

REPUBLIQUE ALGERIENNE DEMOCRATIQUE ET POPULAIRE

**MINISTERE DE L'ENSEIGNEMENT SUPERIEUR ET DE LA
RECHERCHE SCIENTIFIQUE**

ECOLE SUPERIEURE DE COMMERCE

Mémoire de fin de cycle en vue de l'obtention du Diplôme de Master
en Sciences Financières et Comptabilité

Spécialité : Finance d'entreprise

Thème :

**L'impact de La Politique de Distribution de
Dividendes sur La Structure du Capital des
Grandes Entreprises Privées Algériennes durant
la période (2019-2023)**

Elaboré par :

BRINA Ikram

OUARTI Rania

Encadré par :

Pr. AZZAOUI KHALED

Année universitaire : 2024-2025

REPUBLIQUE ALGERIENNE DEMOCRATIQUE ET POPULAIRE

**MINISTERE DE L'ENSEIGNEMENT SUPERIEUR ET DE LA
RECHERCHE SCIENTIFIQUE**

ECOLE SUPERIEURE DE COMMERCE

Mémoire de fin de cycle en vue de l'obtention du Diplôme de Master
en Sciences Financières et Comptabilité

Spécialité : Finance d'entreprise

Thème :

**L'impact de La Politique de Distribution de
Dividendes sur La Structure du Capital des
Grandes Entreprises Privées Algériennes durant
la période (2019-2023)**

Elaboré par :

BRINA Ikram

OUARTI Rania

Encadré par :

Pr. AZZAOUI KHALED

Année universitaire : 2024-2025

Remerciements

*Avant toute chose, nous exprimons notre gratitude à **Allah**, le Tout-Puissant, pour nous avoir accordé la santé, la volonté, le courage et la patience nécessaires pour mener à bien notre formation et achever ce travail de recherche.*

*Nous adressons nos sincères remerciements à notre directeur de recherche, le Professeur **Khaled AZZAoui**, pour sa patience, ses remarques pertinentes et son expertise précieuse, qui ont grandement contribué à l'aboutissement de ce mémoire.*

*Nos remerciements les plus sincères vont également à notre cher Professeur **Billel BENILLES**, pour sa présence bienveillante, son accompagnement précieux, la sagesse de ses conseils et le soutien inestimable qu'il nous a offert tout au long de ce projet. Sa rigueur, sa patience et sa générosité intellectuelle ont profondément marqué notre parcours.*

Nous remercions chaleureusement les membres du jury pour avoir accepté d'évaluer notre travail et pour leurs commentaires constructifs, qui nous ont permis de l'enrichir et de l'améliorer.

*Nos profonds remerciements vont également au **Professeur Abd El Kader GLIZ** pour leurs encouragements et leurs orientations précieuses.*

*Un remerciement particulier à **Monsieur Abd Nacer SAI**, pour son encadrement personnel, ses conseils éclairés et son aide précieuse. Nous exprimons aussi notre reconnaissance à l'ensemble des cadres de la direction des grandes entreprises pour leur soutien.*

Nous tenons à saluer le cadre professionnel de l'École Supérieure de Commerce, pour la qualité des enseignements et des connaissances acquises tout au long de notre parcours académique.

Enfin, nous remercions du fond du cœur nos familles, nos amis et toutes les personnes qui nous ont soutenus, de près ou de loin, tout au long de la réalisation de ce mémoire.

Dédicaces

"Ce mémoire est dédié avec amour à l'homme le plus exceptionnel que j'aie jamais connu : **mon père** bien-aimé, désormais auprès d'Allah. Son souvenir continue de m'inspirer et de guider chacun de mes pas. Qu'Allah bénisse son âme et l'accueille dans Son vaste paradis"

*À mes deux mères, À celle qui m'a donné la vie **Hadda**, avec une tendresse infinie, m'ouvrant les portes de ce monde dans un élan d'amour pur et silencieux.*

*À celle qui m'a tout donné **Nour**, par sa présence fidèle, son amour inépuisable, sa douceur éclairante et la sagesse de son cœur, son engagement sans faille et sa générosité sans limites, elle m'a appris à vivre avec force, sérénité, compassion et une confiance inébranlable en moi.*

À ma grand-mère que j'aime, pour son soutien, ses prières Pour ma réussite.

*À ma seule tante **Najwa**, merci d'être toujours là, fidèle complice et soutien précieux tout au long de ma vie.*

*À mon frère **Azzedine**, mes chères sœurs **Amel** et son mari **Fouad Hassainia**, **Dounia** et son époux **Abdallah Abadlia**, ainsi qu'à **Asma**, ma précieuse sœur, et son mari **Ramdane Messaoudi**. Merci pour votre présence, votre soutien, vos encouragements et votre amour inestimable. Chacun de vous, à sa manière, m'a portée, inspirée et donné la force d'avancer.*

*Sans oublier **Meriem et Fatma Zohra**, votre soutien indéfectible et votre présence constante ont été pour moi une source inépuisable de courage et de motivation.*

*À tous mes oncles maternels, notamment **Abdel Waheb**, que Dieu leur donne une longue et joyeuse vie.*

*À ma chère amie **Hiba**, La première personne que j'ai eu la chance de rencontrer sur mon chemin, tu es devenue pour moi plus qu'une amie, une véritable sœur.*

*À **Ikram**, mon alliée fidèle et amie sincère. Tu as toujours été le reflet de la rigueur, de la constance et de l'authenticité. Merci pour ton appui indéfectible et ta présence tout au long de ce parcours. Que notre amitié perdure et nous guide dans tous les défis à venir.*

Rania...

Dédicaces

Du fond du cœur, je dédie ce mémoire à toutes les personnes qui ont marqué ce parcours par leur amour, leur soutien et leur présence :

À ma grand-mère disparue, que Dieu lui accorde Sa miséricorde et l'élève parmi les justes.

Ton image ne quitte pas ma mémoire, et tes prières sincères m'accompagnent à chaque instant. Tu me manques profondément, et je dédie cet accomplissement à ton âme pure, avec amour et fidélité.

À mon cher père, qui a toujours été mon soutien dans la vie et mon guide dans les moments de doute. Merci pour ta sagesse qui a éclairé mon chemin, pour ta patience et ton silence porteurs d'un amour inestimable. Ta présence a été la force qui m'a poussée à continuer et à accomplir ce travail.

À ma chère mère, que les mots ne suffisent pas à remercier. Par ta tendresse, tes prières et ton grand cœur, tu as été ce refuge réconfortant dans chaque moment de faiblesse. Tu es la lumière qui a illuminé ma route et l'âme qui a porté avec moi la fatigue et les veilles. Ce mémoire est l'un des fruits de ta patience et de ton soutien.

À mes frères Mohamed, Abdelhakim et Zakaria mes soutiens solides et discrets. Votre présence, vos gestes simples et vos regards remplis de fierté m'ont donné confiance et force. Je vous dédie ce travail avec tout mon amour.

À mes sœurs Fatima, Malika, Thouria, Yamina et Rachida mes confidentes et mes amies de sang. Votre affection, votre présence, vos encouragements et votre fierté ont été un soutien silencieux mais si puissant. Que Dieu vous protège et vous comble de bonheur

Et à mes chers beaux-frères Ahmed, Abderrahmane et Alal, toute ma gratitude et mon affection pour votre soutien et la place précieuse que vous occupez dans mon cœur, avec une pensée spéciale et émue pour Khaled, que Dieu ait son âme.

À mes neveux et nièces Yacer, Hamouda, Wail, Aya et Chaima, vous êtes ma joie et la lumière de mon cœur, votre présence remplit ma vie d'amour et d'espoir.

À Chaïma, mon amie et sœur de cœur, toujours présente à mes côtés, un baume dans les moments de fatigue, une lueur d'espoir dans les instants de doute. Que Dieu te garde pour moi.

À Rania, ma partenaire dans ce parcours et amie fidèle. Tu as toujours incarné le sérieux, la persévérance et la sincérité. Merci pour ton soutien et ta présence constante. Du fond du cœur, j'espère que notre amitié durera pour la vie.

Et enfin, à moi-même. Aujourd'hui, je tourne une page de fatigue et de veilles, et j'écris dans les lignes de ma vie un moment de fierté éternelle. Ces pas qui trébuchaient à plusieurs reprises, se sont finalement affirmés sur le sol de la réussite.

Mon parcours universitaire arrive à sa fin, après de la peine, de la patience et de la détermination. Et maintenant, je peux avec toute la fierté dire à moi-même :

Oui, tu l'as fait... et tu as excellé.

Akram...

SOMMAIRE

Introduction Générale	A
Chapitre I : Les Sources de financement et les théories de la Structure du Capital.....	1
Section 1 : Les modes de financement de l'entreprise	3
Section 2 : Les théories classiques de la structure du capital	14
Section 3 : Les théories modernes de la structure du capital	30
Chapitre II : L'impact de La politique de distribution de dividendes et les autres déterminants sur la structure du capital : Revue de littérature	37
Section 1 : la politique de distribution de dividendes : fondements théoriques	39
Section 2 : L'impact de la politique de distribution de dividendes sur la structure du capital	54
Section 3 : Les autres déterminants de la structure du capital	68
CHAPITRE III : L'impact de la politique de distribution de dividendes sur la structure du capital : Etude empirique	74
Section 1 : Présentation des données de panel.....	76
Section 2 : Démarche méthodologique et analyse descriptive.	86
Section 3 : L'estimation du modèle en données de panel et interprétation des résultats	97
Conclusion Générale.....	108

LISTES DES TABLEAUX

Tableau 1: Comparatif des trois principales théories de la structure du capital	18
Tableau 2: Statistiques descriptives des variables du modèle.	92
Tableau 3: Matrice des corrélations entre les variables de régressions.	94
Tableau 4: Test VIF pour les variables explicatives du modèle.....	95
Tableau 5: Test de Fisher.....	98
Tableau 6: Test de Hausman	99
Tableau 7: Test de Breusch-Pagan	99
Tableau 8: Résultats du test d'Autocorrélation.	100
Tableau 9: Test d'hétéroscédasticité.....	101
Tableau 10: Résultats de l'analyse multivariée pour le modèle.....	102

