méthodes et les outils d'analyse utilisés pour répondre à notre problématique centrale. Afin de tester nos hypothèses, quatre modèles économétriques ont été élaborés pour examiner l'impact des mécanismes de financement internes et externes sur la performance financière des entreprises publiques. Cette analyse repose sur un échantillon de plus de 60 entreprises publiques sur la période 2019-2021.

Pour réaliser cette étude, nous avons effectué des régressions sur des données de panel, où la variable dépendante est la performance financière, mesurée par les indicateurs de rendement des actifs (ROA) et de rendement des capitaux propres (ROE). Les variables indépendantes incluent celles liées à l'endettement à court, moyen et long terme, à l'autofinancement, au besoin en fonds de roulement, ainsi qu'à l'immobilisation, sans oublier d'autres variables de contrôle.

Les principaux résultats de cette étude empirique mettent en lumière des relations significatives entre les mécanismes de financement et la performance financière des entreprises publiques. Ces résultats ouvrent la voie à des réflexions approfondies sur la gestion des finances dans ce secteur, soulignant l'importance d'une approche stratégique en matière de financement pour améliorer la performance et garantir la durabilité des entreprises publiques algériennes. Les principaux résultats de cette étude empirique sont les suivants :

Les résultats de l'analyse multi-variée, fondée sur des régressions effectuées sur des données de panel, révèlent que l'endettement à long terme est associé à une augmentation de la performance financière des entreprises. Ce constat entraîne le rejet de l'**hypothèse H1**, suggérant ainsi que les entreprises affichant un niveau élevé d'endettement à long terme peuvent effectivement bénéficier d'effets positifs sur leur performance économique.

Cette dynamique peut être interprétée de plusieurs manières. Tout d'abord, l'endettement à long terme permet aux entreprises de financer des investissements stratégiques qui, à leur tour, génèrent des rendements supérieurs au coût du capital. En investissant dans des projets à long terme, les entreprises sont en mesure d'améliorer leur rentabilité et de favoriser une croissance durable. Cette capacité à générer des profits à partir de fonds empruntés peut, par conséquent, justifier l'utilisation de la dette comme un outil de levier.

D'un point de vue économique, un niveau d'endettement soutenu peut également être perçu comme un signe de confiance de la part des investisseurs et des créanciers dans la viabilité à long terme de l'entreprise. Cette confiance renforce non seulement la position de l'entreprise sur le marché,

Conclusion générale

mais lui permet également de saisir de nouvelles opportunités de croissance. Un endettement bien géré peut ainsi signaler une stratégie proactive, permettant aux entreprises de naviguer dans un environnement concurrentiel tout en maintenant une structure financière solide.

Ces éléments soulignent l'importance d'une gestion prudente et réfléchie de l'endettement. Lorsqu'il est utilisé judicieusement, le recours à des financements à long terme peut être perçu comme un levier puissant pour stimuler la performance financière, plutôt que comme un simple facteur de risque. Cette compréhension nuance les perceptions souvent négatives associées à l'endettement, en mettant en lumière ses avantages potentiels dans le cadre d'une stratégie financière globale.

Ainsi, nos modèles indiquent qu'un niveau élevé de dette à court terme n'impacte pas nécessairement négativement la performance financière des entreprises. Le rejet de **l'hypothèse H2** souligne que certaines entreprises sont capables de gérer efficacement leurs obligations de remboursement. Cette gestion habile leur permet de maintenir une liquidité suffisante tout en investissant dans des projets productifs.

L'utilisation stratégique de la dette à court terme peut en effet offrir une flexibilité financière considérable. Elle permet aux entreprises de réagir rapidement aux opportunités de marché, qu'il s'agisse d'acquérir de nouveaux équipements, d'élargir leur gamme de produits ou de saisir des occasions d'expansion. Cette agilité est cruciale dans un environnement économique en constante évolution, où la rapidité de décision peut faire la différence entre saisir une occasion ou la laisser passer.

De plus, une bonne gestion des flux de trésorerie, associée à la capacité à anticiper les besoins financiers, renforce la confiance des investisseurs. Lorsqu'une entreprise démontre qu'elle peut gérer efficacement ses dettes à court terme tout en préservant sa capacité à investir, cela attire davantage de capitaux. Les investisseurs sont plus enclins à soutenir des entreprises qui montrent une résilience face aux fluctuations économiques, créant ainsi un cercle vertueux.

Ce constat met en lumière la capacité des entreprises à tirer parti de l'endettement à court terme pour favoriser leur croissance et leur stabilité. Les entreprises qui adaptent leurs stratégies financières en fonction de leur environnement sont souvent celles qui réussissent le mieux. En somme, un endettement à court terme bien géré peut être un atout, renforçant la position concurrentielle de l'entreprise tout en contribuant à sa santé financière globale.

L'analyse des résultats confirme **l'hypothèse 3**, selon laquelle l'autofinancement a un impact positif et significatif sur la performance des entreprises publiques algériennes. Toutefois, il apparaît que les entreprises qui réinvestissent leurs bénéfices dans leurs opérations et projets ne parviennent pas systématiquement à améliorer leur rentabilité de manière significative.

Ce constat peut être attribué à plusieurs facteurs. D'une part, bien que l'autofinancement réduise la dépendance aux emprunts, il peut également limiter la capacité des entreprises à mobiliser des ressources externes indispensables pour financer des projets stratégiques ou de grande envergure. Cette limitation restreint leur potentiel de croissance et leur compétitivité, particulièrement dans un contexte où les besoins en investissement sont élevés.

D'autre part, une dépendance marquée à l'autofinancement peut refléter une gestion financière trop conservatrice ou une aversion au risque. Cette approche prudente tend à freiner l'innovation et l'expansion, deux éléments essentiels pour renforcer la compétitivité des entreprises. Par ailleurs, les entreprises publiques algériennes, souvent confrontées à des défis structurels et

Conclusion générale

organisationnels, peuvent manquer des mécanismes nécessaires pour utiliser efficacement leurs ressources internes. Une telle inefficacité réduit l'impact positif attendu de l'autofinancement sur leur performance globale.

Bien que l'autofinancement offre des avantages théoriques, tels qu'une autonomie financière accrue, son efficacité réelle dépend de la capacité des entreprises à l'intégrer dans une stratégie financière globale. Pour maximiser leur performance et leur compétitivité, les entreprises publiques algériennes doivent adopter une approche équilibrée qui combine autofinancement et d'autres sources de financement. Une telle stratégie permettrait de répondre aux besoins d'investissement tout en minimisant les contraintes liées à une gestion trop prudente.

Les résultats des régressions multiples ont montré que le besoin en fonds de roulement (BFR) exerce un impact négatif significatif sur la performance financière, conduisant ainsi au rejet de **l'hypothèse 4**. Contrairement à l'idée selon laquelle un BFR élevé pourrait être bénéfique pour la performance, il apparaît qu'un BFR excessif peut, en réalité, nuire à la rentabilité des entreprises.

Un BFR élevé implique l'immobilisation de ressources financières importantes pour financer les opérations courantes, ce qui réduit la liquidité disponible et peut augmenter les coûts financiers, notamment à travers les intérêts liés aux lignes de crédit sollicitées pour couvrir ces besoins. Par ailleurs, cela exerce une pression accrue sur les flux de trésorerie, nécessitant des liquidités constantes pour gérer les stocks, les créances clients et les dettes fournisseurs.

De telles contraintes peuvent révéler des inefficacités opérationnelles, telles qu'une gestion sous-optimale des stocks ou des délais de recouvrement trop longs, qui compromettent la rentabilité. En conséquence, un BFR élevé restreint les capacités d'investissement de l'entreprise dans des projets de croissance ou d'innovation, limitant ainsi son développement à long terme.

Ces observations soulignent l'importance d'une gestion rigoureuse et proactive du BFR pour maintenir une performance financière optimale et garantir la pérennité des entreprises.

Enfin, les résultats ont révélé que les immobilisations ont un impact positif sur la performance financière des entreprises, confirmant ainsi **l'hypothèse 5**. Cela montre qu'il existe une relation systématique entre le niveau des immobilisations et la performance financière. En d'autres termes, un investissement accru dans des actifs tels que des équipements, des machines ou des biens immobiliers peut contribuer à améliorer la rentabilité des entreprises.

Ce résultat s'explique par le fait que des immobilisations bien utilisées permettent de soutenir les activités opérationnelles, d'accroître l'efficacité des processus de production et de répondre aux besoins stratégiques de l'entreprise. Lorsque ces investissements sont alignés sur les objectifs de croissance, ils favorisent une meilleure productivité et une compétitivité accrue sur le marché.

Cependant, bien que les immobilisations engendrent des coûts fixes comme l'entretien et la dépréciation, ces charges sont souvent compensées par les gains générés par une utilisation optimale de ces actifs. De plus, un portefeuille d'immobilisations bien géré, adapté aux besoins de l'entreprise et à son environnement économique, peut offrir des avantages durables en termes de stabilité et de performance.

À partir des résultats des tests des hypothèses concernant l'impact des mécanismes de financement sur la performance financière des entreprises publiques algériennes, plusieurs constats peuvent être établis :

Conclusion générale

- **Endettement à long terme** : Contrairement à l'hypothèse initiale (H1), les résultats montrent que l'endettement à long terme n'a pas d'effet significatif sur la diminution de la performance financière des entreprises publiques algériennes. Cela indique que l'impact de l'endettement à long terme est conditionné par l'efficacité de sa gestion et l'allocation des ressources dans des projets rentables.
- **Dettes à court terme** : L'hypothèse H2, selon laquelle une dette à court terme aurait un impact négatif sur la performance financière, a également été rejetée. Les résultats montrent qu'une gestion efficace des obligations à court terme permet de maintenir une liquidité suffisante, ce qui contribue à la performance financière. Une dette à court terme bien maîtrisée peut même être un levier pour financer des opérations courantes ou saisir des opportunités de marché.
- **Autofinancement** : Les résultats confirment l'hypothèse H3, selon laquelle l'autofinancement a un impact positif et significatif sur la performance financière. Les entreprises qui réinvestissent leurs bénéfices parviennent à réduire leur dépendance aux financements externes, améliorant ainsi leur stabilité financière et leur rentabilité. Cette stratégie favorise également une flexibilité stratégique accrue.
- **Besoin en fonds de roulement (BFR)** : L'hypothèse H4, qui stipulait une relation positive entre le BFR et la performance financière, a été rejetée. Les résultats montrent que le BFR a un impact négatif et significatif. Un BFR élevé peut immobiliser des ressources financières, générer des coûts additionnels et exercer une pression sur les flux de trésorerie, ce qui limite la rentabilité et entrave la capacité des entreprises à investir dans des projets stratégiques.
- **Immobilisations** : L'hypothèse H5 a été confirmée, révélant une relation positive entre le niveau des immobilisations et la performance financière. Un portefeuille d'immobilisations bien géré et aligné sur la stratégie de l'entreprise peut améliorer la rentabilité, à condition que les investissements dans des actifs fixes soient optimisés pour soutenir les objectifs stratégiques de l'entreprise.

Cette étude met en lumière l'importance d'une gestion stratégique des mécanismes de financement pour améliorer la performance des entreprises publiques algériennes. Si l'autofinancement et un niveau optimal d'immobilisations sont des facteurs clés de succès, une attention particulière doit être portée à la gestion de la dette, qu'elle soit à court ou à long terme, ainsi qu'au contrôle des besoins en fonds de roulement pour éviter d'entraver la rentabilité et la croissance des entreprises.

À la lumière des résultats concernant l'impact des mécanismes de financement sur la performance financière des entreprises publiques algériennes, plusieurs recommandations peuvent être formulées. Tout d'abord, il est essentiel d'optimiser l'endettement en adoptant une stratégie d'endettement à long terme pour financer des investissements stratégiques. Cela peut inclure la recherche de prêts à des taux d'intérêt favorables et l'émission d'obligations, permettant ainsi de diversifier les sources de financement.

Parallèlement, une gestion efficace de la dette à court terme est cruciale pour maintenir la liquidité tout en saisissant des opportunités de marché. Les entreprises doivent mettre en place une planification proactive des flux de trésorerie et une évaluation continue de leurs besoins financiers. En outre, il est recommandé de renforcer l'autofinancement en encourageant le réinvestissement des bénéfices pour financer les opérations et projets. Cela pourrait nécessiter l'élaboration de politiques incitatives favorisant une culture d'autofinancement au sein des entreprises.

Conclusion générale

Un autre point d'attention doit être l'amélioration de la gestion du besoin en fonds de roulement (BFR). Les entreprises doivent se concentrer sur l'optimisation de leur BFR en mettant en œuvre des pratiques efficaces de gestion des stocks, des créances et des dettes fournisseurs. Cela permettrait de réduire l'immobilisation de liquidités et d'améliorer la trésorerie. Par ailleurs, il est crucial d'évaluer les immobilisations de manière approfondie pour s'assurer que les investissements dans des actifs fixes sont stratégiques et contribuent réellement à la performance financière, tout en améliorant la flexibilité financière.

Enfin, il serait bénéfique d'instaurer des programmes de formation pour le personnel sur la gestion financière et l'optimisation des mécanismes de financement. Cela renforcerait les compétences internes et améliorerait la prise de décision financière. Les entreprises publiques devraient également explorer des options de financement alternatif, telles que les partenariats public-privé, pour élargir leurs capacités de financement sans dépendre uniquement des sources traditionnelles. Pour conclure, l'instauration de mécanismes de suivi pour évaluer l'efficacité des différentes stratégies de financement permettra d'ajuster les approches en fonction des résultats obtenus et des évolutions du marché. En appliquant ces recommandations, les entreprises publiques algériennes peuvent ainsi améliorer leur performance financière et renforcer leur résilience face aux défis économiques.