LISTES DES FIGURES

Figure 1 : La relation entre le coût du capital et l'endettement selon l'approche du bénéfice net.	15
Figure 2: La relation entre le coût du capital et l'endettement selon l'approche du Bénéfice net opérationnel.....	16
Figure 3: La relation entre le coût moyen pondéré du capital et l'endettement selon la théorie traditionnelle.....	17
Figure 4 : La relation entre la valeur de l'entreprise et le ratio d'endettement selon la théorie traditionnelle.....	17
Figure 5: La relation entre la valeur d'une entreprise (qu'elle soit endettée ou non) avec le ratio d'endettement selon la théorie de M& M (1958).....	21
Figure 6: La relation entre le CMPC d'une entreprise (endettée et non endettée) avec le ratio d'endettement selon la théorie de M& M (1958).....	21
Figure 7: La relation entre la valeur d'une entreprise (endettée et non endettée) avec le ratio d'endettement selon la théorie de M& M (1963).....	23
Figure 8: La relation entre le CMPC d'une entreprise (endettée et non endettée) avec le ratio d'endettement selon la théorie de M& M (1958).....	24
Figure 9: Relation coût du capital, coût des capitaux propres et structure du capital selon l'approche de Modigliani & Miller (1963) avec $\tau > 0$	24
Figure 10: Relation coût du capital, coût des capitaux propres et structure du capital selon l'approche de Modigliani & Miller (1958) avec $\tau = 0$	25
Figure 11: La relation entre l'endettement et le coût du capital en présence d'impôt et coût de faillite.....	27
Figure 12: La relation entre l'endettement et la valeur marchande de l'entreprise en présence d'impôt sur bénéfice et du coût de faillite.....	28
Figure 13: La relation entre la valeur d'une entreprise (endettée et non endettée) et le ratio d'endettement en tenant compte des coûts d'agence de la dette.....	31
Figure 14 : La hiérarchie des sources de financement selon la théorie de Pecking order.....	34
Figure 15: Les dates de base de la distribution de dividendes.....	42
Figure 16: la procédure générale de tests d'homogénéité.....	78

LISTE DES ABREVIATION

AF	Autofinancement.
CAF	Capacité d'Autofinancement.
CMPC	Coût Moyen Pondéré du Capital.
CNRC	Centre National des Registres de Commerce.
CP	Capitaux Propres.
DLMT	Dettes à Long et Moyen Terme.
E	Equity.
IBS	Impôt sur les Bénéfices des Sociétés.
IRG	Impôt sur le Revenu Global.
M&M	Modigliani & Miller.
MCO	Moindres Carrés Ordinaires.
MEDAF	Modèle d'Évaluation des Actifs Financiers.
NI	Net Income Theory.
NOI	Net Operating Income.
PDD	Politique de Distribution de Dividende.
PCSE	Panel-Corrected Standard Errors.
PME	Petite et Moyenne Entreprise.
POT	Pecking Order Theory.
ROA	Return On Assets.
SCR	Somme des Carrés des Résidus.
TDD	Taux de Distribution de Dividendes.

TOT	Trade-Off Theory.
VAECF	Valeur Actuelle des Coûts de Faillite Espérés.
VAECA	Valeur Actuelle des Coûts d'Agence.
VIF	Variance Inflation Factor.
WACC	Weighted Average Cost of Capital.

LISTE DES ANNEXES

Annex 1: Statistiques descriptives	2
Annex 2 : Matrice de corrélation des variables	2
Annex 3 : Matrice de multicolinéarité des variables	2
Annex 4 : Résultats du test de Fisher	3
Annex 5 : Les résultats du test de Hausman.....	3
Annex 6: Les résultats du Test de Breusch-Pagan	4
Annex 7 : Les résultats du test d'autocorrélation	4
Annex 8: Les résultats du test d'hétéroscédasticité	5
Annex 9 : Les Résultats de la régression sur données de panel	6

RESUME

Ce mémoire a pour objectif d'étudier l'impact de la politique de distribution de dividendes sur la structure du capital des grandes entreprises privées algériennes. Cette étude est basée sur un échantillon de 75 entreprises observées sur la période 2019–2023. Pour ce faire, nous avons utilisé une méthode de régression en données de panel, permettant de prendre en compte la double dimension individuelle et temporelle des données. Les résultats de cette étude montrent que la politique de distribution de dividendes exerce un impact significatif négatif sur le niveau d'endettement à long et moyen terme, confirmant que plus les dividendes sont élevés, moins les entreprises recourent à la dette. De même, la rentabilité et la liquidité affichent un effet négatif sur l'endettement, traduisant une préférence pour le financement interne. En revanche, la taille de l'entreprise et la tangibilité des actifs ont un effet positif et significatif sur la structure du capital, indiquant que les entreprises plus grandes ou disposant d'actifs tangibles accèdent plus facilement à l'endettement de long et moyen terme.

Mots clés : Dividendes ; Structure du capital ; Grandes entreprises privées ; Données de panel.

الملخص

يهدف هذا البحث إلى دراسة تأثير سياسة توزيع الأرباح على هيكل رأس مال الشركات الجزائرية الكبرى الخاصة. وقد استندت هذه الدراسة إلى عينة مكونة من 75 شركة خلال الفترة الممتدة من 2019 إلى 2023. ولتحقيق ذلك، تم استخدام أسلوب الانحدار باستخدام بيانات بانل، والذي يسمح بأخذ البعدين الفردي والزمني للبيانات في الاعتبار. أظهرت نتائج هذه الدراسة أن سياسة توزيع الأرباح تؤثر سلباً وبشكل ملحوظ على مستوى المديونية على المدى المتوسط والطويل، مما يؤكد أنه كلما ارتفعت الأرباح الموزعة، قلّ لجوء الشركات إلى الاستدانة. كما أظهرت النتائج أن كلاً من الربحية والسيولة لهما تأثير سلبي على المديونية، مما يعكس تفضيلاً للتمويل الداخلي. في المقابل، فإن حجم الشركة وقابلية الأصول للتحويل إلى ضمانات لهما تأثير إيجابي وملحوظ على هيكل رأس المال، مما يشير إلى أن الشركات الأكبر أو التي تمتلك أصولاً ملموسة تتمتع بإمكانية أكبر للحصول على تمويل طويل ومتوسط الأجل.

الكلمات المفتاحية: الأرباح الموزعة؛ هيكل رأس المال؛ الشركات الخاصة الكبرى؛ بيانات بانل

INTRODUCTION GENERALE

Introduction

La structure du capital constitue un levier fondamental de création de valeur. Elle résulte d'une répartition judicieuse entre capitaux propres et endettement, et détermine en grande partie la rentabilité, la solvabilité ainsi que le niveau de risque financier de l'entreprise. Un agencement optimal de cette structure permet de minimiser le coût du capital tout en préservant une marge de manœuvre suffisante pour soutenir les projets de croissance. Parmi les facteurs internes influençant ces choix de financement, la politique de distribution de dividendes occupe une place centrale.

La politique de dividendes reflète la stratégie de l'entreprise en matière d'allocation des résultats entre réinvestissement et rémunération des actionnaires. Au-delà de sa fonction de redistribution, elle envoie un signal fort quant à la solidité financière et à la régularité des performances futures de l'entreprise. Toutefois, en réduisant l'épargne interne disponible, elle peut intensifier le recours à des sources de financement externes, modifiant ainsi la structure du capital. Elle contribue ainsi à orienter les choix de financement de l'entreprise et à redéfinir son équilibre financier.

Les théories financières divergent sur l'effet des dividendes sur la structure du capital. Modigliani et Miller (1958) estiment qu'en l'absence d'imperfections, la politique de dividendes n'affecte ni la valeur ni la structure financière. En revanche, Jensen et Meckling (1976) montrent que les dividendes limitent les excès des dirigeants, tandis que Bhattacharya (1979) les considère comme un signal de solidité pour les investisseurs. Ces théories illustrent l'arbitrage constant entre distribution et autofinancement.

Plusieurs études empiriques ont examiné l'effet de la politique de distribution des dividendes sur la structure du capital. Rozeff (1982), Abor (2008) et Eloundoud & Chi (2024) montrent qu'un dividende élevé réduit généralement le recours à l'endettement, soutenant la théorie du financement hiérarchisé. À l'inverse, Karismawati et Suarjaya (2020) révèlent que certaines entreprises financent leurs dividendes par la dette. Ces divergences soulignent que l'impact des dividendes sur la structure du capital dépend du contexte économique et institutionnel propre à chaque pays.

L'importance de ce sujet réside dans l'interaction stratégique entre la politique de distribution des dividendes et la structure du capital, deux décisions clés qui influencent

directement la capacité de l'entreprise à financer sa croissance, à maintenir son équilibre financier et à créer de la valeur. Dans le contexte algérien, caractérisé par des contraintes de financement et une forte dépendance au crédit bancaire, cette analyse permet de mieux comprendre les choix financiers des grandes entreprises privées. Elle apporte également une contribution utile à la littérature locale et constitue un appui décisionnel pour les dirigeants, les investisseurs et les régulateurs.

En Algérie, les grandes entreprises privées opèrent dans des secteurs variés et s'appuient sur des financements mixtes, combinant fonds propres et dettes. Certaines adoptent une politique de distribution de dividendes, influencée par leur rentabilité et leur accès au crédit. Toutefois, la relation entre cette politique et la structure du capital reste peu étudiée. Or, elle est cruciale pour assurer un équilibre financier durable, surtout dans un contexte marqué par des contraintes de financement.

Cette étude s'intéresse à l'analyse de l'impact que peut exercer la politique de distribution de dividendes sur la structure du capital des grandes entreprises privées algériennes. Elle vise à évaluer dans quelle mesure les décisions de distribution influencent les choix de financement, notamment en matière d'endettement à long terme.

Dans cette optique, la problématique centrale de la recherche peut être formulée comme suit : **Dans quelle mesure la politique de distribution de dividendes affecte-t-elle la structure du capital des grandes entreprises privées algériennes ?**

De cette question principale découlent les interrogations suivantes :

- Quel est l'effet spécifique de la politique de distribution de dividendes sur le niveau d'endettement à moyen et long terme dans les grandes entreprises privées algériennes ?
- Dans quelle mesure les déterminants financiers internes (rentabilité, liquidité, croissance, tangibilité des actifs) influencent-ils la structure du capital ?
- La taille de l'entreprise influence-t-elle le niveau de recours à l'endettement à moyen long terme dans le contexte des entreprises algériennes ?

Afin de répondre à cette problématique, et sur la base des études antérieures, nous formulons les hypothèses suivantes :

- **H1** : La politique de distribution de dividendes exerce un impact significatif sur la structure du capital, mesurée par l'endettement à moyen et long terme.
- **H2** : Il existe d'autres facteurs internes qui influencent la structure du capital, tels que la rentabilité, la croissance, la liquidité et la tangibilité des actifs.
- **H3** : Les grandes entreprises algériennes ont un recours à l'endettement plus élevé que les PME.