En raison des difficultés rencontrées lors de la collecte des données, nous recommandons de renforcer la transparence et la divulgation d'informations par les entreprises. Actuellement, l'accès du public à diverses données et informations comptables est souvent entravé par des considérations de confidentialité avancées par ces entreprises. Toutefois, les informations relatives aux éléments du bilan, au compte de résultat et aux annexes sont généralement considérées comme des données publiques et ne compromettent en aucun cas le secret professionnel. Ainsi, nous encourageons les entreprises publiques à publier ces informations sur leurs sites Internet ou dans des revues spécialisées afin de les rendre accessibles au grand public. Cette démarche favoriserait une meilleure compréhension de leur situation financière et renforcerait la confiance des parties prenantes.

Bibliographie

Bibliographie

Bibliographie:

Ouvrages

1. A. Benhalima , Le système bancaire algérien : Textes et réalité. Editions Dahlab, 1994.
2. Aoki M. « Controlling Insider Control : Issues of Corporate Governance in Transitional Économies », dans Aoki M. et Kim H.-K. (eds.), Corporate Governance in Transitional Économies. Insider Control and the Role of The Banks, Washington, d.c., The World Bank, 1995.
3. Afnor : Gestion de la qualité, recommandations pour obtenir et assurer la qualité en conception, FD X50, Paris, 1988.
4. Aswath Damodaran, "Finance d'entreprise", (2eme édition), De Boeck, 2006, P 21.
5. Aswath Damodaran, Finance d'entreprise théorie et pratiques, 2ème édition, De Boeck, 2001.
6. Aytac & Mandou, Investissement et financement de l'entreprise 1er édition, 2015.
7. Barneto P. & Gregorio G. : Finance. Ed. Dunod, 2ème édition, Paris, 2009.
8. Barreau, Jean ; Delahaye, Florence: Gestion financière, édition Dunod, paris, 2004.
9. Benissad M, La réforme économique en Algérie, ou l'indicible ajustement structurel, Alger, OPU, 1991
10. Berland, N. et Simon, F. Le contrôle de gestion en mouvement. Edition Eyrolles, Bruxelles, Belgique, 2010.
11. Berle A.A et Means G. C, the modern corporation and private property, 2e edition, Mac Milan, 1956.
12. Bodie Z, Merton R, Finance 3 édition. Pearson Education, Paris, 2011.
13. Bonnefous, C. et A. Courtois, Indicateurs de performance, Hermès Sciences. Publications, Paris, 2001
14. Bouyakoub Ahmed, " La gestion de l'entreprise publique industrielle en Algérie ", OPU, 1995.
15. Brana S. : Le financement de l'économie, édition E-thèque, Paris, 2003.
16. Briatte, A.X, Financement et pratique du crédit, LexisNexis, 2017.
17. Catin, M., "Développement financier, institutions et croissance". édition L'Harmattan, 2010.
18. Cohen E.: Gestion financière de l'entreprise et développement financier, Editions Edicef, paris, 1991.
19. Couvreur,J., Hübner, G. et Michel, P, Finances d'entreprise, une approche globale pour les juristes. Kluwer, Bruxelles, Belgique, 2003.
20. Deming E. W. , Hors de la Crise, édition Economica, 3 e édition, 2002.
21. Duchéneaut B. « Enquête sur les PME françaises: identités, contextes, chiffres ». edition Maxima, France, 1995.

Bibliographie

22. F. Hassam, Le système bancaire algérien, Edition l'Economiste, 2012.
23. G. Charreaux, Le gouvernement des entreprises - Corporate Gouvernance : théories et faits, Economica, Janvier 1997.
24. Giard, V, Gestion de la production et des flux, édition Economica, 2003.
25. Goffin R., Principes de Finance Moderne, Economica, 1998.
26. Goumeziane (S.), Le mal algérien, Economie politique d'une transition inachevée, 1962-1994, Ed. Fayard, Paris, 1994.
27. Héléne Ploix, " Gouvernance d'entreprise", préface de Daniel Lebegue, Pearson-Village mondial, 2ème édition, HEC Paris 2006.
28. HENNI A, "Essai sur l'économie parallèle, le cas de l'Algérie", collection économie Edition ENAG, 1991.
29. J.Hamon, B.Jacquillat. « La bourse Ed que sais-je? » Paris.2011.
30. Jean Barreau, Jacqueline Delahaye, " Gestion Financière", 10ème éd., Edition.Dunod, 2001.
31. La bourse en claire, Jean-Pierre Deschanel, 2ème édition, ellipses, 2009.
32. LESCA, H, Entreprise Gestion et Compétitivité, édition Economica, Paris, 1984.
33. LORINO, P., Méthodes et pratiques de la performance, 3 ème édition, édition Organisation, Paris, 2003.
34. M. Benachenhou, La banque et le financement de l'économie en Algérie, Ouvrage collectif, L'entreprise et la banque, édition OPU, 1994.
35. M.G Darmon. « Le droit de l'introduction en bourse ». Ed Revue Banque. Paris. 2003.
36. Majumdar S. et Chhibber P.: «Capital structure and performance: Evidence from a transition economy on an aspect of corporate governance», Public Choice (98), 1999.
37. Molho D, Fernandez-Poisson D,. Tableaux de bord, outils de performance. Edition Eyrolles, paris, 2009.
38. Mougnot. G: Tout savoir sur le capital investissement, édition Gualino, Paris, 2014.
39. Mouhamed Bousoumah, L'entreprise socialiste en Algérie : préface de François Borella, édition economica 1982.
40. Mowen, M., Hansen, D.et Heitger, D, Cornerstones of managerial accounting.Cengage Learning, Connecticut, USA, 2008.
41. Nacer-Eddine SADI, «La privatisation des entreprises publiques en Algérie. Objectifs, modalités et enjeux », L'Harmattan, 2005.
42. Pierre Conso & Farouk Hemici, Gestion financière de l'entreprise, 11ème édition, 1989.
43. Pinardon, F, La rentabilité, une affaire de points de vue. Edition L'Harmattan, Paris, France, 1989.

Bibliographie

44. Ponsard, J, Economie de l'entreprise. Editions Ecole Polytechnique, Palaiseau, France, 2005.
45. Principes d'analyse financière de projets d'investissement, Stratégies et projets, Jean-Pierre Debourse, Roger P. Declerck, le Harmattan, 2012.
46. Roland. Reitter, Culture d'entreprise, édition vuibert, France, 1991.
47. Schneider O, "Adding enterprise value: mitigating investment decision risks by assessing the economic value of supply chain initiatives". Vdf Hochschulverlag, Zurich ,2010.
48. Taverdet-Popiolek. N, Guide du choix d'investissement, Editions d'Organisation, Paris, 2006.
49. TEMMAR, H. A. L'économie de l'Algérie 1970-2014: Le système économique, la transformation du cadre de fonctionnement de l'économie nationale, institut du monde arabe, Office des publications universitaires,algerie, 2015.
50. Vernimmen P. - Query P. - Le Fur Y.: Finance d'entreprise. édition Dalloz, Paris, 14e édition, 2016.
51. Y. Debboub. « Le nouveau mécanisme économique en Algérie », OPU, 2000.

Mémoires et Thèses

1. A. Cheikho, L'adoption des innovations technologiques par les clients et son impact sur la relation client- Cas de la banque mobile, thèse de doctorat en gestion et management, Université Nice Sophia Antipolis, 2015.
2. ALFIERI Elise, Un enjeu pour la stabilité financière, Mémoire de recherche, l'Université Pierre-Mendès-France, 2014.
3. Asma Trabelsi, " les déterminants de la structure du capital et les particularités du financement dans les pme : une étude sur données françaises", thèse de doctorat, Université Paris IX Dauphine, France, 2006.
4. BERGERON, H., Différenciation des systèmes de données et de représentations en contrôle de gestion, Différenciation des systèmes de données et représentations en contrôle de gestion- essai d'observation et d'interprétation, Thèse de Doctorat ès Sciences de Gestion, Université de Montpellier II, 1996. Hamada Amine 2018, "impact de la structure du capital sur la performance financière de l'entreprise, etude empirique sur les entreprises économiques algériennes pour la période 2010-2016, thèse de doctorat en sciences économique, spécialité finance, université d'Alger 3, Alger 2018.

Bibliographie

5. Bitton, M, Ecograi: Méthode de conception et d'implantation de systèmes de mesure de performances pour organisation industrielles. Thèse de doctorat en Automatique, Université de Bordeaux 1, Bordeaux, 1990.
6. Boulianne, Emilio, « Vers une validation du construit performance organisationnelle ». Thèse pour l'obtention du grade de PhD, Université de Montréal, Canada, 2000.
7. Boussadia H, "La gouvernance d'entreprise et le contrôle du dirigeant. Cas de l'entreprise publique algérienne", Thèse de Doctorat, Université de Tlemcen, 2014 .
8. Céline Du Boys, Role Des Conflits D'agence, De La Structure D'actionnariat Et Des Mecanismes De Gouvernance Sur Les Politiques De Distribution, Thèse de doctorat, Université Paul CEZANNE (Aix Marseille III), 27 octobre 2007.
9. Clivillé, V, Approche systémique et méthode multicritère pour la définition d'un système d'indicateurs de performance, thèse de doctorat en genie industriel, Université de Savoie, 2004.
10. Debla F, Le système de gouvernement des entreprises nouvellement privatisées en Algérie : étude de quelques cas. Thèse de Magister en sciences économiques, Université de Batna, Mars 2007.
11. Djibrilla MOUSSA OUSSEINI, "le coût du capital dans l'entreprise familiale non cotée", Thèse de Doctorat Université de Bordeaux, Mars 2015.
12. Donia Kerzabi, " Les déterminants de la valeur actionnariale: Cas des entreprises maghrebines cotées en bourse", Thèse de Doctorat, Université Abou Bakr Belkaid, 2015.
13. F.Talahite, " Réformes Et Transformations Économiques En Algérie", Rapport En Vue De L'obtention Du Diplôme Habilitation À Diriger Des Recherches, soutenue publiquement le 29 janvier 2010.
14. Gabrié H. et Jacquier J.L. La théorie moderne de l'entreprise. L'approche institutionnelle, Edition Economica, France, 2001.
15. H. Arroudj, Réforme et modernisation du système bancaire algérien durant la période 1990-2010, Thèse de Doctorat en sciences commerciales, option finances et économie internationale, Université d'Oran 2, 2015.
16. H.Arroudj, " Réforme et modernisation du système bancaire algérien durant la période 1990-2010", thèse de doctorat, université d'Oran 2, /2015
17. K.Benmessaoud, "Privatisation Des Entreprises Publiques En Algérie : Evaluation Des Performances - SGP El Ouest & Groupe ERCO-", Thèse de Doctorat, Université d'Oran, 2009.
18. Landrieux-Kartouchia, S., Mémentos LMD : Théorie des organisations, 3ème Edition, Gualino, Paris, 2016.

Bibliographie

19. M. Aziz El Idrissi, La Gouvernance Des Entreprises Publiques Perspective Comparative Maroc – Europe, These De Doctorat en science de gestion, Universite De Lille1 – Iae De Lille, 3 janvier 2017.
20. Miloud, Tarek, « Introductions en bourse, la structure de propriété et la création de valeurs », etude comparative entre l'ero NM et le NASDAQ, Universitaire de Louvain, Belgique , 2003.
21. Mme Ibbou Amina, L'entreprise Publique En Algérie En Quête de Légitimité : une approche par les théories économiques et contractuelles, Thèse de Doctorat en Management des Ressources Humaines, Université d'Oran Ahmed Ben Ahmed, algerie, 2017 .
22. Mouqla Y, « Etude de la satisfaction au travail du personnel infirmier: Cas de l'hôpital Alfarabi d'Oujda-Angads ». Institut National d'Administration Sanitaire. Centre collaborateur de l'O.M.S, Mémoire présenté pour l'obtention du diplôme de Maîtrise en administration sanitaire, maroc, 1999.
23. Nadia BOUACHA, « Le phénomène de privatisation en Algérie », Mémoire réalisé sous la direction de Mr Thierry QUENTIN, Consultant, Shadbolt et Co.LLP, Université François Rabelais de Tours, Master II Droit des Affaires Internationales, 2005,
24. Oukaci Dahbia, "Mise à niveau et problématique de compétitivité dans la démarche stratégique de l'entreprise industrielle algérienne face à l'économie de marché- cas : filière bois/ameublement", thèse de doctorat, université de Tizi-Ouzou, 2014.
25. Périgny, Michel. "Le rôle de la confiance en alliance stratégique et de ses effets sur la performance des P.M.E. québécoises dans le secteur de l'environnement". Mémoire. Trois-Rivières, Université du Québec à Trois-Rivières, 1999.
26. Saadoun Ratiba, La privatisation des entreprises industrielles en Algérie: analyse, histoire et développement, Thèse de Doctorat, Université Lumière Lyon 2, 2012.
27. Salah Eddine KARTOBI, "déterminants de la structure financière et réactions du Marche boursier aux décisions de financement : cas des Sociétés marocaines cotées à la bourse des valeurs de Casablanca", Thèse de Doctorat en cotutelle internationale, Université Caddy Ayyad de Marrakech et Université de Sophia Antipolis, Avril 2013.

Articles et revues

1. Folan, P., et Browne, J., A review of performance measurement: Towards performance management, Computers in Industry, 56(7), 2005.
2. Ghalayini, A.M., Noble, J.S., et Crowe, T.J., An integrated dynamic performance measurement system for improving manufacturing competitiveness, International Journal of Production Economics, 48(3), 1997.

Bibliographie

3. Hamoudi Hadj Sahraoui, " Mesure De L'impact De L'autonomie Sur L'entreprise Publique Economique cas de l'EPE BCR Setif 1985-2003", Revue des Sciences économiques est de gestion, n°05, 2005,
4. . M. Belattaf, « Modalités et difficultés de mise en œuvre de la privatisation des EPE en Algérie », Revue CREAD N° 39, 1er T.1997.
5. A. BOUYACOUB, « Entreprises publiques, ajustement structurel et privatisation », Revue CREAD N° 57, 3ème T.2001.
6. A. Bouyacoub, Entreprises publiques, et l'économie de marché 1988-1993", Les Cahiers du CREAD, n°39, 1997.
7. A. Drissi, " L'entreprise Algérienne Et La Bourse : Quel Intérêt ? Aperçu Sur L'expérience Tunisienne Dans Le « Marché Alternatif", revue l'entreprise, Vol 5, n°5, 2016.
8. A. Gliz, « Le problème de l'évaluation de l'entreprise en privatisation dans un contexte de transition vers l'économie de marché », Revue CREAD, N° 54, 4ème T. 2000.
9. A.Bouyakoub, " Activité économique et taille des entreprises", Cahiers du CREAD,n°12, 1987.
10. A.Bradai, " Impact de l'introduction en Bourse sur la Performance de l'entreprise Algérienne", revue des sciences Commerciales, Vol 16, n°2, 2017.
11. A.Chadlia, "Impact de La Privatisation sur La Performance des Entreprises Publiques dans les Economies en Voie de Développement", revue des carnets économiques, Vol 6, n°2, 2015.
12. A.Chriet, " Mondialisation De L'economie Algerienne: Du Big-Push A L'ajustement Structurel", revue des sciences humaines, n°31, 2009.
13. A.Henni, " La réforme monétaire et financière en Algérie", Confluences Méditerranée, n°71, 1010.
14. A.N.Chettab, "Privatisation et Tentative d'intégration des Entreprises dans le Marché Mondial : Quel Rôle pour l'Etat ?" Revue Insaniyat, Vol 5, n°1, 2001.
15. A.Zahi, " aspects Juridiques des Réformes économiques En Algérie", revue des sciences juridiques et Politiques, vol 37, n°3, 2000.
16. Amal, H., Faten, L., "La transparence de l'entreprise et la structure de propriété : Cas des entreprises françaises", Crises et nouvelles problématiques de la valeur, Nice, 2010.
17. Aman Srivastava, "Ownership Structure and Corporate Performance: Evidence from India" International Journal of Humanities and Social Science, Vol. 1, n°1, 2011.
18. André de. Laubadère, "Traité élémentaire de Droit Administratif", Revue internationale de droit comparé. Vol. 5 N°2, Avril-juin , 1953.
19. B.Biais et P.Hillion et J.Malécot, " La structure financière des entreprises : une investigation empirique sur données françaises", revue Economie et Prevision, vol 4 , n°120,1995.

Bibliographie

20. Barker V. et Mueller G, CEO characteristics and firm R&D spending, *Management Science*, vol.48, Issue 6, 2002.
21. Ben Brahim, L'évolution des marchés financiers en Afrique du Nord et de l'Ouest - Analyse Financière, 2010.
22. Benabderrahmane Yasmina, Rôle de l'Etat dans l'évolution des modes de gestion des organisations en Algérie, *revue des Recherches Juridiques et Politiques*, Université d'Echahid Hamma Lakhdar, El-Oued (Algérie), 2021.
23. Bhagat S. et Black B , Board independence and Long-Term Firm Performance, *The New Palgrave Dictionary of Economics and the Law*, Vol 2, 2000.
24. Birt, J.L., Bilson C.M., Smith, T., Whaley, R.E., « Ownership, Competition and Financial Disclosure », *Australian*, 2006.
25. Bouhezza M, La privatisation de l'entreprise publique algérienne et le rôle de l'Etat dans ce processus, *Revue des Sciences Économiques et de Gestion*, n°3, 2004.
26. Bourdieu & Colin-Sédillot, « Structure du capital et coûts d'information : le cas des entreprises françaises à la fin des années 80 », *Économie et Statistique*, 1993.
27. BOURGUIGNON, A., La performance, essais de définition, In: *Revue française de comptabilité*, n° 269, juillet- août, France ; 1995.
28. C.Bia , "Les Réformes Monétaires Et Financières Et Leur Impact Sur L'entreprise Algérienne", *revue d'économie et statistiques appliquées*", n°6 ,2006.
29. C.Khemissi, " L'expérience algérienne dans le processus d'assainissement financier", *revue du chercheur*, n°01,2002.
30. CabyJ. et Hirigoyen, G , «Histoire de la valeur en finance d'entreprise. Valeur, Marché et Organisation JP Bréchet (ed.) », *Presses Académiques de l'Ouest*, 1998.
31. Carpentier C & Suret J.M., « Stratégies de financement des entreprises françaises : une analyse empirique », *Série Scientifique (CIRANO)*, 99s-09, 1999.
32. Celik et al, "The determinants of bank's capital adequacy ration : some evidence from South Eastern European Countries", *Journal of Economics and Behavioral Studies*, vol 7, n°1, 2015.
33. Chadlia A. Et Azouaou L., « Analyse des déterminants de la performance des entreprises algériennes : étude empirique sur un échantillon de 100 entreprises », in *El-Wahat pour les Recherches et les Etudes*, vol 8, no 1, 2015.
34. Chandrapala Pathirawasam et Guneratne Wickremasinghe , "Ownership concentration and financial performance: the case of Sri Lankan listed companies"; *Corporate Ownership & Control* ,Volume 9, n° 4, 2012.

Bibliographie

35. Charreaux Gérard, Théorie financière et stratégie financière. In : Revue française de gestion, n°160, 2006.
36. Chevalier J. et Ellison G, Are Some Mutual Funds Managers Better Than Others? Cross-Sectional Patterns in Behavior and Performance, NBER working paper, N°5852 , Journal of Finance, vol. 54, N°3, 1996.
37. Chiad et Guerrache, "analyse du niveau des performance des PME en Algérie, revue des réformes économiques et intégration à l'économie mondiale, vol n°09, n°18, 2014.
38. Christophe Thiberge Et Philippe Thomas, L'effet de levier : Une relecture opérationnelle à destination des décideurs financiers d'entreprise, Cahier de recherche ESCP (Ecole Supérieure de Commerce de Paris), n° 97-135. 1997.
39. Clivillé, V. and L. Berrah, Un modèle de système d'indicateurs basé sur la décomposition des objectifs et l'agrégation des performances, 7ème Congrès International de Génie Industriel, Trois Rivières, Québec, Canada, 2007,
40. Colot V. et Michel P, "Vers une théorie financière adaptée aux PME. Réflexion sur une science en genèse, revue internationale PME: économie et gestion de la petite et moyenne entreprise", Vol 9, 1996.
41. Cumby J et Conrod J, « Non-financial performance measures in the Canadian biotechnology industry». Journal of Intellectual Capital, 2(3):2001.
42. D.Godih et M.Lazreg, "Réforme et modernisation du secteur bancaire et financier en Algérie : un enjeu majeur face aux défis de l'avenir", revue du droit et sciences sociales : série économique, vol 35, n°2.
43. D.Helie,"L'autogestion Industrielle en Algérie", Autogestion : études, débats et document, n°09-10,1969.
44. Debreceeny, R., Gray, G. L., Rahman, A., "The Déterminants of Internet Financial Reporting », Journal of Accounting and Public Policy", vol. 21, 2002.
45. Dethier J-J., Him M. et Straub S, Explaining Enterprise Performance in Developing Countries with Business Climate Survey Data, The World Bank, Policy Research Working Paper Series. 26. DOI :10.2307/41261432,2008
46. Durand, D., "Cost of Debt and Equity Funds for Business: Trends and Problems of Measurement", Conference on Research in Business Finance, 1952.
47. E.Fama," The Effects of a Firm's Investment and Financing Decisions on the Welfare of Its Security Holders", American Economic Review, vol 68, n°3, 1978.
48. Edith Ginglinger: « Marchés de capitaux et financement de l'entreprise », Encyclopédie des marchés financiers, sous la direction de Yves Simon, Economica, 1997.

Bibliographie

49. Emery, G. W. "Cyclical Demand and the Choice of Debt Maturity Cyclical Demand and the Choice of Debt Maturity". Chicago Journals, vol 74, n°4, 2001.
50. F. Bouyacoub, « Entreprises publiques, ajustement structurel et privatisation », Revue CREAD N° 57, 3ème T, 2001.
51. F.Bouchelghoum, " Le Système Bancaire Algérien : Un état des Lieux Pour la Période 2009-2017", Revue Algérienne pour la finance islamique, vol 1, n°1, 2023.
52. F.Brabez, " Caractéristiques Et Fonction Des Conseil D'administration Des Entreprises Publiques Algeriennes : Cas Des Entreprises Agro-Alimentaires", Cahier du Cread, n°76, 2006.
53. F.Guendoul et W.Iguergaziz, " Analyse du Secteur Bancaire Algérien : Un Secteur Mal-développé, dans une économie à Fort Besoin de Financement", Revue de l'économie, capital et affaires, vol 8, n°1, 2023.
54. F.Mekideche, "Gouvernance d'entreprise des EPE Algériennes et Nouveaux Mécanismes de Coordination 1994-2006 ; Quels Changements ?", Revue d'Economie et de Management, Vol 7, n°1, 2008.
55. F.Talahite, " La Réforme Bancaire et Financière En Algérie", CREAD, N°52,2000.
56. F.Z.Oufriha, " Ajustement structurel, stabilisation et politique monétaire en Algérie", CREAD, n°47, 1999.
57. FAMA, E, Efficient capital markets: A review of theory and empirical work. Journal of Finance, 1970.
58. Fama.E.F, French. K.R, "Financing Decisions: How issue Stocks?" Journal Of Financial Economics, Volume 76, n° 3, 2005.
59. Fonds monétaire " Algérie : stabilisation et transition à l'économie internationale de marché, Washington, 1998.
60. Fornell, C,"National customer satisfaction barometer: the Swedish experience", Journal of Marketing, Vol. 56 , 1992.
61. G.Akerlof," The Market Of Lemons : Quality, Uncertainty And The Market Mechanism", The Quarterly Journal of Economics, Vol 84, n°3, 1970.
62. Giammarino, R. M., & Neave, E. H. The failure of financial contracts and the relevance of financial policy. (Queen's university- Kingstom.Ont), Working Paper, n°3, 1982
63. Gilles Bensimon, Revue française de science politique, 1996.
64. Goddard J. Tavakoli M. And Wilson J.O.S, « Determinants of profitability in European manufacturing and services: evidence from a dynamic panel model », in Applied Financial Economics, vol 15, no 18, 2005.

Bibliographie

65. Gottesman A. et Morey M, Does a Better Education Make for Better Managers? An Empirical Examination of CEO Educational Quality and Firm Performance, Pace University Finance Research Paper N° 03, 2024.
66. Grossman, S. et Hart, "the Cost and Benefits of ownership: a theory of vertical and Lateral integration", *Journal of Political Economy*, 94(4).1986.
67. Guerrache mohammed, "études des facteurs déterminants sur la performance financière des PME en Algérie, étude des données Panel de la période de 2011-2014", *revue d'économie et statistiques appliquées*, n°25, 2016.
68. Gupta, M., Khurana, I., & Pereira, R. Legal Inforcement, Short Maturity Debt, and the Incentive to Manage Earnings. *Journal of Law and Economics*, vol 51, n°4, 2008.
69. Hadj-Mouri M, Evolution de l'entreprise publique et question d'identité, Les ouvrages du CRASC, 1997.
70. Hamamda Mohammed Tahar, "Privatisation des entreprises publiques en Algérie", *Géoéconomie*, n°56. 2001.
71. Harris, Milton and Artur Ravi, "The Theory Of Capital Structure", *Journal of Finance*, n°46, 1991.
72. Hermalin B. E. et Weisbach M. S, Board of Directors as an Endogeneously Determined Institution: a survey of the economic literature, *Economic Policy Review*, vol 9, 2001.
73. Hermalin, Benjamin and Michael Weisbach, "The effects of board composition and direct incentives on firm performance", *Financial Management* 20, 1991.
74. Holmes S. et Des Nicholls, "analyse de l'utilisation des informations comptables par les petites entreprises australiennes", *journal de la gestion des petites entreprises*, 1988.
75. J. Stiglitz, "Taxation, Corporate Financial Policy, And The Cost Of Capital". *Journal of Public Economics*, 1973, vol. 2, issue 1, 1973.
76. Jaworski, J., & Czerwonka, L. Which Determinants Matter for Working Capital Management in Energy Industry? The Case of European Union Economy. *Energies*, vol 15, n°9, 2022.
77. Jean-Guy Degos, " L'univers graphique de l'évaluation financière : rationalité, perspicacité, complexité », *La revue du financier*, n° 173-174, 2008.
78. Jensen M. C. et Murphy K. J, Performance Pay and Top Management Incentives, *Journal of Political Economy*, Vol. 98, N° 2, 1990.
79. Jensen M.C. and Meckling W.H., "Theory of the firm: managerial behavior, agency costs and ownership structure", in *Journal of Financial Economics*, vol 3, no 4, 1976.
80. Jensen M.C. et Meckling, W.H, « Theory of the Firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure », *Journal of financial economics*, 3(4), 1976.