Cette étude s'appuie sur une méthodologie empirique pour analyser l'impact de la politique de dividendes sur la structure du capital. Elle combine une approche descriptive (revue théorique et empirique des déterminants du capital structure et des dividendes) et une approche analytique (modélisation économétrique sur un échantillon de 75 grandes entreprises privées algériennes entre 2019 et 2023).

L'analyse utilise des régressions en données de panel pour mesurer l'influence des dividendes sur l'endettement à moyen et long terme. Cette double démarche permet d'apporter des réponses robustes à la problématique étudiée.

Ce mémoire est structuré en trois chapitres complémentaires :

Chapitre I : « Les sources de financement et les théories de la structure du capital »

Ce chapitre présente les fondements conceptuels du financement des entreprises, en distinguant d'abord les modes de financement internes et externes. Il explore ensuite les théories classiques (théorie du bénéfice net, théorie traditionnelle, Modigliani et Miller) avant d'aborder les théories modernes telles que la théorie d'agence, du signal, du financement hiérarchique et du Market timing.

Chapitre II : « L'impact de la politique de distribution de dividendes et les autres déterminants sur la structure du capital : Revue de la littérature »

L'objectif de ce chapitre est d'établir un cadre théorique autour des interactions entre politique de dividendes, facteurs internes (comme la rentabilité, la taille, la tangibilité, la croissance, la liquidité et le risque) et structure du capital. Il commence par les fondements de la politique de distribution ainsi que son cadre juridique et fiscal en Algérie, puis présente une revue des études empiriques sur cette relation et enfin les autres déterminants internes de la structure financière.

Chapitre III : « Étude empirique de l'impact de la politique de distribution de dividendes sur la structure du capital des grandes entreprises privées algériennes »

Ce chapitre empirique évalue, via une analyse économétrique sur données de panel, l'impact de la politique de distribution de dividendes sur l'endettement à long et moyen terme de 75 grandes entreprises privées algériennes, sur la période 2019–2023. Il comprend la présentation des données, la méthodologie utilisée, l'analyse descriptive et l'interprétation des résultats du modèle économétrique.

**CHAPITRE I : LES SOURCES DE
FINANCEMENT ET LES THEORIES DE LA
STRUCTURE DU CAPITAL**

Introduction

La question de la structure du capital a longtemps retenu l'attention des chercheurs en finance, notamment depuis les travaux pionniers de Modigliani et Miller en 1958. La structure du capital, définie comme l'agencement des fonds propres et des dettes mobilisés pour financer les activités de l'entreprise et soutenir sa croissance, représente un enjeu fondamental de la gestion financière. L'objectif principal consiste à identifier les leviers d'optimisation de cette structure afin de maximiser la valeur de l'entreprise tout en réduisant son coût moyen pondéré du capital.

Cependant, les décisions relatives à la structure du capital ne se limitent pas uniquement à des considérations de coûts de financement, d'avantages fiscaux liés à l'endettement ou de risques de faillite. Des facteurs tels que l'asymétrie d'information, les conflits d'intérêts entre parties prenantes, ainsi que les dynamiques propres au marché influencent également ces choix. Les théories modernes de la structure du capital ont ainsi enrichi l'approche traditionnelle en intégrant des hypothèses plus réalistes et en développant des modèles d'analyse plus complexes.

Ce chapitre a pour objectif de fournir une analyse approfondie des sources de financement et des principales théories expliquant la structure du capital des entreprises. Il s'articule autour de trois sections principales.

- Section 1 : Les modes de financement de l'entreprise.
- Section 2 : Les théories classiques de la structure du capital.
- Section 3 : Les théories modernes de la structure du capital.

Section 1 : Les modes de financement de l'entreprise

L'entreprise fait face à divers besoins de financement tout au long de son cycle de vie, que ce soit lors de sa création ou durant ses phases de développement. Afin de satisfaire ces exigences financières, le dirigeant doit mobiliser des ressources au moment opportun et dans des conditions avantageuses. Pour y parvenir, l'entreprise s'appuie sur différentes sources de financement, telles que les fonds propres et les emprunts. Ces ressources se divisent en deux grandes catégories selon leur origine : les ressources internes, issues de l'entreprise elle-même, et les ressources externes, provenant de sources extérieures.

1 Le financement par fonds propres

1.1 L'autofinancement (A.F)

L'autofinancement représente une modalité de financement interne par laquelle l'entreprise mobilise les ressources issues de son activité économique pour soutenir son développement. Ce mécanisme permet de financer la croissance sans recourir à des sources externes, évitant ainsi leurs coûts et contrainte

Il s'agit du « surplus monétaire dégagé par l'activité au cours d'un exercice et mis à la disposition de l'entreprise pour soutenir son développement ». (A.M. Keiser, 1996, P383). En outre, il est considéré comme « la source de financement la plus directement accessible, car elle est générée par l'activité même de l'entreprise » (L. Honore, 2000, p84).

Pour déterminer l'autofinancement de l'exercice N, on procède de la manière suivante :

$$\text{A.F de l'exercice (n)} = \text{C.A.F(n)} - \text{dividendes versés durant l'exercice(n)}$$

- **La capacité d'autofinancement (CAF)**

La capacité d'autofinancement (CAF) correspond aux fonds excédentaires générés par l'entreprise avant distribution des bénéfices, offrant une flexibilité financière pour ses besoins internes. Elle se calcule à partir du résultat net ou de l'excédent brut d'exploitation (EBE).

- **Dividendes versés en (N)**

Les dividendes versés comprennent les dividendes réguliers ainsi que les rachats et émissions d'actions, souvent utilisés pour augmenter les dividendes versés aux actionnaires.

1.2 Le capital-investissement

Le capital-investissement, ou private Equity, est un mode de financement fondé sur l'entrée d'investisseurs au capital pour répondre aux besoins en fonds propres. Cet engagement à moyen ou long terme constitue une alternative aux contraintes des marchés financiers. Il repose sur des participations non cotées détenues par des fonds spécialisés, conservées entre 5 et 7 ans avant revente ou introduction en bourse, et intervient à chaque étape du cycle de vie : capital-risque, capital-développement et capital-transmission.

1.3 Augmentation de capital

L'augmentation de capital est un mécanisme permettant à une entreprise de mobiliser de nouveaux fonds propres auprès des actionnaires existants ou nouveaux. Elle est privilégiée lorsque les ressources internes, comme l'autofinancement, sont insuffisantes. Cette méthode renforce les capitaux propres, améliore solvabilité et capacité d'endettement. Plusieurs formes existent, adaptées à différents objectifs stratégiques.

1.3.1 L'augmentation du capital par apports en numéraire

Lorsqu'une entreprise souhaite financer ses investissements avec ses fonds propres, elle peut recourir à une augmentation de capital en numéraire. Cette opération consiste à émettre de nouvelles actions à un prix de souscription déterminé, en échange de liquidités qui renforcent sa trésorerie et sa structure financière. Elle augmente la part des capitaux propres, améliore la capacité d'endettement et présente un double avantage : financer le développement et offrir aux actionnaires des dividendes supplémentaires en cas de succès des projets (Charles, A. et Redor, E., 2009, P169).

1.3.2 L'augmentation du capital par apports en nature

L'augmentation de capital par apports en nature ne donne pas de liquidités directes, mais finance via des actifs (terrains, matériel), renforçant la production. Possible sans capital

entièrement libéré, elle n'affecte pas la situation financière. L'évaluation des apports, confiée à un ou plusieurs commissaires, sert à la décision de l'assemblée générale, ajustable avec accord des apporteurs. Le nombre d'actions créées correspond à la valeur des apports divisée par la valeur nominale (avec prime d'émission). Les actions doivent être libérées à l'émission et ne sont négociables qu'après deux ans pour éviter la spéculation (Conso pierre, Hemici Farouk, 2002, P418).

1.3.3 L'augmentation de capital par conversion de créances

L'augmentation de capital par conversion de dettes en actions peut s'opérer en deux étapes ou par apport de créances. Cette opération, fréquente en cas de difficultés financières, transforme une dette en capital sans nouveaux fonds. Elle peut modifier la composition des associés, sauf lorsque la société mère convertit une créance sur sa filiale. La méthode par apport de créances est plus complexe mais courante, tandis que l'approche en deux étapes reste simple, surtout entre sociétés liées (Conso pierre, Hemici Farouk, 2002, P419).

1.3.4 L'augmentation du capital par incorporation de réserve

L'augmentation de capital par incorporation de réserves n'apporte pas de liquidités nouvelles à l'entreprise. Elle se traduit par l'attribution d'actions gratuites ou l'augmentation de la valeur nominale, visant à renforcer la confiance des actionnaires. Ces opérations constituent un simple transfert comptable des réserves au capital, sans impact sur la structure financière (Depallens & Jobard, 1990).

2 Le financement par dettes

2.1 Le crédit bancaire

Le crédit bancaire est un mécanisme où une banque fournit des ressources financières à un agent en déficit, contre remboursement du principal et des intérêts selon un échéancier. Face à l'insuffisance de fonds propres, les banques proposent des prêts courts, moyens ou longs termes, aidant les entreprises à renforcer leur équilibre financier et soutenir leur croissance.

2.1.1 Les crédits à court terme

Les financements à court terme sont conçus pour répondre aux besoins en fonds de roulement liés à l'activité d'exploitation de l'entreprise, lorsque le fonds de roulement disponible est

insuffisant. Ces crédits, de durée limitée, permettent de combler les décalages temporaires entre les dépenses et les recettes, facilitant ainsi la gestion quotidienne de l'entreprise. Ils ne sont pas destinés à financer des actifs à long terme, mais plutôt à assurer la fluidité des opérations courantes (J.P. Latreyte, 1999, P 349).

A. Les crédits de trésorerie

Il s'agit d'un prêt accordé par la banque pour remédier aux insuffisances temporaires de liquidités. Ces prêts permettent de combler le décalage, tant temporel que financier, entre les entrées et les sorties d'argent liées à l'activité. On peut distinguer quatre types, à savoir :

- **Les facilités de caisse :** La facilité de caisse est une ligne de crédit proposée par les banques pour gérer les flux de trésorerie à très court terme, en particulier en fin de mois, lorsque les sorties d'argent sont souvent élevées. Cet outil financier est crucial pour s'acquitter des obligations immédiates, comme le paiement des salaires, des fournisseurs et des taxes.
- **Le découvert :** C'est le concours à court terme le plus sollicité et le plus utilisé dans le cas où l'entreprise est en attente d'une entrée de fonds et qu'elle souhaite disposer à l'avance des fonds attendus. Le découvert est donc un crédit à court terme qui a pour principale fonction de répondre à des besoins (insuffisances) temporaire de trésorerie (J.P. Latreyte, P357).
- **Le crédit relais :** Le crédit relais est une facilité de caisse d'une durée prolongée, destinée à des opérations non liées à l'exploitation. Il permet au bénéficiaire de continuer ses activités ou transactions courantes sans interruption, jusqu'à ce que les fonds attendus, souvent provenant de la vente d'actifs ou d'une augmentation de capital, soient reçus.
- **Les crédits de campagne :** Le crédit de campagne est un financement à court terme accordé par les banques pour couvrir les besoins de trésorerie liés aux fluctuations saisonnières ou charges exceptionnelles. Il compense le décalage entre dépenses et recettes en fournissant des liquidités adaptées au cycle d'exploitation. Son remboursement se fait progressivement selon un plan de trésorerie prévisionnel.