Bibliographie

81. JENSEN, M, Some Anomalous Evidence Regarding Market Efficiency. *Journal of Financial Economics*, 1978.
82. Jensen, M.C. & Meckling, W., « Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Capital Structure », *Journal of Financial Economics*, vol.3, n°4, (October), 1976.
83. Jensen. M R, Solberg. D P, Zorn. T S , “Simultaneous Determination of Insider Ownership, and Dividend policy”, *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, Volume 27, n° 2, June 1992.
84. K.Boudam et H.Meliani, "quelles visions stratégiques pour la réforme bancaire en Algérie", *revue des sciences humaines*, n° 7,2005.
85. Kaplan R, coût et effet : utiliser des systèmes de couts intégrés pour améliorer la rentabilité et la performance, *Harvard Business Press*, 1998.
86. Kaplan, R., et Norton, D, *Linking the balanced scorecard to strategy*, *California Management Review*, 39 (1), 1996.
87. Keasey K. et Watson R, “The State of the Art of Small Firm Failure Prediction: Achievements and Prognostic”, *International Small Business Journal*, Vol. 9, No. 4, 1991.
88. Khouri nabil, " structure du capital et performance des entreprises en Algerie", *Revue d'Economie et de Statistique Appliqué*, Volume 18, n° 2, 2021.
89. Kimberly J. R. et Evansiko M. J, *Organizational Innovation. The influence of individual, organizational and contextual factors on hospital adoption of technological and administrative innovation*, *Academy of Management Journal*, vol. 24, N°4, 1981.
90. Kouki et H.Ben said, "capital structure determinants : New evidence from French panel data", *international journal of business and management*, vol 7, n° 1, 2012.
91. L.Rabia, "Privatisation et Investissement Direct et Etranger dans les Pays en Voie de Développement, *revue des études et recherches*, vol 5, n°13, 2013.
92. Lakhal, F., "Voluntary Earnings Disclosures and Corporate Governance: Evidence from France », *Review of Accounting and Finance*", vol. 4, n°3, 2005.
93. Leland, H.E. and Pyle, D.H, "Informational Asymmetries, Financial Structure, and Financial Intermediation". *Journal of Finance*, Vol 32, 1977.
94. *Les cahiers du CREAD*, n°101, 2012.
95. LEVINE, R, *Financial development and economic growth: views and agenda*. *Journal of Finance*, N°35, 1997.
96. Lohman, C., L. Fortuin, et al, *Designing a performance measurement system: A case study.* *European Journal of Operational Research* 156(2), 2004.

Bibliographie

97. M. Aidoud, « La privatisation des entreprises publiques en Algérie », Revue internationale de droit comparée, Vol 48, n°1, 1996.
98. M. Baba-Ahmed, Le secteur financier en Algérie: une réforme inachevée, Finance & Bien Commun, 2007/3, N°28-29, 2007.
99. M.Lellouchi, " Le Redéploiement Bancaire Préconisée pour L'expansion de la Bancarisation en Algérie", revue des recherches économiques, vol 9, n°10, 2014.
100. M.Sadoudi, "La réformes des entreprises d'Etat en Algérie : problématique, méthodologie et limites, revue d'économie et de statistiques appliquées, n03, 2003.
101. M. Zemouri , " La portée du succès du post-ajustement dans le cas de l'Algérie", Revue des Sciences Économiques et de Gestion, n°2, 2003.
102. Majluf N.S. et Myers S. "Corporate financing and Investment Decisions When Firms have information that Investors do not have", Journal of financial Economics, 13, 1984.
103. Maloney, M. T., McCormick, R. E., & Mitchell, M. L.. Managerial Decision Making and Capital Structure. The Journal of Business, vol 66, n°2, 1993.
104. Margaritis D. et Psillaki M.: «Capital structure, equity ownership and firm performance», Journal of Banking & Finance (34), 2010.
105. Mayers, D, Why firms issue convertible bonds: The matching of financial and real investment options. Journal of Financial Economics, 1998.
106. McMahon, R. G., & Holmes, S. Small business "North America: A Literature Review". Journal of Small Business Management, Vol 29, n°2, 1991.
107. Medori. D et Steephe. D, "A framework for auditing and enhancing performance systems, International journal of operation and production management, Vol 20, n°5, 2000.
108. Michael Spence, " job market signalling", The Quarterly Journal of Economics, Vol. 87, No. 3, 1973.
109. Michel Albouy: « Structure financière et coût du capital », Article 165, Encyclopédie de gestion sous la direction de Yves Simon et Patrick Joffre, Economica, 1997.
110. Modigliani F. et Miller M, « The Cost of Capital, Corporate Finance and Theory of Investment », American Economic Review, Vol 48, N°3, 1958 .
111. Modigliani F. et Miller M.H, «Corporate Income Taxes and the Cost of Capital : a Correction », American Economic Review, 53 (June 1963), 1963.
112. Mouloud Guerchouh et Djamal Si-Mohammed, Analyse du système national algérien de gouvernance à travers une approche institutionnelle, Revue El Wahat pour les Recherches et les Etudes, Université Mouloud Mammeri - Tizi-Ouzou, 2016.
113. Myers C. S., «Capital Structure», Journal of Economic perspectives, 15(2), 2001.

Bibliographie

114. Myers C.S., «The Capital Structure Puzzle », The Journal of Finance, 39, n° 3, July, 1984.
115. Myers S., « The capital structure puzzle », in Journal of Finance, vol 39, no 3, 1984.
116. N.Terki, "Les Aspects Juridiques de la Privatisation des Entreprises Publiques Économiques", revue Idara, vol 17 , n°2, 2000.
117. Nizard F, Le capital hybride innovant: aspects juridiques et internationaux. Revue de Droit bancaire et financier, 2006.
118. O.Boukhouni, " La privatisation des entreprises publiques industrielles en Algérie : Bilan et perspectives", Al-Bashaer Economic Journal, n°2, 2015.
119. Olomo P. R, Comment concilier Tradition et Modernité dans l'entreprise africaine, Revue Française de Gestion, N° 64, 1987.
120. Ordonnance N°01-04 du 20 Août 2001 relative à l'organisation, la gestion et la privatisation des EPE, J.O. N°47 du 22 Août 2001.
121. Otley. D, " performance management: a framework for management control systems", research management accounting research, Vol 10, 1999.
122. Oukaci Dehbia et Mahmoudia Mehenna, "La Gouvernance Des Entreprises Publiques économiques Algériennes Entre La Logique Publique Et La Logique Entrepreneuriale", revue d'économie et de statistique appliquée, vol.14, n°02, 2017.
123. Pierre Vernimmen : « Politique financière de l'entreprise », Encyclopédie de gestion sous la direction de Yves Simon-Patrick Joffre, Economica, 1997.
124. R.Abdoun, " L'économie algérienne à l'épreuve de l'ajustement structurel", revue Naqd, n°4, 1993.
125. R.Marref, "Les Techniques de Privatisation des Entreprises Publiques Economique en Algérie", revue des sciences juridiques et Politiques, Vol 37, n°3, 2000.
126. Raffournier, B., "The Determinants of Voluntary Financial Disclosure by Swiss Listed Companies", European Accounting Review, vol. 4, n°2, 1995.
127. Robert Wanda, Structure financière et performance des entreprises dans un contexte sans marché financier, article, Octobre 2001.
128. Robichek, A., & Myers, C. "Problems in the Theory of Optimal Capital Structure". The Journal of Financial and Quantitative Analysis, vol 1, no 2, 1966.
129. Ruili Yang, Kui Xia et Hongxing Wen, " Venture Capital, Financial Leverage and Enterprise Performance", Procedia Computer Science, vol 91, 2016.
130. S. Rekiba (2016), Le système bancaire algérien : Etat des lieux, degré de libéralisation et problèmes d'inadaptation avec les règles de l'AGCS, Revue Communication Science et Technology, vol 16.

Bibliographie

- 131.S.A. Ross, "The Determination of Financial Structure: The Incentive-Signaling Approach", The Bell Journal of Economics, Vol 8, 1977.
- 132.S.Lazzem, "décisions financières, structure de propriété et performance de l'entreprises", Revue Africaine De Management- Vol.2 (2) 2017.
- 133.S.Marouf, "Le Redéploiement Industriel En Algérie : Entre Reconquête Et Adaptation", Les Cahiers du CREAD ,n°90, 2009.
- 134.S.Prowse, "Le gouvernement d'entreprise", Revue d'économie financière, n°31, 1994.
- 135.S.Rekiba, "Le système bancaire Algérien à l'heure de l'adhésion à l'OMC", Revue des sciences humaines, n°34/35, 2014.
- 136.Scholes, M., & Wolfson, M. The cost of capital and changes in tax regimes.1988.
- 137.Simerly R. et LI M. : «Environmental dynamism, capital structure and performance : a theoretical integration and an empirical test», Strategic Management Journal (21), 2000.
- 138.Steensma K. H et Beverly B. T, The effects of executives' experiences and perceptions on their assessment of potential technological alliances, Strategic Management, Volume 19, Issue 10, 1998.
- 139.Tchankam, J. P., Performance comparée des entreprises publiques et privées : une étude empirique, Cahier de recherche, LAREMA, 2000.
- 140.Titman S. and Wessels R., « The determinants of capital structure choice », in Journal of Finance, vol 43, no 1, 1988.
- 141.Titman, S., & Maksimovic, V. "Financial Policy and Reputation for Product Quality Financial Policy and Reputation for Product Quality University of British Columbia". Oxford Journals, vol 4, n°1, 1991.
- 142.Tyler, R. W. New dimensions in curriculum développement. Informatiques . D. P. Ely and T. Plomp. 13: 1966.
- 143.Van et al., H. T. T., Hung, D. N., Van et al., V. T. T., & Xuan, N. T. Managing optimal working capital and corporate performance: Evidence from Vietnam. Asian Economic and Financial Review, vol 9, n°9, 2019.
- 144.Vandermerwe S, How increasing value to customers improves business results ?, Management Review, vol.42, n°1, 2000.
- 145.Vătavu Sorana, "The Impact of Capital Structure on Financial Performance in Romanian Listed Companies". Procedia Economics and Finance. Vol 32, 2015.
- 146.Venanzi, D, Financial performance measures and value creation: The state of the art. Springer, Verlag, Allemagne, 2012.
- 147.Virginie Nahas, La validité de la théorie du financement hiérarchique, Ecole doctorale Cognition, hal open science, France, 2018.

Bibliographie

148. Wallace, R., Naser, K., Mora, A., "The Relationship between the Comprehensiveness of Corporate Annual Reports and Firm Specific Characteristics in Spain", *Accounting and Business Research*, vol. 25, n°97, 1994.
149. Weil. L., « Leverage and corporate performance: Does institutional environment matter? », in *Small Business Economics*, vol 30, 2008.
150. William C. Byrd, " Contre-performances économiques et fragilité institutionnelle", *Confluences Méditerranée*, n°45, 2003.
151. Williamson, O. E. (1985), *The Economic Institutions of Capitalism*, New York, the Free Press, 1986.
152. Xavier Boutin et Simon Quantin, " Une méthodologie d'évaluation comptable du coût du capital des entreprises françaises (1984-2002)", *Économie et Statistique*, N° 413, 2008.
153. Zeitun R. et Tian G: «Capital structure and corporate performance evidence from Jordan», *Australasian Accounting Business & Finance Journal* (1), 2007.
154. Zimon, G., & Tarighi, H. " Effects of the COVID-19 Global Crisis on the Working Capital Management Policy: Evidence from Poland". *Journal of Risk and Financial Management*, Vol 14, n°4, 2021.
155. Zingales L, In Search of New Foundations, *The Journal of Finance*, Vol 55, n°4, 2000.

conférences et séminaires

1. Bah T., Tine B. et Chaudat P, *Le défi des PME Sénégalaises : concilier tradition et modernité. Le cas de l'entreprise Guirassy*, 10ème Congrès de l'Académie de l'Entrepreneuriat et de l'Innovation, AEI Dakar, 2017.
2. N. Gartiser, C. Lerch, and P. Lutz, *Appréhender la dynamique d'évolution des organisations. Vers une opérationnalisation des modèles de Mintzberg*, in XIII ème Conférence Internationale de Management Stratégique.: Normandie-Vallée de Seine, France, 2004.
3. Ngobo P.V. Et Capiez A., « Structure du capital et performance de l'entreprise : le rôle modérateur des différences culturelles nationales », 13e congrès de l'Association Internationale de Management Stratégique, 3 et 4 juin, France, 2024.
4. Sébastien Dubois, Elena Koriajnova, *Vers les mesures de performance de l'activité d'innovation*, Colloque des Sciences de la Conception et de l'Innovation, Jul 2016, Université de Lorraine, France, 2016.
5. Wladimir Andreff, " Reformes, Libéralisation, Privatisation En Algérie : Point De Vue D'un Outsider En 1988-1994", *Confluences Méditerranée*, n° 71, 2009.