B. Les crédits spécifiques

L'entreprise reçoit des traites ou des billets à ordre dans le cadre de ses activités, représentant des créances à venir. Grâce à des crédits de caisse spécifiques, elle peut mobiliser le

financement de ces créances avant leur échéance. On distingue trois catégories principales de ce type de crédit :

- **L'escompte commercial** : L'escompte permet à une banque d'acheter avant maturité les titres de créance d'une entreprise, moyennant une commission, tout en maintenant l'entreprise garante du paiement. Il convertit rapidement les créances commerciales en liquidités, après déduction des frais, sous un plafond limitant le montant escompté.
- **L'affacturage** : « La technique de l'affacturage ou de factoring consiste en un transfert de créances commerciales de leur titulaire à une société d'affacturage (le factor) qui se charge d'en opérer le recouvrement et qui en garantit la bonne fin, même en cas de défaillance du débiteur » (Beguin et Arnaud, 2008, p. 260). L'affacturage combine recouvrement, garantie des risques et parfois financement des créances.
- **Les avances sur marchandise** : « L'entreprise qui détient des marchandises en stock peut demander à son banquier une avance sur ces marchandises. Cette avance sera la plupart du temps garantie par les marchandises qui seront donc affectées en gage soit dans les locaux de l'entreprise ou ce qui est plus sûr dans les locaux appartenant à un tiers » (Bernet-Rollande (L), P.307).

C. Les engagements par signature

Le crédit par signature est un engagement où la banque se porte garante par sa signature, sans impact immédiat sur sa trésorerie. C'est une promesse écrite garantissant que la banque paiera les obligations de ses clients en cas de défaillance. On distingue quatre formes principales de crédits par signature :

- **L'aval** : L'aval est une garantie d'un tiers, souvent une banque, qui s'engage avec son client auprès d'un créancier pour assurer le paiement d'un effet de commerce à échéance en cas de défaillance. Mentionnée par « bon pour aval » avec montant et signature, elle peut figurer sur l'effet, une allonge ou un acte. Cette garantie facilite le financement en sécurisant le créancier et en prolongeant les délais de paiement.
- **L'acceptation** : Selon l'article 405 du code de commerce algérien, l'acceptation est un écrit sur la lettre de change, exprimé par « accepter » ou un mot équivalent, signé par le tiré. La simple signature au recto vaut acceptation. C'est l'engagement du tiré à payer

l'effet à l'échéance, marqué par la mention « bon pour acceptation » apposée au recto par le banquier.

- **Le cautionnement :** « On entend par caution bancaire un prêt de signature de la banque équivalant à une promesse de payer à la place de son client à une échéance » (Erard Rouyer et Alain Choinel, 2002, p. 377). La caution est un engagement par lequel la banque assume les obligations financières du client en cas de non-paiement. Le banquier ne peut renoncer à cet engagement, quelle que soit la situation du client.

2.1.2 Les crédits à moyen et long terme :

Pour accompagner les entreprises dans leurs projets d'investissement, qu'il s'agisse de leur création ou de leur modernisation, la banque propose des financements avec des durées pouvant s'étendre jusqu'à 7 ans pour les prêts à moyen terme, et jusqu'à 15 à 20 ans pour les prêts à long terme.

A. Les crédits d'investissements à moyen terme

Les crédits à moyen terme, d'une durée de 2 à 7 ans, financent des éléments du haut du bilan comme équipements et outillage. Ils sont proposés par des banques ou institutions financières spécialisées. Ce type de crédit couvre généralement entre 50 % et 75 % de l'investissement total. Il encourage les entreprises à compléter le financement par leurs propres ressources.

B. Les crédits d'investissements à long terme

Les crédits à long terme financent des investissements majeurs sur une durée de 7 à 20 ans, comme la construction ou l'achat d'équipements lourds. Ils sont souvent accordés sous forme de crédits syndiqués, impliquant plusieurs banques pour répartir les risques et respecter les normes prudentielles. Ces crédits sont également octroyés par des établissements spécialisés, qui mobilisent à la fois leurs fonds propres et des emprunts obligataires.

2.2 L'emprunt obligataire

L'emprunt obligataire est un mode de financement permettant à un État, une entreprise ou une organisation de mobiliser des fonds hors circuit bancaire, par émission d'obligations négociables avec coupons périodiques et remboursement à l'échéance. Il offre un taux fixe ou variable, préserve l'autonomie financière de l'émetteur, constitue une alternative à l'augmentation de capital, et est encadré par des règles strictes pour protéger les investisseurs.

2.3 Les obligations convertibles en actions

Une obligation convertible en actions est un titre hybride, combinant une obligation classique et une option d'achat d'actions. Elle donne à son détenteur le droit, sans obligation, de convertir l'obligation en actions selon un ratio défini, souvent jusqu'à l'échéance. Elle verse des coupons périodiques tout en offrant la possibilité de profiter de l'appréciation des actions. Ses caractéristiques clés sont le ratio, le prix et la valeur de conversion, ainsi que la prime de conversion (écart entre prix et cours, généralement 10 % à 25 %). (A. Gliz, 2024, P 323)

2.4 Le crédit-bail (Leasing)

Le crédit-bail est un mode de financement locatif spécifique destiné à l'acquisition de matériel ou d'équipement. Il repose sur un contrat entre une entreprise de crédit-bail (le bailleur) et un utilisateur (le locataire). Ce contrat offre au locataire la possibilité d'acheter le bien à un prix fixé à l'avance à l'issue de la période de location, grâce à une option d'achat. Cette solution, proposée par des institutions financières ou d'autres entités habilitées par la loi, s'adresse aux acteurs économiques, qu'ils soient nationaux ou internationaux (Mario giovanoli, P.109-111).

3 Coût de financement de l'entreprise

Un projet d'investissement ne peut être retenu que si sa rentabilité dépasse, ou du moins atteint, le coût des ressources mobilisées pour son financement. Ce seuil correspond au coût du capital, qui reflète le coût global des fonds utilisés par l'entreprise pour financer ses activités.

3.1 La définition du coût du capital

Le coût du capital, ou WACC, est le coût moyen pondéré des ressources financières d'une entreprise (Bellalah, 1998, p. 202). Il reflète le taux de rendement exigé par créanciers et actionnaires et sert de taux d'actualisation pour valoriser les flux de trésorerie futurs en intégrant leur risque.

3.1.1 Calcul du coût du capital

Le coût moyen pondéré du capital (CMPC) est déterminé en évaluant le taux de rendement requis pour chaque type de financement : dettes, actions ordinaires ou privilégiées. Chaque taux est pondéré selon sa part dans la structure financière. La formule combine ces coûts pondérés pour calculer une moyenne représentative du coût global du capital.

$$CMPC = K_{cp} \frac{CP}{CP+D} + K_d \frac{D}{CP+D} (1-\tau)$$

Avec : K_{cp} : Le coût des capitaux propres. K_d : Le coût de la dette. CP : Le montant des capitaux propres en valeurs de marché. D : Le montant de la dette en valeurs de marché. τ : Le taux d'impôts sur le revenu des sociétés.

Nous allons examiner les principaux éléments qui influencent la détermination du Coût Moyen Pondéré du Capital (CMPC), en mettant particulièrement l'accent sur le coût de la dette (K_d) et le coût des capitaux propres (K_{cp}).

3.2 Le coût des capitaux propres

La détermination du coût des capitaux propres, reposant sur des estimations incertaines, reflète le rendement attendu par les investisseurs. Il s'agit du taux minimal exigé pour conserver ou attirer des actionnaires. Il peut être estimé via les modèles de Gordon-Shapiro ou le MEDAF. (J-L. Amelon, 2002, P 183).

3.2.1 Le modèle de M. Gordon et E. Shapiro

Ce modèle, simple et essentiel, développé par Gordon et Shapiro, repose sur une approche actuarielle évaluant les flux futurs, y compris la valeur de revente. La valeur d'une action résulte de la somme actualisée des dividendes attendus et du prix de cession futur. Cette relation s'exprime par la formule suivante :

$$P_0 = \frac{D_0}{(1+k_{cp})} + \dots + \frac{D_t}{(1+K_{cp})^t} + \dots + \frac{D_n}{(1+K_{cp})^n} + \frac{P_n}{(1+K_{cp})^n}$$

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

Avec : P_0 : Prix de l'action en temps 0, D_t : Dividende par action en temps t, K_{cp} : Le coût des capitaux propres, P_n : Prix de l'action à la fin de période.

Gordon et Shapiro envisagent deux cas : dans le premier, le niveau du dividende reste constant au fil du temps ; dans le second, il augmente à chaque période à un taux constant (g).

- Si les dividendes constants :

$$\text{Donc } D_1 = D_2 = D_3 = \dots = D_n = D$$

$$\text{Alors} = P_0 = D \times \frac{1-(1+K_{cp})^{-n}}{K_{cp}} + \frac{P_n}{(1+K_{cp})^n}$$

Quand le nombre de périodes n s'étend à l'infini, $(1 + K_{cp})^{-n}$ tend vers 0, ce qui implique :

$$P_0 = \frac{D}{K_{cp}} \quad \text{et} \quad K_{cp} = \frac{D}{P_0}$$

- Si les dividendes sont croissants :

On suppose pour chaque période, le dividende distribué représente une part constante des bénéfices de l'entreprise et que ces bénéfices augmentent à chaque période à un taux constant. Par conséquent, Les dividendes suivent également une croissance au même taux (g).

C'est-à-dire : $D_2 = D_1 \times (1 + g)^1$; Lorsque n tend vers l'infini :

$$P_0 = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{D_1 \times (1 + g)^{t-1}}{(1 + K_{cp})^t} = D_1 \sum_{t=1}^{\infty} \frac{(1 + g)^{t-1}}{(1 + K_{cp})^t}$$

Le facteur qui multiplie représente la somme des termes d'une série géométrique dont le premier terme est $D_1 \frac{D_1}{1+K_{cp}}$ et de raison $\frac{1+g}{1+K_{cp}}$. Cette série converge si la condition $-1 < \frac{1+g}{1+K_{cp}} < 1$ est satisfaite. La somme atteint une valeur finie si la série est convergente, c'est-à-dire si $\frac{1+g}{1+K_{cp}} < 1$. Étant donné que g et K_{cp} sont positifs, cette condition se simplifie en $K_{cp} > g$.

Sous cette condition, l'équation se simplifie pour devenir : $P_0 = D_1 \times \frac{1 - \frac{(1+g)^t}{(1+K_{cp})^t}}{K_{cp} - g}$

On peut alors écrire pour (T) tendant vers l'infini, l'équation suivante :

$$P_0 = \frac{D_1}{K_{cp} - g} \Rightarrow K_{cp} = g + \frac{D_1}{P_0}$$

Ainsi, selon le modèle de Gordon et Shapiro, le coût des capitaux propres est déterminé en ajoutant le taux de croissance des dividendes (g) au taux de rendement du dividende boursier de l'action. Si on applique ce modèle pour une entreprise qui ne distribue pas de dividendes, il suggère que le prix de son action serait de zéro, Cela ne peut pas être vérifié empiriquement.

3.2.2 Le Modèle d'Evaluation des Actifs Financiers (MEDAF)

Ce modèle permet d'évaluer le prix du risque en s'appuyant sur deux hypothèses fondamentales :

- Les investisseurs évoluent dans un marché de capitaux parfait, sans impôts ni frais de transaction.
- Il existe un taux de rentabilité certain pour les actifs sans risque.

Le taux de rentabilité espéré d'un titre dépend du taux sans risque et d'une prime de risque. Plus le risque est élevé, plus la rentabilité exigée augmente. En tenant compte de la sensibilité du titre aux fluctuations du marché, la rentabilité attendue s'ajuste selon ce niveau de risque.

$$E(R_i) - r_f = \beta_i [E(R_m) - r_f]$$

Cette équation est souvent exprimée de la manière suivante

$$K_{cp} = E(R_i) = r_f + \beta_i [E(R_m) - r_f] \text{ Avec } \beta_i = \frac{COV(R_i, R_m)}{VAR(R_m)}$$

Tel que : $E(R_i)$: Le taux de rendement exigé sur le titre i , (R_m) : Le taux de rendement espéré du marché, r_f : Rentabilité de l'actif sans risque, β_i : Le risque systématique du titre i , $\beta_i [(R_m) - r_f]$: La prime de risque de l'actif i , $COV(R_i, R_m)$: La covariance entre le taux de rendement du titre i et celui du marché, $VAR(R_m)$: La variance des rendements de l'indice du marché.

3.3 Le coût de l'endettement

Le coût de la dette (K_d) correspond au taux actuariel qui équilibre le montant emprunté avec la valeur actualisée des intérêts et remboursements, ajustée des effets fiscaux liés à la déductibilité des intérêts. Autrement dit, c'est le coût total supporté par l'entreprise pour l'usage des fonds empruntés. Exprimé en taux d'intérêt annuel, il inclut les intérêts et frais liés à l'emprunt, souvent ajusté pour intégrer l'avantage fiscal de la déductibilité, réduisant la charge fiscale.

3.3.1 Le coût d'un emprunt

La détermination du K_d est généralement simple, qu'il s'agisse de dettes issues de crédits bancaires ou d'obligations négociables sur le marché.

A. Emprunt Indivis

Lorsque le prêteur est rémunéré uniquement par des intérêts fiscalement déductibles, le taux d'emprunt correspond au taux nominal avant impôt. Le coût réel de la dette, ajusté après impôt, se calcule à partir du taux d'intérêt appliqué, notamment dans le cadre des crédits bancaires, où la dette résulte d'un accord direct entre les parties et n'est pas négociable sur le marché.

B. Emprunt obligataire

Lorsqu'une dette est composée d'obligations négociables sur le marché, ces titres de créance peuvent être remboursés selon trois modalités principales :

- ✓ Remboursement par amortissement constant : le capital est remboursé par des montants fixes à chaque échéance.
- ✓ Remboursement par annuités constantes : le montant total remboursé (capital et intérêts) reste identique à chaque échéance.
- ✓ Remboursement in fine : l'intégralité du capital est remboursée en une seule fois à la dernière échéance, tandis que les intérêts sont versés régulièrement tout au long de la durée de l'emprunt.

Lorsqu'on opte pour un emprunt obligataire in fine, le taux actuariel k_d est alors :

$$C = c \times \frac{1 - (1 + K_d)^{-n}}{K_d} + \frac{VR}{(1 + K_d)^n}$$

Avec : C représente la valeur nominale par titre, VR c'est la valeur de remboursement par titre, n le nombre d'année de remboursement et c calculer par $C \times i$, représente le montant du coupon annuel.

Section 2 : Les théories classiques de la structure du capital

Les théories classiques de la structure du capital ont posé les bases de l'analyse financière moderne, cherchant à comprendre comment les entreprises optimisent leur combinaison de dettes et de fonds propres. Depuis les travaux fondateurs de Modigliani et Miller (1958), plusieurs approches ont émergé, intégrant les imperfections du marché et les arbitrages entre risque et rentabilité. Ces théories reposent sur l'hypothèse d'absence d'asymétrie d'information et ont connu deux évolutions majeures : l'impact de l'impôt sur la structure du capital et les coûts liés à la faillite. Ces avancées ont enrichi le cadre d'analyse des décisions financières et leur influence sur la valeur des entreprises.

1 La structure du capital dans un marché parfait

Dans un marché parfait, sans impôts ni coûts de transaction ou de faillite, Modigliani et Miller (1958) affirment que la structure financière n'affecte pas la valeur de l'entreprise. Cette théorie a ensuite été nuancée par l'intégration de facteurs comme la fiscalité et les coûts de faillite, affinant ainsi l'analyse des choix de financement et de leur impact sur la valeur et la stabilité financière.

1.1 La théorie du bénéfice net (1952)

Selon David Durand en 1952, l'optimisation de la structure du capital maximise la valeur de l'entreprise en réduisant le coût moyen pondéré du capital (CMPC). Cette théorie suppose que le coût de la dette et des capitaux propres est fixe, indépendamment de l'endettement. Ainsi, en privilégiant la dette, souvent moins coûteuse, l'entreprise peut accroître sa valeur.

Le coût moyen pondéré du capital (CMPC) est exprimé par la formule suivante :

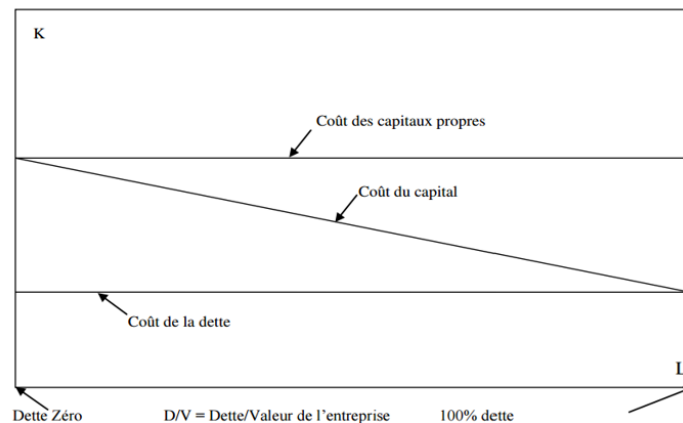
$$K_0 = K_i (D/V) + K_e (C/V)$$

Avec : K_0 représente le coût du capital ; D désigne les dettes, C les capitaux propres et V la valeur de l'entreprise

Selon cette relation, à mesure que le taux d'endettement augmente, le coût moyen du capital (K_0) diminue, ce qui entraîne une augmentation de la valeur de l'entreprise.

La figure suivante illustre cette relation selon l'approche du bénéfice net.

Figure 1 : La relation entre le coût du capital et l'endettement selon l'approche du bénéfice net.



Source : Hindi, M. I. La pensée contemporaine dans la structure du financement des entreprises, 2005, p. 99.

Cette figure illustre une relation inverse entre le coût du capital et le niveau d'endettement. Plus l'entreprise augmente son recours à la dette, plus son coût moyen du capital ne diminue. Théoriquement, si le financement reposait exclusivement sur la dette, le coût du capital atteindrait son niveau le plus bas, correspondant au coût de la dette. Toutefois, une telle situation est irréaliste, car aucun système financier ne permet à une entreprise d'être financée intégralement par l'endettement. En pratique, les institutions financières imposent des limites afin de limiter les risques, rendant impossible un financement reposant à 100 % sur des crédits bancaires.

- **Les principales limites de la théorie du bénéfice net :**

- Supposition de coûts fixes irréaliste.
- Sous-estimation du risque financier.
- Omission du lien entre rendement et risque.
- Néglige les effets du surendettement.
- Ignore les réactions des investisseurs.

D'où la nécessité d'intégrer risque, fiscalité et coûts financiers dans l'analyse de la structure du capital.

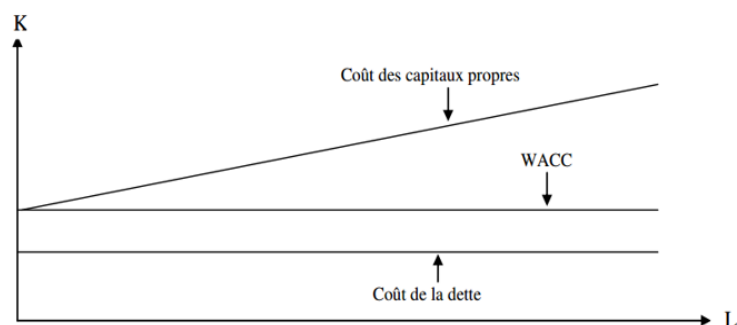
1.2 La théorie du bénéfice opérationnel net (NOI)

Formulée en opposition à la théorie du bénéfice net, la théorie NOI affirme que la structure du capital n'influence pas la valeur de l'entreprise. Elle rejette l'idée que le coût des capitaux

propres soit indépendant de l'endettement. Selon cette approche, toute augmentation de la dette entraîne une hausse équivalente du coût des capitaux propres, ce qui maintient le coût moyen du capital constant, quelle que soit la combinaison entre dette et fonds propres.

La figure suivante illustre ce principe en mettant en évidence la relation entre la structure du capital et le coût du capital selon cette approche.