Bibliographie

Articles, rapports et texte juridique

1. ,Ordonnance 03-11 du 26 Août 2003.
2. Banque de France, "La crise de la dette souveraine", Document et débat, N° 4, Mai 2012 .
3. Code de commerce algérien, article 635.
4. Décision n°17-01 du 02 janvier 2017 portant publication de la liste des banques et de la liste des établissements financiers agréés en Algérie, Annexe 1, J.O N°02 du 11 janvier 2017.
5. Décret législatif n° 93-10 du 23.05.1993, modifié et complété par la loi n° 03-04 du 17.02.2003 relative à la bourse des valeurs mobilière.
6. Décrets exécutifs n° 91-169, 170 et 171 du 25.05.1991.
7. Essai analytique du rapport " réforme du système bancaire et financier " CNES ; Alger 1998.
8. Instruction COSOB n° 97/03 du 18 novembre 1997 relatif au règlement général de la bourse des valeurs mobilières.
9. KPMG, Guide d'investir, édition 2015.
10. La loi 90-10 du 14 avril 1990 relative à la monnaie et au crédit du journal officiel n°16 du 18 avril 1990.
11. Le décret exécutif n° 91-170 du 28 mai 1991 déterminant les différentes formes de valeurs mobilières ainsi que les conditions de leur émission
12. Rapport annuel de la Banque d'Algérie 2015.
13. Rapport du FMI, Evaluation de la stabilité du secteur financier en Algérie, Janvier 2014.
14. Rapport du Fonds Monétaire International 16/127, Mai 2016.
15. Rapport KPMG , Algeria banking guide, 2012.

Les Sites Internet

1. « L'Algérie poursuit la privatisation des Entreprises Publiques : le bilan des privatisations des EPE est satisfaisant selon le Ministre Hamid Temmar », algerie-dz.com, lundi 21 Janvier 2008.
2. CNES, projet de rapport (2005), Regards sur la politique monétaire en Algérie, www.cnese.dz.
3. E.H. Mighaoui, Président Directeur Général du Crédit Populaire Algérien (CPA)," l'Algérie su le chemin des réformes", colloque du 18 octobre 2001. Disponible sur le site web : www.senat.fr
4. M. Tamalghaght(2005), la réforme financière et son impact sur le secteur de la justice, www.mjustice.dz
5. Mahfuzah Salim et Raj Yadav (2012), "Capital Structure and Firm Performance: Evidence from Malaysian Listed Companies". International Congress on Interdisciplinary Business and Social Science.disponible sur www.sciencedirect.com

Bibliographie

6. Omar Ramdane « L'Algérie sur le chemin des réformes ». Colloque du 18 octobre 2001.
Disponible sur le site web: www.senat.fr
7. Plesko, G. A. The role of short term debt in capital structure. In Annual Conference on Taxation and Minutes of the Annual Meeting of the National Tax Association, 2000,. Disponible sur <http://www.jstor.org/stable/41950598>
8. www.cnma.dz, consulté le 21/06/2018.
9. www.snl.dz, consulté le 21/06/2018.

ANNEXE 01 : Test d'égalité des moyennes

Test for Equality of Means Between Series

Date: 12/09/24 Time: 14:18

Sample: 2019 2021

Included observations: 180

Method	df	Value	Probability
Anova F-test	(7, 1432)	6461.047	0.0000
Welch F-test*	(7, 592.412)	143672.0	0.0000

*Test allows for unequal cell variances

ANNEXE 02: Test de stationnarité

SERIE : AUT_ACT

Null Hypothesis: Stationarity

Series: AUT_ACT

Date: 12/11/23 Time: 10:10

Sample: 2019 2021

Exogenous variables: Individual effects, individual linear trends

Newey-West automatic bandwidth selection and Bartlett kernel

Total (balanced) observations: 180

Cross-sections included: 60

Method	Statistic	Prob.**
Hadri Z-stat	81.6567	0.7090
Heteroscedastic Consistent Z-stat	81.6567	0.7050

* Note: High autocorrelation leads to severe size distortion in Hadri test, leading to over-rejection of the null.

** Probabilities are computed assuming asymptotic normality

Intermediate results on AUT_ACT

Null Hypothesis: Stationarity

Series: AUT_ACT

Date: 12/13/23 Time: 14:30

Sample: 2019 2021

Exogenous variables: Individual effects

Newey-West automatic bandwidth selection and Bartlett kernel

Total (balanced) observations: 180

Cross-sections included: 60

Method	Statistic	Prob.**
Hadri Z-stat	11.4516	0.0740
Heteroscedastic Consistent Z-stat	12.1443	0.0980

* Note: High autocorrelation leads to severe size distortion in Hadri test, leading to over-rejection of the null.

** Probabilities are computed assuming asymptotic normality

Intermediate results on AUT_ACT

SUITE ANNEXE 02

SERIE : BFR

Null Hypothesis: Stationarity

Series: BFR

Date: 12/13/23 Time: 14:32

Sample: 2019 2021

Exogenous variables: Individual effects

Newey-West automatic bandwidth selection and Bartlett kernel

Total (balanced) observations: 180

Cross-sections included: 60

Method	Statistic	Prob.**
Hadri Z-stat	12.5392	0.8490
Heteroscedastic Consistent Z-stat	11.1029	0.8050

* Note: High autocorrelation leads to severe size distortion in Hadri test, leading to over-rejection of the null.

** Probabilities are computed assuming asymptotic normality

Intermediate results on BFR

Null Hypothesis: Stationarity

Series: BFR

Date: 12/13/23 Time: 14:32

Sample: 2019 2021

Exogenous variables: Individual effects, individual linear trends

Newey-West automatic bandwidth selection and Bartlett kernel

Total (balanced) observations: 180

Cross-sections included: 60

Method	Statistic	Prob.**
Hadri Z-stat	81.6567	0.0840
Heteroscedastic Consistent Z-stat	81.6567	0.1980

* Note: High autocorrelation leads to severe size distortion in Hadri test, leading to over-rejection of the null.

** Probabilities are computed assuming asymptotic normality

Intermediate results on BFR

SUITE ANNEXE 02

SERIE : IMM_ACT

Null Hypothesis: Stationarity
Series: IMM_ACT
Date: 12/13/23 Time: 14:36
Sample: 2019 2021
Exogenous variables: Individual effects
Newey-West automatic bandwidth selection and Bartlett kernel
Total (balanced) observations: 180
Cross-sections included: 60

Method	Statistic	Prob.**
Hadri Z-stat	8.07844	0.9490
Heteroscedastic Consistent Z-stat	10.7429	0.9050

* Note: High autocorrelation leads to severe size distortion in Hadri test, leading to over-rejection of the null.

** Probabilities are computed assuming asymptotic normality

Intermediate results on IMM_ACT

Null Hypothesis: Stationarity
Series: IMM_ACT
Date: 12/13/23 Time: 14:39
Sample: 2019 2021
Exogenous variables: Individual effects, individual linear trends
Newey-West automatic bandwidth selection and Bartlett kernel
Total (balanced) observations: 180
Cross-sections included: 60

Method	Statistic	Prob.**
Hadri Z-stat	80.3289	0.0940
Heteroscedastic Consistent Z-stat	80.3289	0.1980

* Note: High autocorrelation leads to severe size distortion in Hadri test, leading to over-rejection of the null.

** Probabilities are computed assuming asymptotic normality

Intermediate results on IMM_ACT

SUITE ANNEXE 02

SERIE : LOGACT

Null Hypothesis: Stationarity
Series: LOGACT
Date: 12/13/23 Time: 14:41

Sample: 2019 2021
Exogenous variables: Individual effects
Newey-West automatic bandwidth selection and Bartlett kernel
Total (balanced) observations: 180
Cross-sections included: 60

Method	Statistic	Prob.**
Hadri Z-stat	8.57634	0.1490
Heteroscedastic Consistent Z-stat	9.57304	0.1050

* Note: High autocorrelation leads to severe size distortion in Hadri test,
leading to over-rejection of the null.

** Probabilities are computed assuming asymptotic normality

Intermediate results on LOGACT

Null Hypothesis: Stationarity
Series: LOGACT
Date: 12/13/23 Time: 14:42
Sample: 2019 2021

Exogenous variables: Individual effects, individual linear trends
Newey-West automatic bandwidth selection and Bartlett kernel
Total (balanced) observations: 180
Cross-sections included: 60

Method	Statistic	Prob.**
Hadri Z-stat	81.6567	0.2740
Heteroscedastic Consistent Z-stat	81.6567	0.2980

* Note: High autocorrelation leads to severe size distortion in Hadri test,
leading to over-rejection of the null.

** Probabilities are computed assuming asymptotic normality

Intermediate results on LOGACT

SUITE ANNEXE 02

SERIE : ROA

Null Hypothesis: Stationarity

Series: ROA

Date: 12/13/23 Time: 14:43

Sample: 2019 2021

Exogenous variables: Individual effects

Newey-West automatic bandwidth selection and Bartlett kernel

Total (balanced) observations: 180

Cross-sections included: 60

Method	Statistic	Prob.**
Hadri Z-stat	10.2106	0.6490
Heteroscedastic Consistent Z-stat	11.7515	0.6050

* Note: High autocorrelation leads to severe size distortion in Hadri test, leading to over-rejection of the null.

** Probabilities are computed assuming asymptotic normality

Intermediate results on ROA

Null Hypothesis: Stationarity

Series: ROA

Date: 12/13/23 Time: 14:44

Sample: 2019 2021

Exogenous variables: Individual effects, individual linear trends

Newey-West automatic bandwidth selection and Bartlett kernel

Total (balanced) observations: 180

Cross-sections included: 60

Method	Statistic	Prob.**
Hadri Z-stat	80.3289	0.0640
Heteroscedastic Consistent Z-stat	86.7794	0.0880

* Note: High autocorrelation leads to severe size distortion in Hadri test, leading to over-rejection of the null.

** Probabilities are computed assuming asymptotic normality

Intermediate results on ROA

SUITE ANNEXE 02

SERIE : ROE

Null Hypothesis: Stationarity

Series: ROE

Date: 12/13/23 Time: 14:45

Sample: 2019 2021

Exogenous variables: Individual effects

Newey-West automatic bandwidth selection and Bartlett kernel

Total (balanced) observations: 174

Cross-sections included: 58 (4 dropped)

Method	Statistic	Prob.**
Hadri Z-stat	16.2432	0.5490
Heteroscedastic Consistent Z-stat	12.1295	0.5050

* Note: High autocorrelation leads to severe size distortion in Hadri test, leading to over-rejection of the null.

** Probabilities are computed assuming asymptotic normality

Intermediate results on ROE

Null Hypothesis: Stationarity

Series: ROE

Date: 12/13/23 Time: 14:45

Sample: 2019 2021

Exogenous variables: Individual effects, individual linear trends

Newey-West automatic bandwidth selection and Bartlett kernel

Total (balanced) observations: 180

Cross-sections included: 60

Method	Statistic	Prob.**
Hadri Z-stat	79.6566	0.0540
Heteroscedastic Consistent Z-stat	84.5912	0.0780

* Note: High autocorrelation leads to severe size distortion in Hadri test, leading to over-rejection of the null.

** Probabilities are computed assuming asymptotic normality

Intermediate results on ROE

SUITE ANNEXE 02

Serie SEC

Null Hypothesis: Stationarity
Series: SEC
Date: 12/13/23 Time: 14:47
Sample: 2019 2021
Exogenous variables: Individual effects
Newey-West automatic bandwidth selection and Bartlett kernel
Total (balanced) observations: 180
Cross-sections included: 60

Method	Statistic	Prob.**
Hadri Z-stat	23.5680	0.2490
Heteroscedastic Consistent Z-stat	23.5680	0.2050

* Note: High autocorrelation leads to severe size distortion in Hadri test, leading to over-rejection of the null.

** Probabilities are computed assuming asymptotic normality

Intermediate results on SEC

Null Hypothesis: Stationarity
Series: SEC
Date: 12/13/23 Time: 14:47
Sample: 2019 2021
Exogenous variables: Individual effects, individual linear trends
Newey-West automatic bandwidth selection and Bartlett kernel
Total (balanced) observations: 180
Cross-sections included: 60

Method	Statistic	Prob.**
Hadri Z-stat	29.2450	0.3740
Heteroscedastic Consistent Z-stat	29.2450	0.3980

* Note: High autocorrelation leads to severe size distortion in Hadri test, leading to over-rejection of the null.

** Probabilities are computed assuming asymptotic normality

Intermediate results on SECTEUR

SUITE ANNEXE 02

SERIE : MLT

Null Hypothesis: Stationarity

Series: MLT

Date: 12/13/23 Time: 14:54

Sample: 2019 2021

Exogenous variables: Individual effects

Newey-West automatic bandwidth selection and Bartlett kernel

Total (balanced) observations: 180

Cross-sections included: 60

Method	Statistic	Prob.**
Hadri Z-stat	8.39219	0.1490
Heteroscedastic Consistent Z-stat	27.2617	0.1050

* Note: High autocorrelation leads to severe size distortion in Hadri test, leading to over-rejection of the null.

** Probabilities are computed assuming asymptotic normality

Intermediate results on MLT

Null Hypothesis: Stationarity

Series: MLT

Date: 12/13/23 Time: 14:55

Sample: 2019 2021

Exogenous variables: Individual effects, individual linear trends

Newey-West automatic bandwidth selection and Bartlett kernel

Total (balanced) observations: 180

Cross-sections included: 60 (2 dropped)

Method	Statistic	Prob.**
Hadri Z-stat	80.3289	0.2740
Heteroscedastic Consistent Z-stat	80.3289	0.2980

* Note: High autocorrelation leads to severe size distortion in Hadri test, leading to over-rejection of the null.

** Probabilities are computed assuming asymptotic normality

Intermediate results on MLT

SUITE ANNEXE 02

SERIE : DCT

Null Hypothesis: Stationarity
Series: DCT
Date: 12/13/23 Time: 14:57
Sample: 2019 2021
Exogenous variables: Individual effects
Newey-West automatic bandwidth selection and Bartlett kernel
Total (balanced) observations: 180
Cross-sections included: 60

Method	Statistic	Prob.**
Hadri Z-stat	15.7284	0.5490
Heteroscedastic Consistent Z-stat	10.8533	0.5050

* Note: High autocorrelation leads to severe size distortion in Hadri test, leading to over-rejection of the null.