**Figure 2: La relation entre le coût du capital et l'endettement selon l'approche du
Bénéfice net opérationnel**



Source : Hindi, M. I. La gestion financière : Une introduction analytique contemporaine, 2007, p. 631.

La figure ci-dessus illustre que le coût moyen pondéré du capital reste constant, quel que soit le niveau d'endettement. À mesure que le ratio d'endettement augmente, le coût des capitaux propres s'accroît proportionnellement. Ainsi, l'économie réalisée grâce au financement par la dette, généralement moins coûteuse, est entièrement compensée par l'augmentation du rendement exigé par les actionnaires.

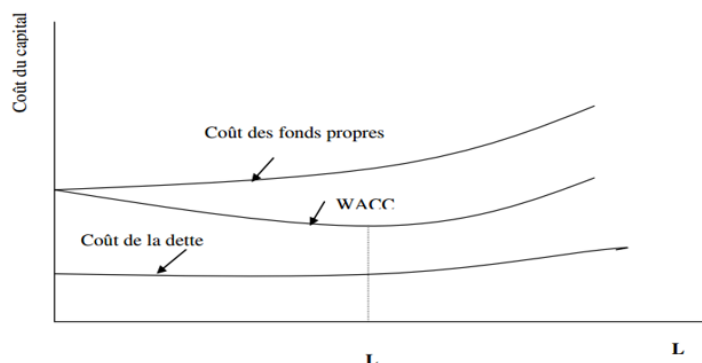
La principale limite de la théorie du bénéfice opérationnel net réside dans son incapacité à expliquer de manière précise le comportement du coût des capitaux propres en fonction de l'endettement.

1.3 La théorie traditionnelle

Selon A. Gliz (2024, p. 215), il existe une structure optimale de capital qui maximise la valeur de l'entreprise. En augmentant l'endettement, le coût moyen pondéré du capital (CMPC) diminue initialement, car la dette est moins coûteuse. Mais au-delà d'un certain seuil, le risque accru fait monter le coût des capitaux propres et de la dette, entraînant une hausse du CMPC et une baisse de la valeur de l'entreprise.

La figure suivante illustre la relation entre le coût moyen pondéré du capital et le niveau d'endettement selon la théorie traditionnelle.

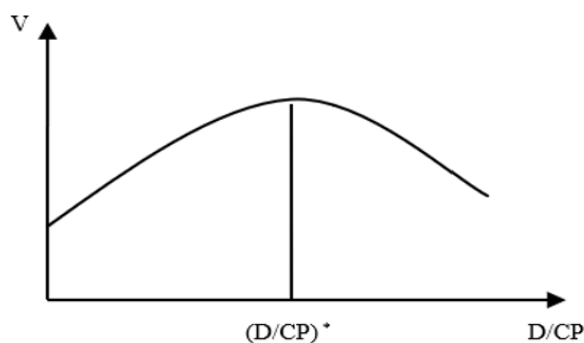
Figure 3: La relation entre le coût moyen pondéré du capital et l'endettement selon la théorie traditionnelle



Source: Hindi, M, op. cit., p. 99.

La figure ci-dessus montre qu'au début, l'augmentation de l'endettement entraîne une baisse du coût moyen pondéré du capital (CMPC). Cela s'explique par le fait que les avantages du financement par la dette, moins coûteuse que les capitaux propres, compensent l'augmentation du rendement exigé par les actionnaires. En d'autres termes, l'entreprise bénéficie d'une réduction du CMPC grâce à l'utilisation d'une source de financement à moindre coût. Cependant, au-delà d'un certain seuil d'endettement, le CMPC commence à augmenter. Cette hausse est due à l'augmentation simultanée du coût des capitaux propres, qui reflète le risque accru pour les actionnaires, et du coût de la dette, qui progresse à mesure que les prêteurs perçoivent un risque financier plus élevé.

Figure 4 : La relation entre la valeur de l'entreprise et le ratio d'endettement selon la théorie traditionnelle



Source : Rassi, F., 2007, Gestion financière à long terme : Investissements et financement, Presses de l'Université du Québec, p. 428.

Selon la théorie traditionnelle, une structure optimale du capital permet d'accroître la valeur globale de l'entreprise tout en minimisant son coût moyen pondéré du capital (CMPC). Toutefois, cette approche, bien qu'intuitive, repose sur des bases théoriques limitées et ne fournit pas de modèle précis pour identifier ce niveau optimal (A. Bouri, 2007, p. 159).

Tableau 1: Comparatif des trois principales théories de la structure du capital

Théorie	Impact de l'endettement	Coût du Capital (WACC)	Hypothèses Principales	Limites
Net Income Theory (NI)	Augmente la valeur de l'entreprise	Diminue avec l'endettement	Le coût de la dette reste constant	Ne prend pas en compte le risque financier
Net Operating Income Theory (NOI)	Aucun impact sur la valeur de l'entreprise	Reste constant	Le marché valorise l'entreprise uniquement sur ses revenus d'exploitation	Ne prend pas en compte le risque financier
Théorie Traditionnelle	Optimal jusqu'à un certain niveau, puis négatif	Diminue puis augmente	L'effet de levier est bénéfique jusqu'à un seuil limite	Difficile de déterminer le niveau optimal d'endettement

Source : Elaboré par nos soins.

1.4 La théorie de Modigliani & Miller (1958)

Modigliani et Miller (1958, p. 268) montrent que, en l'absence d'impôts et dans un marché parfait, la valeur de l'entreprise et son coût moyen pondéré du capital (CMPC) sont indépendants de sa structure financière. Ils remettent ainsi en cause la théorie traditionnelle en affirmant que seule la rentabilité et le risque des actifs déterminent la valeur, pas l'endettement.

Leur modèle repose sur plusieurs hypothèses :

- Marchés parfaits sans coûts ni impôts.
- Taux d'intérêt identiques pour emprunt et prêt.
- Bénéfices et dividendes constants.
- Investisseurs rationnels.
- Financement par dette ou capitaux propres.

Sur la base de ces hypothèses, Modigliani et Miller ont formulé deux propositions principales :

Proposition 1 : Indépendance de la valeur d'une entreprise et de sa structure de capital

Deux entreprises de même risque économique ont la même valeur, quelle que soit leur structure financière, selon Modigliani et Miller. Modigliani et Miller ont exprimé cela par l'équation suivante :

$$V_j = (S_j + D_j) = \frac{\bar{X}_j}{P_k} \quad \text{Pour toute entreprise } j \text{ de classe du risque } K \dots\dots\dots (1)$$

Avec :

Avec : V_j : La valeur marchande de l'entreprise J, S_j : La valeur marchande des actions ordinaires de l'entreprise J, D_j : La valeur marchande de la dette, $\bar{X}_j$: Le revenu espéré sur l'actif possédé par la société c'est-à-dire son bénéfice espéré avant la déduction des intérêts, P_k est Le taux de rendement sur l'investissement dans les actions des entreprises qui appartient à la même catégorie du risque K, celle-ci étant financées entièrement par les fonds propres.

Cette équation montre que la valeur marchande d'une entreprise est indépendante de sa structure de capital et est déterminée par la capitalisation de ses bénéfices opérationnels anticipés. (Modigliani.F & Miller, P 268)

Le coût moyen pondéré du capital est également indépendant de la structure du capital :

$$WACC = \frac{\overline{X_j}}{(S_j + D_j)} = \frac{\overline{X_j}}{V_j} = Pk \quad \text{Pour toute entreprise } j \text{ de classe de risque } k \dots\dots\dots (2)$$

Modigliani et Miller montrent que des entreprises au même risque ont une valeur identique, déterminée par le risque et le rendement, indépendamment de leur structure financière.

Proposition 2 : Relation entre le rendement des capitaux propres et le niveau d'endettement

La deuxième proposition stipule que le rendement exigé par les actionnaires augmente avec le niveau d'endettement de l'entreprise, en raison du risque financier accru. La relation s'exprime par (A. Bouri, 2007, P 165) :

$$K_{cpL} = K_{cpU} + (K_{cpU} - K_d) \frac{D}{CP_L} \quad (3)$$

Tel que :

Où K_{cpL} représente le taux de rendement exigé par les actionnaires de l'entreprise endettée, K_{cpU} le taux de rendement exigé par les actionnaires de l'entreprise non endettée, K_d : Le taux d'intérêt de la dette, D : La valeur de marché de la dette, et CP_L : La valeur de marché des capitaux propres de l'entreprise endettée.

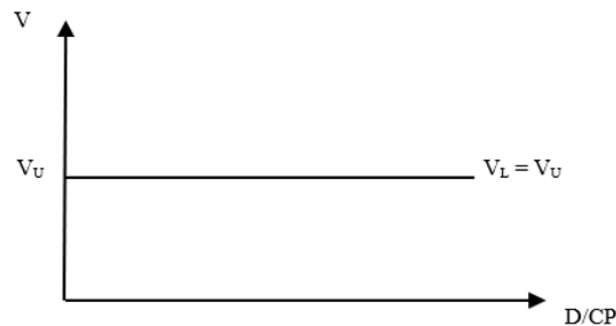
La relation (3) montre que la rentabilité attendue d'une action dépend du taux d'une entreprise sans dette ajusté d'une prime de risque liée à l'endettement, calculée selon le ratio dettes/capitaux propres et l'écart entre rendement des fonds propres et taux d'intérêt (Modigliani & Miller, p. 271). Ainsi, plus l'endettement augmente, plus le risque financier et le rendement exigé des actionnaires croissent.

Proposition 3 : Indépendance des décisions d'investissement et de financement

Modigliani et Miller ont également démontré que les décisions d'investissement sont indépendantes des choix de financement. Le taux de rentabilité exigé sur un projet correspond au CMPC et ne dépend pas du type de financement utilisé. (Idem, P 288.)

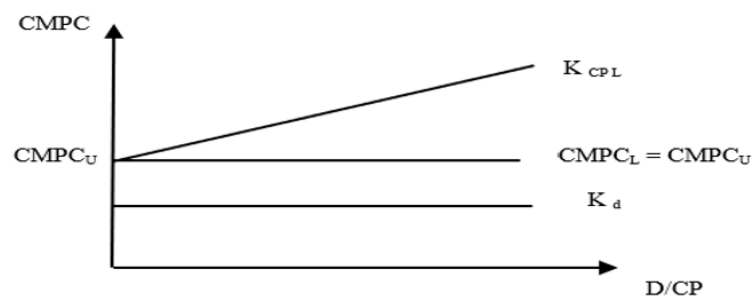
- Pour résumer les conclusions des deux propositions du modèle de Modigliani et Miller (1958), on peut les schématiser de la manière suivante :

Figure 5: La relation entre la valeur d'une entreprise (qu'elle soit endettée ou non) avec le ratio d'endettement selon la théorie de M& M (1958)



Source : F. Rassi, Ibid., p. 437.

Figure 6: La relation entre le CMPC d'une entreprise (endettée et non endettée) avec le ratio d'endettement selon la théorie de M& M (1958)



Source : Piget, P., 2020, Théories modernes de la finance, Presses Universitaires de France, p. 422.

En résumé, la théorie de Modigliani et Miller de 1958 affirme que, dans un marché parfait sans impôts, la structure du capital n'influence ni la valeur de l'entreprise ni son coût du capital. Cette approche a eu un impact majeur sur la finance d'entreprise, bien que ses hypothèses soient souvent jugées irréalistes en raison de la présence d'impôts, de coûts de transaction et d'asymétrie d'information (R. Brealey, S. Myers et F. Allen, 2006, p. 490-497).

Critiques de la thèse de Modigliani et Miller

La théorie a été critiquée pour remettre en cause plusieurs hypothèses clés :

- Identification des entreprises par classe de risque.

- Accès égal au crédit pour investisseurs et entreprises.
- Hypothèse d'information parfaite.
- Absence d'impôts et d'avantages fiscaux liés à l'endettement.

Ces critiques cherchent à déterminer quand la structure du capital influence la valeur des entreprises.

2 La structure du capital en présence d'impôt et absence des coûts de faillite :

Modigliani et Miller (1963) reconnaissent que l'endettement augmente la valeur de l'entreprise grâce à l'avantage fiscal lié à la déductibilité des intérêts. Ainsi, la valeur d'une entreprise endettée correspond à celle d'une entreprise sans dette, majorée des économies d'impôt générées par la dette. Cela fait du financement par dette la solution optimale en présence d'impôts. Cependant, Miller (1977, p. 261-275) nuance cette approche en intégrant l'impôt personnel sur les revenus, montrant que cet avantage fiscal est réduit et qu'un niveau optimal d'endettement existe, inférieur à un financement entièrement par dette.

2.1 La théorie de Modigliani et Miller (1963) :

Modigliani et Miller (1963) reconnaissent que l'endettement augmente la valeur de l'entreprise grâce à l'avantage fiscal. Ils suggèrent qu'une structure optimale privilégie la dette pour maximiser ces économies d'impôts. Cette limite théorique correspond à un financement 100 % par dette (Grinblatt-Titnan, 2002, p. 501-506).

Modigliani et Miller ont reformulé leurs propositions comme suit :

Proposition 1 :

Modigliani et Miller affirment que les avantages fiscaux de la dette (Ly Baro Fatimata, 2002, p. 17).

Cette proposition peut être exprimée par l'équation suivante :

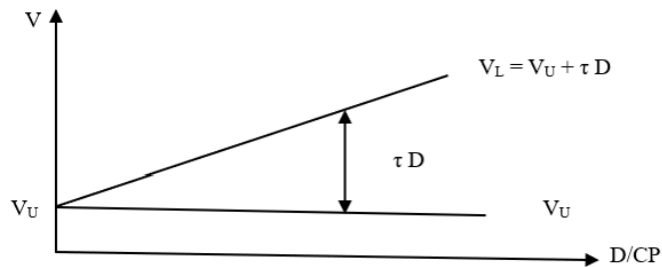
$$V_L = V_U + \tau D$$

Ou V_L représente la valeur de l'entreprise avec dette, V_U est valeur de l'entreprise sans dette, D est le montant de la dette, τ est Le taux d'impôt, $\tau \cdot D$ représente la valeur actuelle des économies d'impôts liée à l'endettement.

La fiscalité rend l'endettement avantageux en augmentant la valeur des entreprises via la déductibilité des intérêts. Cela justifie théoriquement un financement 100 % par dette, bien que corrigé en pratique par l'arbitrage des marchés.

On peut schématiser cette proposition de la manière suivante :

Figure 7: La relation entre la valeur d'une entreprise (endettée et non endettée) avec le ratio d'endettement selon la théorie de M& M (1963)



Source : P. Piget, *ibid.*, p. 430.

Selon leur 2^e proposition, Modigliani et Miller montrent que le rendement des actionnaires croît avec l'endettement, même en présence d'impôt (S. Ross, R. Westerfield et J. Jaffe, P 525).

$$K_{cpL} = K_{cpU} + (K_{cpU} - K_d)(1 - \tau) \frac{D}{CP_L} \quad (1)$$

De plus, en cas d'imposition des bénéfices des entreprises, le coût moyen pondéré du capital (CMPC) pour une entreprise endettée se calcule comme suit :

$$CMPC_L = K_{cp} \frac{CP}{CP+D} + K_d \frac{D}{CP+D} (1 - \tau) \quad (2)$$

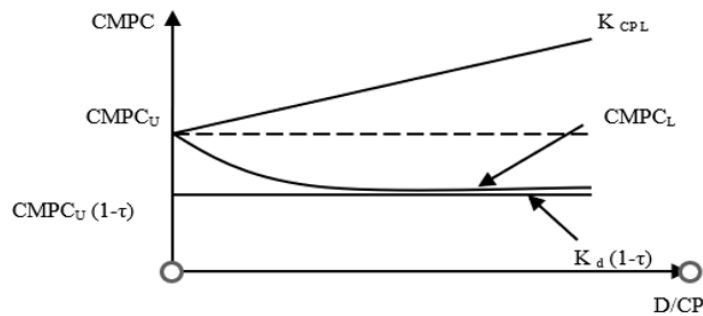
En remplaçant K_{cp} dans la formule (2) par celle définie dans la formule (1), on obtient : G. Charreaux, *op.cit.* P 153.)

$$CMPC_L = CMPC_U \times (1 - \tau \frac{D}{V_L})$$

Ainsi, le CMPC d'une entreprise endettée, en présence d'impôts, est inférieur à celui d'une entreprise non endettée et diminue de manière non linéaire à mesure que le ratio d'endettement D/V_L augmente. (P. Piget, p. 422).

Cette proposition peut être représentée schématiquement de la façon suivante :

Figure 8: La relation entre le CMPC d'une entreprise (endettée et non endettée) avec le ratio d'endettement selon la théorie de M& M (1958)



Source : Bouri, A., 2007, Gestion financière (2e éd.), Reliure d'Art, p. 172.

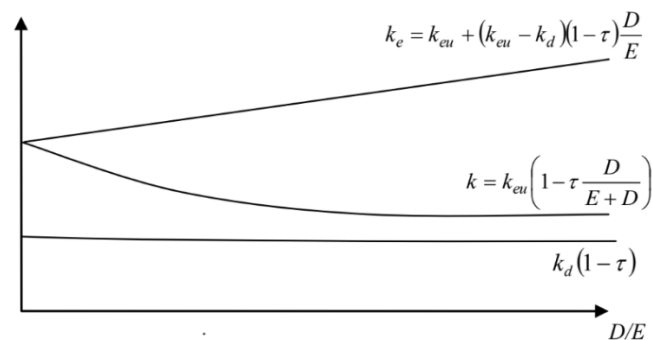
Le coût des capitaux propres et le coût du capital :

Selon la proposition fondamentale de Modigliani et Miller, la relation entre la valeur de l'entreprise et la structure du capital permet d'obtenir le coût des capitaux propres et le coût du capital de l'entreprise en fonction de la structure du capital :

$$K = K_{eu} \left(1 - \tau \frac{D}{E+D} \right)$$

Cette relation peut être représentée schématiquement de la façon suivante :

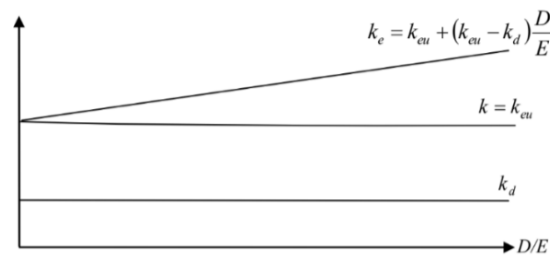
Figure 9: Relation coût du capital, coût des capitaux propres et structure du capital selon l'approche de Modigliani & Miller (1963) avec $\tau > 0$



Source : Gliz, A., 2024, Finance d'entreprise en Algérie, Berti Édition, p. 226.

Lorsque $\tau = 0$, nous obtenons la thèse de neutralité de la structure du capital qui a pour expression graphique la figure 10

Figure 10: Relation coût du capital, coût des capitaux propres et structure du capital selon l'approche de Modigliani & Miller (1958) avec $\tau = 0$



Source : A. Gliz, *ibid.*, p.228

Lorsque $\tau=0$, on retrouve le modèle initial de 1958 où la structure du capital est neutre vis-à-vis du coût du capital. Toutefois, avec $\tau>0$, la dette devient avantageuse car son coût, inférieur à celui des capitaux propres, permet de réduire le CMPC. Toutefois, une augmentation excessive de l'endettement accroît le risque financier, ce qui entraîne une hausse du coût des capitaux propres et limite les bénéfices liés au levier financier (A. Gliz, 2024, p.228).

➤ Comparaison avec d'autres théories

Les résultats de Modigliani et Miller (1963) se rapprochent partiellement de la théorie du bénéfice net (NI) et de la théorie traditionnelle :

- Comme la théorie du bénéfice net, MM (1963) montre que l'endettement maximise la valeur de l'entreprise, mais ajoute que le rendement des actionnaires augmente avec le levier financier (Berk & De Marzo, 2010, p. 491).
- Comme la théorie traditionnelle, MM reconnaît la hausse du rendement avec l'endettement, mais préconise un financement 100 % dette en présence d'avantage fiscal.

2.2 La théorie de Miller (1977) :

Les hypothèses de Modigliani et Miller, fondées sur un marché parfait, sont éloignées de la réalité. Miller (1977) introduit la fiscalité personnelle, montrant que l'avantage fiscal de la dette est partiellement annulé par l'imposition des créanciers. Cela conduit à un endettement optimal modéré (Grinblatt-Titnan, 2002, p501-506).