** Probabilities are computed assuming asymptotic normality

Intermediate results on DCT

Null Hypothesis: Stationarity
Series: DCT
Date: 12/13/23 Time: 14:58
Sample: 2019 2021
Exogenous variables: Individual effects, individual linear trends
Newey-West automatic bandwidth selection and Bartlett kernel
Total (balanced) observations: 180
Cross-sections included: 60

Method	Statistic	Prob.**
Hadri Z-stat	81.6567	0.1740
Heteroscedastic Consistent Z-stat	81.6567	0.1980

* Note: High autocorrelation leads to severe size distortion in Hadri test, leading to over-rejection of the null.

** Probabilities are computed assuming asymptotic normality

Intermediate results on DCT

Estimation des quatres modèles

ANNEXE 03 : Modèle de régression groupé

Modèle A

Dependent Variable: ROA
 Method: Panel EGLS (Cross-section weights)
 Date: 12/09/24 Time: 16:09
 Sample: 2019 2021
 Periods included: 3
 Cross-sections included: 60
 Total panel (balanced) observations: 180
 Linear estimation after one-step weighting matrix

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.367254	0.048535	7.566724	0.0000
AUT_ACTIF	-0.587556	0.197338	-2.977414	0.0033
BFR	0.302283	0.387318	0.780453	0.4362
DCT	0.032758	0.025296	1.295005	0.1970
IMM_ACTIF	-0.158411	0.082166	-1.927950	0.0555
LOGACTIF	-0.349001	0.048243	-7.234246	0.0000
SEC	0.000991	0.000829	1.196371	0.2332

Weighted Statistics

R-squared	0.445425	Mean dependent var	0.060032
Adjusted R-squared	0.426191	S.D. dependent var	0.050752
S.E. of regression	0.019261	Sum squared resid	0.064182
F-statistic	23.15844	Durbin-Watson stat	0.746946
Prob(F-statistic)	0.000000		

Unweighted Statistics

R-squared	0.056578	Mean dependent var	0.016820
Sum squared resid	0.068379	Durbin-Watson stat	0.361205

SUITE ANNEXE 03

Modèle B

Dependent Variable: ROA
 Method: Panel EGLS (Cross-section weights)
 Date: 12/10/24 Time: 15:35
 Sample: 2019 2021
 Periods included: 3
 Cross-sections included: 60
 Total panel (balanced) observations: 180
 Linear estimation after one-step weighting matrix

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.391177	0.049083	7.969742	0.0000
AUT_ACTIF	-0.733516	0.201491	-3.640442	0.0004
BFR	0.815237	0.459052	1.775914	0.0775
IMM_ACTIF	-0.187554	0.084878	-2.209692	0.0284
LOGACTIF	-0.372299	0.048784	-7.631538	0.0000
MLT	-0.004189	0.017048	-0.245696	0.8062
SEC	0.001144	0.000838	1.364691	0.1741

Weighted Statistics

R-squared	0.427829	Mean dependent var	0.059881
Adjusted R-squared	0.407985	S.D. dependent var	0.050313
S.E. of regression	0.019364	Sum squared resid	0.064867
F-statistic	21.55955	Durbin-Watson stat	0.736189
Prob(F-statistic)	0.000000		

Unweighted Statistics

R-squared	0.056580	Mean dependent var	0.016820
Sum squared resid	0.068379	Durbin-Watson stat	0.365137

SUITE ANNEXE 03

Modèle C

Dependent Variable: ROE
 Method: Panel EGLS (Cross-section weights)
 Date: 12/10/24 Time: 15:49
 Sample: 2019 2021
 Periods included: 3
 Cross-sections included: 60
 Total panel (balanced) observations: 180
 Linear estimation after one-step weighting matrix

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	1.185090	0.166241	7.128768	0.0000
AUT_ACTIF	-2.105800	0.886390	-2.375704	0.0186
BFR	1.815465	1.458288	1.244929	0.2148
DCT	0.010644	0.096845	0.109902	0.9126
IMM_ACTIF	-0.837192	0.328089	-2.551723	0.0116
LOGACTIF	-1.083621	0.164801	-6.575334	0.0000
SEC	0.000855	0.003127	0.273386	0.7849

Weighted Statistics

R-squared	0.655050	Mean dependent var	0.249061
Adjusted R-squared	0.643086	S.D. dependent var	0.272773
S.E. of regression	0.059312	Sum squared resid	0.608598
F-statistic	54.75366	Durbin-Watson stat	0.748823
Prob(F-statistic)	0.000000		

Unweighted Statistics

R-squared	0.075413	Mean dependent var	0.083947
Sum squared resid	0.640941	Durbin-Watson stat	0.265288

SUITE ANNEXE 03

Modèle D

Dependent Variable: ROE
 Method: Panel EGLS (Cross-section weights)
 Date: 12/10/24 Time: 15:41
 Sample: 2019 2021
 Periods included: 3
 Cross-sections included: 60
 Total panel (balanced) observations: 180
 Linear estimation after one-step weighting matrix

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	1.216155	0.163780	7.425530	0.0000
AUT_ACTIF	-2.349070	0.712204	-3.298310	0.0012
BFR	2.690737	1.362314	1.975123	0.0498
IMM_ACTIF	-0.810662	0.329558	-2.459845	0.0149
LOGACTIF	-1.114174	0.162253	-6.866897	0.0000
MLT	-0.038124	0.050164	-0.759988	0.4483
SEC	0.001302	0.003049	0.427104	0.6698

Weighted Statistics

R-squared	0.605766	Mean dependent var	0.249457
Adjusted R-squared	0.592093	S.D. dependent var	0.266520
S.E. of regression	0.059173	Sum squared resid	0.605740
F-statistic	44.30424	Durbin-Watson stat	0.740017
Prob(F-statistic)	0.000000		

Unweighted Statistics

R-squared	0.075283	Mean dependent var	0.083947
Sum squared resid	0.641031	Durbin-Watson stat	0.262328

ANNEXE 04 : Modèle à effets fixes

Modèle A

Dependent Variable: ROA
 Method: Panel Least Squares
 Date: 12/10/24 Time: 15:01
 Sample: 2019 2021
 Periods included: 3
 Cross-sections included: 60
 Total panel (balanced) observations: 180

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.471838	0.190179	2.481024	0.1141
AUT_ACTIF	-0.476227	0.630801	-0.754957	0.0023
BFR	-0.055026	1.323488	-0.041577	0.9669
DCT	0.064896	0.105556	0.614797	0.5395
IMM_ACTIF	-0.264207	0.204988	-1.288888	0.0282
LOGACTIF	-0.451486	0.189066	-2.387985	0.5830
SEC	0.001397	0.003271	0.426951	0.6700

Effects Specification

Period fixed (dummy variables)

R-squared	0.3368094	Mean dependent var	0.016820
Adjusted R-squared	0.3324496	S.D. dependent var	0.020123
S.E. of regression	0.019875	Akaike info criterion	-4.950045
Sum squared resid	0.067545	Schwarz criterion	-4.790397
Log likelihood	454.5040	Hannan-Quinn criter.	-4.885314
F-statistic	5.561873	Durbin-Watson stat	0.347437
Prob(F-statistic)	0.009604		

SUITE ANNEXE 04

Modèle B

Dependent Variable: ROA
 Method: Panel Least Squares
 Date: 12/09/24 Time: 13:54
 Sample: 2019 2021
 Periods included: 3
 Cross-sections included: 60
 Total panel (balanced) observations: 180

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.474489	0.190151	2.495323	0.1135
AUT_ACTIF	-0.481553	0.626013	-0.769238	0.0728
BFR	-0.338926	1.683772	-0.201290	0.8407
IMM_ACTIF	-0.267642	0.204462	-1.309007	0.1923
LOGACTIF	-0.454080	0.189043	-2.401998	0.1324
MLT	0.045610	0.071124	0.641276	0.5222
SEC	0.001360	0.003275	0.415171	0.6785

Effects Specification

Period fixed (dummy variables)

R-squared	0.3068275	Mean dependent var	0.016820
Adjusted R-squared	0.3024686	S.D. dependent var	0.020123
S.E. of regression	0.019873	Akaike info criterion	-4.950239
Sum squared resid	0.067532	Schwarz criterion	-4.790591
Log likelihood	454.5215	Hannan-Quinn criter.	-4.885508
F-statistic	4.566324	Durbin-Watson stat	0.350945
Prob(F-statistic)	0.008203		

SUITE ANNEXE 04

Modèle C

Dependent Variable: ROE
 Method: Panel Least Squares
 Date: 12/10/24 Time: 15:50
 Sample: 2019 2021
 Periods included: 3
 Cross-sections included: 60
 Total panel (balanced) observations: 180

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	1.582746	0.580625	2.725934	0.0071
AUT_ACTIF	-1.187035	1.925865	-0.616364	0.5385
BFR	-0.401547	4.040674	-0.099376	0.9210
DCT	0.244951	0.322269	0.760083	0.4483
IMM_ACTIF	-1.279194	0.625840	-2.043963	0.0425
LOGACTIF	-1.472797	0.577227	-2.551503	0.0116
SEC	-0.001456	0.009987	-0.145742	0.8843

Effects Specification

Period fixed (dummy variables)

R-squared	0.4191785	Mean dependent var	0.083947
Adjusted R-squared	0.4149295	S.D. dependent var	0.062231
S.E. of regression	0.060678	Akaike info criterion	-2.717763
Sum squared resid	0.629592	Schwarz criterion	-2.558115
Log likelihood	253.5987	Hannan-Quinn criter.	-2.653032
F-statistic	2.160165	Durbin-Watson stat	0.260509
Prob(F-statistic)	0.032844		

SUITE ANNEXE 04

Modèle D

Dependent Variable: ROE
 Method: Panel Least Squares
 Date: 12/10/24 Time: 15:44
 Sample: 2019 2021
 Periods included: 3
 Cross-sections included: 60
 Total panel (balanced) observations: 180

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	1.592705	0.580535	2.743512	0.0067
AUT_ACTIF	-1.211875	1.911228	-0.634082	0.5269
BFR	-1.430646	5.140586	-0.278304	0.7811
IMM_ACTIF	-1.292529	0.624226	-2.070612	0.0399
LOGACTIF	-1.482537	0.577151	-2.568718	0.0111
MLT	0.170235	0.217144	0.783972	0.4341
SEC	-0.001586	0.009999	-0.158614	0.8742

Effects Specification

Period fixed (dummy variables)

R-squared	0.491980	Mean dependent var	0.083947
Adjusted R-squared	0.449499	S.D. dependent var	0.062231
S.E. of regression	0.060672	Akaike info criterion	-2.717978
Sum squared resid	0.629457	Schwarz criterion	-2.558330
Log likelihood	253.6180	Hannan-Quinn criter.	-2.653247
F-statistic	2.165224	Durbin-Watson stat	0.266822
Prob(F-statistic)	0.032424		

Tests du compromis.

ANNEXE 05 :

Test du compromis entre le modèle à effets fixes (FEM) et le modèle d'estimation du modèle de régression groupé (PRM):

Modèle A

Redundant Fixed Effects Tests
Equation: Untitled
Test period fixed effects

Effects Test	Statistic	d.f.	Prob.
Period F	0.654787	(2,171)	0.0029
Period Chi-square	1.373248	2	0.0123

Modèle B

Redundant Fixed Effects Tests
Equation: Untitled
Test period fixed effects

Effects Test	Statistic	d.f.	Prob.
Period F	0.749837	(2,171)	0.0040
Period Chi-square	1.571722	2	0.0447

Modèle C

Redundant Fixed Effects Tests
Equation: Untitled
Test period fixed effects

Effects Test	Statistic	d.f.	Prob.
Period F	1.018203	(2,171)	0.3634
Period Chi-square	2.130922	2	0.3446

Modèle D

Redundant Fixed Effects Tests
Equation: Untitled
Test period fixed effects

Annexe

Effects Test	Statistic	d.f.	Prob.
Period F	0.029076	(2,171)	0.0195
Period Chi-square	1.153541	2	0.0237

ANNEXE 06 : Estimation des modèles à effets aléatoires

Modèle A

Dependent Variable: ROA
 Method: Panel EGLS (Cross-section random effects)
 Date: 12/10/24 Time: 16:07
 Sample: 2019 2021
 Periods included: 3
 Cross-sections included: 60
 Total panel (balanced) observations: 180
 Swamy and Arora estimator of component variances

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.346814	0.240333	1.443054	0.1508
AUT_ACTIF	-0.828760	0.489873	-1.691784	0.0925
BFR	0.339028	0.895153	0.378737	0.7053
DCT	0.043121	0.053524	0.805630	0.4216
IMM_ACTIF	-0.101500	0.147914	-0.686211	0.0635
LOGACTIF	-0.330043	0.239758	-1.376565	0.0954
SEC	9.25E-05	0.005106	0.018123	0.9856

Effects Specification		S.D.	Rho
Cross-section random		0.017781	0.7634
Idiosyncratic random		0.009898	0.2366

Weighted Statistics			
R-squared	0.5996019	Mean dependent var	0.005147
Adjusted R-squared	0.5864667	S.D. dependent var	0.010159
S.E. of regression	0.009825	Sum squared resid	0.016699
F-statistic	3.062606	Durbin-Watson stat	1.446404
Prob(F-statistic)	0.007131		

Unweighted Statistics			
R-squared	0.050689	Mean dependent var	0.016820
Sum squared resid	0.068806	Durbin-Watson stat	0.351030

SUITE ANNEXE 06

Modèle B

Dependent Variable: ROA
 Method: Panel EGLS (Cross-section random effects)
 Date: 12/09/24 Time: 13:55
 Sample: 2019 2021
 Periods included: 3
 Cross-sections included: 60
 Total panel (balanced) observations: 180
 Swamy and Arora estimator of component variances

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.344383	0.240649	1.431059	0.1542
AUT_ACTIF	-1.072319	0.441560	-2.428478	0.0162
BFR	1.039218	0.989343	1.050413	0.2950
IMM_ACTIF	-0.134900	0.148776	-0.906727	0.0498
LOGACTIF	-0.326631	0.240066	-1.360591	0.0884
MLT	-0.005434	0.036895	-0.147286	0.8831
SEC	0.000309	0.005116	0.060345	0.9520

Effects Specification		S.D.	Rho
Cross-section random		0.017780	0.7622
Idiosyncratic random		0.009932	0.2378

Weighted Statistics			
R-squared	0.5951627	Mean dependent var	0.005163
Adjusted R-squared	0.5868738	S.D. dependent var	0.010168
S.E. of regression	0.009853	Sum squared resid	0.016794
F-statistic	2.941934	Durbin-Watson stat	1.455330
Prob(F-statistic)	0.009283		

Unweighted Statistics			
R-squared	0.951627	Mean dependent var	0.016820
Sum squared resid	0.868738	Durbin-Watson stat	0.355569

SUITE ANNEXE 06

Modèle D

Dependent Variable: ROE
 Method: Panel EGLS (Cross-section random effects)
 Date: 12/10/24 Time: 15:45
 Sample: 2019 2021
 Periods included: 3
 Cross-sections included: 60
 Total panel (balanced) observations: 180
 Swamy and Arora estimator of component variances

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	1.196924	0.679524	1.761416	0.0799
AUT_ACTIF	-2.679586	1.129922	-2.371478	0.0188
BFR	1.648860	2.508841	0.657220	0.5119
IMM_ACTIF	-0.355178	0.375066	-0.946974	0.0450
LOGACTIF	-1.103817	0.678306	-1.627313	0.0255
MLT	0.016372	0.093627	0.174864	0.8614
SEC	-0.006482	0.015764	-0.411188	0.6814

Effects Specification		S.D.	Rho
Cross-section random		0.056339	0.8431
Idiosyncratic random		0.024300	0.1569

Weighted Statistics			
R-squared	0.5121944	Mean dependent var	0.020285
Adjusted R-squared	0.5091491	S.D. dependent var	0.025596
S.E. of regression	0.024397	Sum squared resid	0.102970
F-statistic	4.004347	Durbin-Watson stat	1.549640
Prob(F-statistic)	0.000883		

Unweighted Statistics			
R-squared	0.052028	Mean dependent var	0.083947
Sum squared resid	0.657152	Durbin-Watson stat	0.242815

ANNEXE 07 : Test de Hausman

Modèle A

Correlated Random Effects - Hausman Test

Equation: Untitled

Test cross-section random effects

Test Summary	Chi-Sq. Statistic	Chi-Sq. d.f.	Prob.
Cross-section random	2.438745	5	0.7857

Cross-section random effects test comparisons:

Variable	Fixed	Random	Var(Diff.)	Prob.
AUT_ACTIF	-1.069430	-0.828760	0.093516	0.4313
BFR	0.505351	0.339028	0.299252	0.7611
DCT	0.052031	0.043121	0.000551	0.7041
IMM_ACTIF	-0.057360	-0.101500	0.004890	0.5279
LOGACTIF	-0.309835	-0.330043	0.122684	0.9540

Modèle B

Correlated Random Effects - Hausman Test

Equation: Untitled

Test cross-section random effects

Test Summary	Chi-Sq. Statistic	Chi-Sq. d.f.	Prob.
Cross-section random	2.242791	5	0.8146

Cross-section random effects test comparisons:

Variable	Fixed	Random	Var(Diff.)	Prob.
AUT_ACTIF	-1.334207	-1.072319	0.066388	0.3094
BFR	1.200245	1.039218	0.299065	0.7684
IMM_ACTIF	-0.082966	-0.134900	0.004979	0.4617
LOGACTIF	-0.235366	-0.326631	0.127761	0.7985
MLT	0.001602	-0.005434	0.000471	0.7458

SUITE ANNEXE 07

Modèle D

Correlated Random Effects - Hausman Test
Equation: Untitled
Test cross-section random effects

Test Summary	Chi-Sq. Statistic	Chi-Sq. d.f.	Prob.
Cross-section random	6.386975	5	0.0074

Cross-section random effects test comparisons:

Variable	Fixed	Random	Var(Diff.)	Prob.
AUT_ACTIF	-3.219138	-2.679586	0.287680	0.0094
BFR	0.790497	1.648860	1.354429	0.0088
IMM_ACTIF	-0.227571	-0.355178	0.021616	0.0014
LOGACTIF	-1.561677	-1.103817	0.649579	0.0080
MLT	0.082860	0.016372	0.002202	0.0055

Annexe

Tests de diagnostic

ANNEXE 08 : Test d'autocorrélation des erreurs

Modèle A

Residual Cross-Section Dependence Test

Null hypothesis: No cross-section dependence (correlation) in residuals

Equation: Untitled

Periods included: 3

Cross-sections included: 60

Total panel observations: 180

Note: non-zero cross-section means detected in data

Cross-section means were removed during computation of correlations

Test	Statistic	d.f.	Prob.
Breusch-Pagan LM	2769.436	1770	0.0000
Pesaran scaled LM	16.79783		0.0000
Pesaran CD	10.17076		0.0000

Modèle B

Residual Cross-Section Dependence Test

Null hypothesis: No cross-section dependence (correlation) in residuals

Equation: Untitled

Periods included: 3

Cross-sections included: 60

Total panel observations: 180

Note: non-zero cross-section means detected in data

Cross-section means were removed during computation of correlations

Test	Statistic	d.f.	Prob.
Breusch-Pagan LM	2743.728	1770	0.0000
Pesaran scaled LM	16.36575		0.0000
Pesaran CD	6.926758		0.0000

Modèle C

Residual Cross-Section Dependence Test

Null hypothesis: No cross-section dependence (correlation) in residuals

Equation: Untitled

Periods included: 3

Cross-sections included: 60

Total panel observations: 180

Note: non-zero cross-section means detected in data

Cross-section means were removed during computation of correlations

Test	Statistic	d.f.	Prob.
Breusch-Pagan LM	2940.444	1770	0.0000

Annexe

Pesaran scaled LM	19.67203	0.0000
Pesaran CD	1.356980	0.1189

SUITE ANNEXE 08

Modèle D

Residual Cross-Section Dependence Test

Null hypothesis: No cross-section dependence (correlation) in residuals

Equation: Untitled

Periods included: 3

Cross-sections included: 60

Total panel observations: 180

Note: non-zero cross-section means detected in data

Cross-section means were removed during computation of correlations

Test	Statistic	d.f.	Prob.
Breusch-Pagan LM	2872.978	1770	0.0000
Pesaran scaled LM	18.53811		0.0000
Pesaran CD	1.643556		0.1123

ANNEXE 09 : Test du problème de la non variance du terme d'erreur

-Modèle A

Panel Cross-section Heteroskedasticity LR Test
 Null hypothesis: Residuals are homoskedastic
 Equation: UNTITLED
 Specification: ROA C AUT_ACT BFR DCT IMM_ACT LOGACT SEC

	Value	df	Probability
Likelihood ratio	359.5911	62	0.0000

LR test summary:

	Value	df
Restricted LogL	-3.957401	179
Unrestricted LogL	175.8381	179

-Modèle B

Panel Cross-section Heteroskedasticity LR Test
 Null hypothesis: Residuals are homoskedastic
 Equation: UNTITLED
 Specification: ROA C AUT_ACT BFR IMM_ACT LOGACT MLT SEC

	Value	df	Probability
Likelihood ratio	368.2894	62	0.0000

LR test summary:

	Value	df
Restricted LogL	-4.000835	179
Unrestricted LogL	180.1438	179

-Modèle C

Panel Cross-section Heteroskedasticity LR Test
 Null hypothesis: Residuals are homoskedastic
 Equation: UNTITLED
 Specification: ROE C AUT_ACT BFR DCT IMM_ACT LOGACT SEC

	Value	df	Probability
Likelihood ratio	566.1779	62	0.0000

LR test summary:

	Value	df
Restricted LogL	-123.9426	179
Unrestricted LogL	159.1464	179

SUITE ANNEXE 09

Modèle D

Panel Cross-section Heteroskedasticity LR Test

Null hypothesis: Residuals are homoskedastic

Equation: UNTITLED

Specification: ROE C AUT_ACT BFR IMM_ACT LOGACT MLT SEC

	Value	df	Probability
Likelihood ratio	567.4022	62	0.0000

LR test summary:

	Value	df
Restricted LogL	-124.3142	179
Unrestricted LogL	159.3869	179

ANNEXE 10 : Estimation des modèles de panel après la correction des problèmes d'estimation.

Le premier modèle A

Unrestricted Test Equation:
 Dependent Variable: ROA
 Method: Panel EGLS (Period weights)
 Date: 01/12/25 Time: 15:37
 Sample: 2019 2021
 Periods included: 3
 Cross-sections included: 60
 Total panel (balanced) observations: 180
 Iterate weights to convergence
 Convergence achieved after 11 weight iterations

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.001722	0.000603	2.855696	0.0048
AUT_ACTIF	0.439506	0.050247	8.746966	0.0000
BFR	-0.024519	0.006778	-3.617487	0.0004
DCT	0.043587	0.005040	8.648270	0.0000
IMM_ACTIF	0.005906	0.003973	1.486582	0.1389
LOGACTIF	-3.45E-05	0.000383	-0.090103	0.9283
SEC	-0.000270	0.000426	-0.634236	0.5268

Weighted Statistics			
R-squared	0.653467	Mean dependent var	0.012432
Adjusted R-squared	0.641449	S.D. dependent var	0.010117
S.E. of regression	0.004913	Akaike info criterion	-8.442054
Sum squared resid	0.004175	Schwarz criterion	-8.317883
Log likelihood	766.7849	Hannan-Quinn criter.	-8.391708
F-statistic	54.37184	Durbin-Watson stat	2.120209
Prob(F-statistic)	0.000000		

Le Premier modèle B

Unrestricted Test Equation:
 Dependent Variable: ROA
 Method: Panel EGLS (Period weights)
 Date: 01/12/25 Time: 15:11
 Sample: 2019 2021
 Periods included: 3
 Cross-sections included: 60
 Total panel (balanced) observations: 180
 Iterate weights to convergence
 Convergence achieved after 5 weight iterations

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.000499	0.000555	0.898428	0.3702
AUT_ACTIF	0.523063	0.045190	11.57467	0.0000
BFR	-0.031356	0.006596	-4.754103	0.0000
IMM_ACTIF	0.009292	0.003672	2.530873	0.0123
MLT	0.051762	0.004692	11.03283	0.0000
LOGACTIF	7.73E-05	0.000368	0.210420	0.8336
SEC	1.49E-05	0.000396	0.037527	0.9701

Weighted Statistics

R-squared	0.781004	Mean dependent var	0.009959
Adjusted R-squared	0.773408	S.D. dependent var	0.006363
S.E. of regression	0.003027	Akaike info criterion	-8.896862
Sum squared resid	0.001585	Schwarz criterion	-8.772692
Log likelihood	807.7176	Hannan-Quinn criter.	-8.846517
F-statistic	102.8279	Durbin-Watson stat	2.102285
Prob(F-statistic)	0.000000		

Le Deuxième modèle C

Unrestricted Test Equation:
 Dependent Variable: ROE
 Method: Panel EGLS (Period weights)
 Date: 01/12/25 Time: 15:30
 Sample: 2019 2021
 Periods included: 3
 Cross-sections included: 60
 Total panel (balanced) observations: 180
 Iterate weights to convergence
 Convergence achieved after 6 weight iterations

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.003243	0.001020	3.179456	0.0017
AUT_ACTIF	0.293019	0.080753	3.628596	0.0004
BFR	-0.031200	0.011757	-2.653665	0.0087
IMM_ACTIF	0.002168	0.006717	0.322800	0.7472
MLT	0.044687	0.008605	5.193200	0.0000
LOGACTIF	-5.46E-05	0.000686	-0.079471	0.9367
SEC	5.51E-05	0.000729	0.075639	0.9398

Weighted Statistics

R-squared	0.366313	Mean dependent var	0.009246
Adjusted R-squared	0.344336	S.D. dependent var	0.006425
S.E. of regression	0.005115	Akaike info criterion	-7.758321
Sum squared resid	0.004525	Schwarz criterion	-7.634151
Log likelihood	705.2489	Hannan-Quinn criter.	-7.707975
F-statistic	16.66758	Durbin-Watson stat	1.999770
Prob(F-statistic)	0.000000		

Le deuxième modèle D

Unrestricted Test Equation:
 Dependent Variable: ROE
 Method: Panel EGLS (Period weights)
 Date: 01/12/25 Time: 15:26
 Sample: 2019 2021
 Periods included: 3
 Cross-sections included: 60
 Total panel (balanced) observations: 180
 Iterate weights to convergence
 Convergence achieved after 7 weight iterations

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.002402	0.000833	2.882763	0.0044
AUT_ACTIF	0.341378	0.068186	5.006574	0.0000
BFR	-0.039010	0.009774	-3.991296	0.0001
DCT	0.052181	0.007026	7.427046	0.0000
IMM_ACTIF	0.001635	0.005508	0.296815	0.7670
LOGACTIF	-0.000368	0.000546	-0.674266	0.5010
SEC	-5.49E-05	0.000593	-0.092514	0.9264

Weighted Statistics			
R-squared	0.529016	Mean dependent var	0.010014
Adjusted R-squared	0.512681	S.D. dependent var	0.007432
S.E. of regression	0.004802	Akaike info criterion	-8.042164
Sum squared resid	0.003989	Schwarz criterion	-7.917993
Log likelihood	730.7947	Hannan-Quinn criter.	-7.991818
F-statistic	32.38600	Durbin-Watson stat	2.052354
Prob(F-statistic)	0.000000		

<u>Remerciements</u>	II
<u>Dédicase</u>	III
<u>Sommaire</u>	IV
<u>Liste des tableaux</u>	VI
<u>Liste des Figures</u>	VIII
<u>Liste des Schémas</u>	IX
<u>Liste des Graphes</u>	XIII
<u>INTRODUCTION GENERALE</u>	1
<u>CHAPITRE I:</u>	10
<u>LE FINANCEMENT DE L'ENTREPRISE DANS LA LITTERATURE ET NOTION DE LA PERFORMANCE FINANCIERE.</u>	10
<u>Introduction</u>	11
<u>SECTION 01 : Le financement de l'entreprise - Une revue de littérature</u>	12
<u>1.1. Notion de structure de financement</u>	12
<u>1.1.1. L'impact de la structure financière sur la valeur dans un contexte parfait</u>	13
<u>1.1.2. Le choix de la structure financière et son impact sur la valeur de l'entreprise</u>	13
<u>1.2- Les travaux de Modigliani et Miller</u>	14
<u>1.2.1- L'approche traditionnelle</u>	14
<u>1.2.2- L'effet de levier financier</u>	15
<u>1.3 - La Théorie d'Agence et l'Asymétrie de l'Information</u>	21
<u>1.3.1 - Présentation de la Théorie et de la Relation d'Agence</u>	21
<u>1.3.2 - Identification et Présentation des Conflits d'Agence</u>	22
<u>1.3.3 - L'Asymétrie Informationnelle</u>	22
<u>SECTION 02 : Les Sources De Financement</u>	25
<u>2.1- Le financement par fonds propres</u>	25
<u>2.1.1- Financement par fonds propres internes</u>	26
<u>2.1.2- Les sources de financement externe</u>	27
<u>2.2.1. Le financement par les établissements de crédit</u>	30
<u>2.2.1.1- Les crédits d'exploitation :</u>	30
<u>2.2.1.2- Les crédits d'investissement :</u>	31
<u>2.3 Financement hybride et nouvelles formes de financement</u>	34
<u>2.3.3 Titres de créances assimilés aux titres de capital</u>	36
<u>SECTION 03 : La Performance et Notion de la Performance Financière</u>	38
<u>3.1 Définition de la performance</u>	38
<u>3.2- Les variables de performance</u>	40
<u>3.3- Les paramètres d'appréciation de la performance</u>	41

<u>3.4- Les différentes typologies de la performance</u>	41
<u>3.4.1- La performance financière</u>	41
<u>3.4.2- Intérêts et limites de la performance financière par rapport aux autres types de performance</u>	45
<u>3.4.3 Les Origines de la Performance Financière : Facteurs d'Influence</u>	46
<u>3.5- Mesures De La Performance Financière</u>	48
<u>3.5.1- Les Indicateurs de Performance</u>	49
<u>3.5.2- Les Tableaux de Bord</u>	49
<u>3.5.3 Le Système d'Indicateurs de Performance</u>	50
<u>CHAPITRE II: LES ENTREPRISES PUBLIQUES ÉCONOMIQUES EN ALGÉRIE</u>	54
<u>Introduction du chapitre</u>	55
<u>SECTION 01: Définition, ancrage juridique et évolution de l'entreprise publique</u>	56
<u>1.1. Définition de l'entreprise publique</u>	56
<u>1.2. Statut juridique de l'entreprise publique en Algérie</u>	57
<u>1.2.1. L'entreprise publique algérienne et le droit administratif français</u>	57
<u>1.2.2 - L'Entreprise Autogérée</u>	59
<u>1.2.3 - Concentration des entreprises publiques</u>	61
<u>2.2.3 - L'entreprise socialiste (1967-1977)</u>	61
<u>2.2.4 - Les entreprises publiques économiques</u>	62
<u>2.2.5 - Les nouveaux statuts juridiques des entreprises publiques</u>	63
<u>SECTION 2: Gouvernance et mise à niveau des EPE</u>	64
<u>2.1 - La gouvernance des entreprises publiques économiques (EPE)</u>	64
<u>2.1.1 - Notion de la gouvernance</u>	64
<u>2.1.2 - Étude comparative des pratiques internationales de gouvernance (systèmes nationaux de gouvernance)</u>	64
<u>2.1.3 - Systèmes de gouvernance des entreprises algériennes</u>	68
<u>2.1.4 - Configurations actuelles des entreprises algériennes</u>	68
<u>2.1.5 - Radioscopie de la gouvernance des entreprises algériennes</u>	69
<u>2.1.6 - Facteurs influençant la gouvernance des EPE</u>	70
<u>2.2 - La mise à niveau</u>	72
<u>2.2.1 - Le contexte de la mise à niveau</u>	72
<u>2.2.2 - Les objectifs de la mise à niveau</u>	72
<u>2.2.3 - Définition de la mise à niveau</u>	72
<u>2.2.4 - Les actions visées par la mise à niveau</u>	73
<u>2.5 - Les programmes de mise à niveau</u>	73
<u>2.5.1 - Le programme pilote de la mise à niveau</u>	73

<u>2.5.2 - Le programme de compétitivité industrielle</u>	73
<u>2.5.3 - Le programme d'appui au développement des PME/PMI</u>	73
<u>SECTION 3: La privatisation de l'entreprise publique économique</u>	75
<u>3.1- Les objectifs de la privatisation des EPE</u>	75
<u>3.2- Définition et modalités de privatisation des EPE</u>	76
<u>3.3- Initiateurs et charges de la privatisation des EPE</u>	77
<u>3.4- Étapes de l'évolution de la procédure de privatisation des EPE</u>	77
<u>3.3- Disposition du patrimoine et organisation des EPE</u>	78
<u>3.5 - Cadre de la privatisation et conditions de réussite</u>	79
<u>3.6 Techniques de Privatisation</u>	81
<u>3.7 Les Résultats du Processus de Privatisation des Entreprises Publiques</u> ...	86
<u>Conclusion</u>	89
<u>CHAPITRE III: LE SECTEUR FINANCIER ALGERIEN ET LE</u>	
<u>FINANCEMENT DES EPE</u>	90
<u>SECTION I : Le secteur Bancaire Algérien</u>	91
<u>1.1 Historique de l'évolution du secteur bancaire algérien</u>	91
<u>1.1.1 Un système bancaire national</u>	91
<u>1.1.2 La privatisation du secteur</u>	92
<u>1.1.3 L'établissement de partenariats</u>	93
<u>1.2 La réglementation bancaire en Algérie</u>	93
<u>1.2.1 La loi du 19 août 1986 relative au régime des banques et du crédit</u>	93
<u>1.2.2 La loi du 12 janvier 1988</u>	93
<u>1.2.3 La loi sur la monnaie et le crédit n°90-10 du 14 avril 1990</u>	94
<u>1.2.4 Ordonnance n°01-01 du 27 février 2001</u>	95
<u>1.2.5 Ordonnance n°03-11 du 26 août 2003</u>	95
<u>1.2.6 Ordonnance n°10-04 du 26 août 2010</u>	95
<u>1.3 La structure du système bancaire algérien</u>	96
<u>1.3.1 Réformes du secteur bancaire algérien</u>	96
<u>1.3.2 Les acteurs du système bancaire et monétaire algérien</u>	96
<u>1.4 - Positionnement du secteur bancaire algérien</u>	101
<u>1.5- Perspectives d'évolution du secteur bancaire algérien</u>	102
<u>SECTION 2: Réformes bancaires et relations avec les EPE</u>	104
<u>2.1 - Pour une réforme du secteur bancaire et financier en Algérie</u>	104
<u>2.1.1 - Les réformes apportées au système bancaire</u>	106
<u>2.2 - Les banques publiques : enjeux de la transition</u>	107
<u>2.2.1 - Les caractéristiques de la crise bancaire</u>	107
<u>2.3 - Résultats des réformes</u>	109
<u>2.3.1 - Bilan économique</u>	109

<u>2.3.2 - La Réforme Monétaire</u>	110
<u>2.3.3 - Les Effets des Réformes</u>	110
<u>2.4 - L'Endettement des Entreprises Publiques</u>	111
<u>2.5 - Les Réformateurs et l'Entreprise Publique</u>	112
<u>SECTION 03 : Le Marché Financier Algérien : Un état de Développement Limité</u>	115
<u>3.1 - L'Importance d'un Marché Financier</u>	115
<u>3.2 - Stratégies des Acteurs et Perspectives de Reprise du Marché</u>	117
<u>3.3 - Cadre Institutionnel et Fonctionnel du Marché Financier Algérien</u>	118
<u>3.3.1 - Les Émetteurs</u>	118
<u>3.3.2 - Les Investisseurs</u>	119
<u>3.3.3 - Les Produits Financiers</u>	119
<u>3.4 - Contribution d'un Marché Financier Efficace au Financement de l'Activité Économique</u>	121
<u>3.4.1 - Efficience des Marchés Financiers</u>	121
<u>3.4.2 - Contribution d'un Marché Efficace au Financement de l'Activité Économique</u>	122
<u>3.5 - Le Développement du Marché Boursier en Algérie</u>	122
<u>3.5.1- Le développement de la bourse</u>	123
<u>3.5.2 - Le Développement du Marché Obligataire</u>	124
<u>3.6 - Les Obstacles au Développement du Marché Financier Algérien</u>	125
<u>3.7 - Recommandations pour le Développement du Marché Financier en Algérie</u>	126
<u>Conclusion</u>	128
<u>CHAPITRE IV: IMPACT DE LA POLITIQUE DE FINANCEMENT SUR LA PERFORMANCE FINANCIERE, ETUDE EMPIRIQUE SUR LES ENTREPRISES PUBLIQUES ECONOMIQUES</u>	129
<u>Introduction du chapitre</u>	130
<u>SECTION 01 : Formulation des hypothèses, méthodologie de recherche, et présentation du modèle :</u>	131
<u>1.1 La relation structure de financement-performance financière, études empiriques</u>	131
<u>1.2. Méthodologie de la recherche.</u>	135
<u>1.3. Présentation de l'échantillon de l'étude</u>	136
<u>1.4 Présentation des variables et formulation des hypothèses</u>	136
<u>1.4.1 La variable dépendante relative à la performance financière.</u>	137
<u>1.4.2 Présentation des variables indépendantes et formulation des hypothèses.</u>	137
<u>1.4.2.1 Financement par endettement :</u>	138

<u>1.4.2.2. Financement par fonds propres : Emission d'actions nouvelles /Autofinancement</u>	140
<u>1.4.2.3. Le Besoin En Fond De Roulement :</u>	141
<u>1.4.2.4. La Tangibilité De L'actif</u>	141
<u>1.4.2.5 Les variables de contrôle :</u>	142
<u>SECTION 02 : Présentation de la méthodologie du travail empirique et examens des résultats empiriques de l'étude</u>	145
<u>2.1. Analyse statistique descriptive des variables de l'étude et tests :</u>	145
<u>2.2. Tests la corrélation entre les variables de l'étude :</u>	157
<u>2.2.1. Tester la corrélation entre les variables de l'étude Pour le premier modèle:</u>	157
<u>2.2.2. Tester la corrélation entre les variables de l'étude Pour le deuxième modèle:</u>	160
<u>2.3. Estimation du modèle de régression poolée (PRM):</u>	163
<u>2.4. Estimation du modèle à effets fixes (FEM):</u>	164
<u>2.5 Haut du formulaire</u>	166
<u>2.5.1. Test du compromis entre le modèle à effets fixes (FEM) et le modèle d'estimation du modèle de régression groupé (PRM):</u>	166
<u>2.7. Estimation des modèles sélectionnés à l'aide du modèle Panel:</u>	173
<u>2.7.1. Tests de diagnostic pour le premier modèle A:</u>	174
<u>2.7.1.1.- Test d'autocorrélation des erreurs:</u>	174
<u>2.7.1.3 Test de Normalité de Jarque-Bera:</u>	175
<u>2-7-2- Tests de diagnostic pour le premier modèle B:</u>	175
<u>2-7-2-1- Test d'autocorrélation des erreurs:</u>	175
<u>2-7-3- Tests de diagnostic pour le deuxième modèle C:</u>	177
<u>2-7-3-1- Test d'autocorrélation des erreurs:</u>	177
<u>2-7-3-2- Le problème de non-variance du terme d'erreur :</u>	177
<u>2.7.3.3 Test de Normalité de Jarque-Bera:</u>	178
<u>2.7.4 Tests de diagnostic pour le deuxième modèle D:</u>	178
<u>2.7.4.1 Test d'autocorrélation des erreurs:</u>	178
<u>2.7.4.3 Test de Normalité de Jarque-Bera:</u>	179
<u>2.8 Estimation des modèles sélectionnés à l'aide du modèle Panel après correction des problèmes d'estimation</u>	180
<u>SECTION 3 : Interprétation des résultats empiriques, contraintes de l'étude et orientations pour la recherche future.</u>	181
<u>3.1 Présentation et analyse des résultats des estimations</u>	181
<u>3.2 Contributions et limites de l'étude</u>	184
<u>3.3 Perspectives de recherche à venir</u>	186
<u>Conclusion générale :</u>	189

Annexe

<u>Bibliographie:</u>	197
Les Annexes.....	216