L'effet de levier fiscal et la prise en compte de l'impôt personnel

Miller a introduit une nouvelle formule pour mesurer le gain fiscal lié à l'endettement (GL) en tenant compte à la fois de l'impôt sur les sociétés et de l'impôt personnel :

$$GL = \left[1 - \frac{(1-\tau_C)(1-\tau_{PS})}{1-\tau_{PB}} \right] \times BL$$

Avec : τ_C représente le taux d'imposition sur les revenus des sociétés, τ_{PS} désigne le taux d'imposition sur les revenus personnels provenant des actions ordinaires, τ_{PB} est le taux d'imposition sur les revenus personnels provenant des obligations. Enfin, BL est la valeur marchande de la dette de l'entreprise endettée

Interprétation et implications

- Sans impôt : La structure du capital n'influence pas la valeur de l'entreprise (Modigliani & Miller, 1958).
- Impôt sur les sociétés uniquement : L'endettement procure un avantage fiscal maximal (Modigliani & Miller, 1963).
- Taxation différenciée : Si les dividendes sont moins taxés que les intérêts, l'avantage fiscal de la dette diminue, voire disparaît, justifiant une structure de capital optimale.

En résumé, L'intégration de la fiscalité des entreprises et des investisseurs rend l'analyse de la structure du capital plus réaliste. L'endettement n'est pas toujours optimal, car ses avantages fiscaux dépendent des taux d'imposition. Un équilibre entre dettes et capitaux propres devient donc essentiel.

2.3 La structure du capital en présence d'impôt et du coût de faillite : La théorie de compromis (TOT)

Modigliani et Miller (1958, 1963) puis Miller (1977) montrent que l'endettement peut accroître la valeur de l'entreprise grâce aux économies fiscales, en négligeant les risques de faillite. La théorie du compromis (TOT) nuance cette vision en intégrant les coûts de faillite, suggérant l'existence d'un niveau optimal d'endettement (Grinblatt & Titman, p. 612-614). En pratique, un financement 100 % par dette est irréaliste. Kraus et Litzenberger (1973) ont formalisé cet arbitrage entre avantage fiscal et coût de défaillance (p. 911-922).

2.3.1 Définition du coût de faillite :

Le coût de faillite désigne les pertes liées à l'incapacité d'une entreprise à honorer ses dettes. Il augmente avec le niveau d'endettement et comprend des coûts directs (juridiques, administratifs) et indirects (perte de réputation, ventes forcées) (Damodaran, 2010, p. 301).

2.3.1.1 Les Coûts Directs de Faillite

Ils regroupent les dépenses immédiates liées à la liquidation ou restructuration, telles que frais administratifs, honoraires juridiques et coûts de restructuration, diminuant la valeur des actifs pour créanciers et actionnaires.

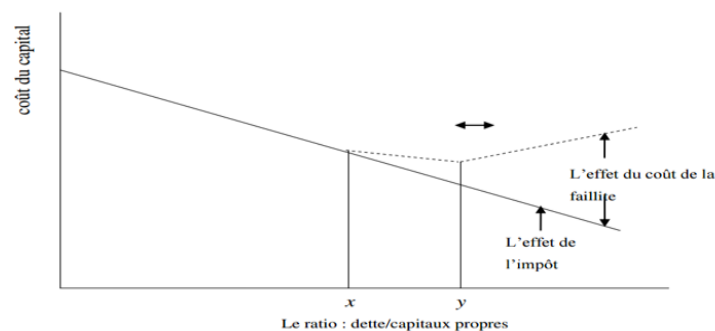
2.3.1.2 Les Coûts Indirects de Faillite

Les coûts indirects de faillite, bien que discrets, impactent fortement l'entreprise en réduisant ses ventes, en durcissant les relations fournisseurs et en limitant l'accès au financement, compromettant ainsi sa croissance et sa pérennité.

2.3.2 L'Impact du Coût de Faillite sur le Coût du Capital et la Valeur de L'entreprise:

L'augmentation de l'endettement influence la structure financière de l'entreprise de deux façons opposées : elle réduit le coût moyen pondéré du capital (WACC) grâce aux économies d'impôt liées à la déductibilité des intérêts, mais elle accroît aussi le risque de faillite, entraînant des coûts directs et indirects qui peuvent augmenter ce coût. L'effet net de l'endettement sur le coût du capital dépend donc de l'équilibre entre ces avantages fiscaux et ces coûts de faillite. À un certain niveau, les bénéfices fiscaux sont compensés par le risque accru, justifiant ainsi l'existence d'une structure de capital optimale qui maximise la valeur de l'entreprise.

Figure 11: La relation entre l'endettement et le coût du capital en présence d'impôt et coût de faillite



Source: Hindi, M, op.cit., p. 175.

Le point Y correspond au niveau d'endettement optimal qui minimise le coût du capital en équilibrant avantages fiscaux et coûts de faillite. Sans coûts de faillite, le coût du capital baisse continuellement avec l'endettement, mais en les intégrant, il diminue d'abord jusqu'au point X, puis plus lentement, avant d'augmenter au-delà de Y où les coûts de faillite dépassent les bénéfices fiscaux.

2.3.3 L'effet du coût de la faillite sur la valeur de l'entreprise :

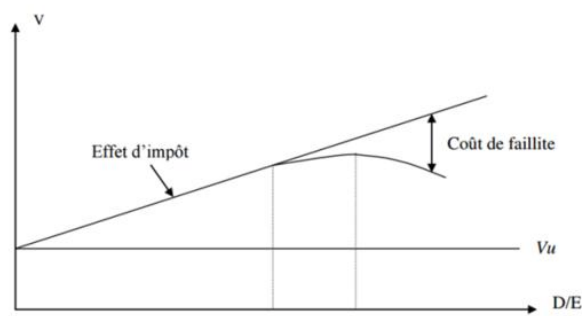
La valeur d'une entreprise correspond à la somme des cash-flows futurs attendus, actualisés à un taux représentant son coût du capital. Ainsi, tout facteur influençant ces éléments aura un impact direct sur la valeur de l'entreprise.

L'endettement exerce un double effet sur cette valeur :

- D'un côté, il génère des économies d'impôt, grâce à la déductibilité des intérêts, ce qui améliore la rentabilité nette de l'entreprise et peut accroître sa valeur.
- D'un autre côté, il augmente le risque de faillite, engendrant des coûts directs et indirects qui peuvent réduire la valeur de l'entreprise en cas de situation financière critique.

La relation entre ces deux effets est illustrée dans la figure suivante, mettant en évidence l'influence combinée de l'optimisation fiscale de l'endettement et des risques associés aux coûts de faillite sur la valeur de l'entreprise.

Figure 12: La relation entre l'endettement et la valeur marchande de l'entreprise en présence d'impôt sur bénéfice et du coût de faillite



Source: Hindi, M., *ibid.*, p. 177.

Le point y représente le taux d'endettement optimal qui maximise la valeur de l'entreprise. Sans considérer les coûts de faillite, la valeur augmente continuellement grâce aux économies

d'impôt. Cependant, lorsque les coûts de faillite sont pris en compte, la valeur progresse jusqu'au point x, puis ralentit jusqu'au point y où elle atteint son maximum. Au-delà de ce seuil, les coûts de faillite surpassent les avantages fiscaux, réduisant ainsi la valeur de l'entreprise. Par conséquent, la structure optimale du capital résulte d'un arbitrage entre économies fiscales et coûts de faillite. Cette approche souligne aussi l'importance d'intégrer la législation sur la faillite dans la gestion financière, ce qui conduit à ajuster la valeur de l'entreprise en déduisant la valeur actualisée des coûts de faillite attendus. Cela se traduit par la formule suivante :

$$V_L = V_u + \tau D - VAECF$$

Où : V_L : Valeur de l'entreprise endettée, V_u : Valeur de l'entreprise non endettée, τD : Valeur actuelle des économies d'impôts liées à la dette, $VAECF$: Valeur Actuelle des Coûts de Faillite Espérés, calculée comme la valeur actuelle de la probabilité de faillite multipliée par le coût de faillite en cas de défaillance de l'entreprise.

Cette approche souligne la nécessité d'équilibrer avantages fiscaux et risques financiers pour maximiser la valeur de l'entreprise tout en limitant les coûts de faillite.

Limites : (Grinblatt-Titnan, 2002, P 677-697)

- Difficile d'évaluer le niveau exact de dette optimal.
- Certaines entreprises ne semblent pas viser un niveau d'endettement stable dans le temps.

Section 3 : Les théories modernes de la structure du capital

Les théories traditionnelles expliquent la structure du capital par le coût du financement, les avantages fiscaux et les coûts de faillite, mais des recherches montrent que d'autres facteurs jouent un rôle. Les théories modernes, comme celles de l'agence, du signal et du timing, intègrent l'asymétrie d'information et les conflits d'intérêts. Cette section analyse ces approches pour mieux comprendre les choix financiers actuels des entreprises.

1 La théorie d'agence

Jensen et Meckling (1976), s'appuyant sur Berle et Means (1932), ont introduit la théorie d'agence qui souligne les conflits d'intérêts entre actionnaires, dirigeants et créanciers dus à la séparation propriété-contrôle. L'asymétrie d'information génère des coûts d'agence, diminuant la performance. Eisenhardt (1989) distingue une approche positive, centrée sur le contrôle, et une approche normative, visant à optimiser les contrats pour réduire ces coûts et aligner les intérêts afin de maximiser la valeur de l'entreprise.

1.1 Définition de la relation d'agence

D'après Jensen et Meckling (1976), une relation d'agence est un contrat par lequel un principal (mandant) délègue une tâche à un agent (mandataire), impliquant ainsi un transfert de pouvoir décisionnel (Jensen. M.C. & Meckling W.H. 1976, P 308).

Dans la gouvernance d'entreprise, les conflits d'intérêts entre actionnaires et dirigeants découlent de la délégation de pouvoir et de l'asymétrie d'information. Ces divergences peuvent entraîner des décisions sous-optimales, comme le sous-investissement. La théorie de l'agence vise à limiter ces inefficiences via des contrats incitatifs et des mécanismes de contrôle.

1.2 Hypothèses de la théorie de l'agence

La théorie repose sur la divergence d'intérêts et l'asymétrie d'information entre actionnaires et dirigeants, favorisant l'opportunisme (G. Charreaux A. Couret P. Joffre et Ali, 1987).

- **Divergence d'intérêts** : Les dirigeants visent sécurité et avantages personnels, alors que les actionnaires cherchent la rentabilité, menant à des choix sous-optimaux.
- **Asymétrie d'information** : Les dirigeants disposent de plus d'informations, ce qui introduit deux risques majeurs : aléa moral et sélection adverse :

- L'aléa moral : le dirigeant peut adopter un comportement laxiste ou détourner des ressources.
- La sélection adverse : le principal ne peut évaluer avec certitude les compétences et intentions de l'agent.

Donc, la théorie de l'agence met en place des mécanismes de contrôle et d'incitation (audits, rémunération variable) pour limiter ces risques et aligner les intérêts des parties prenantes.

1.3 Coûts d'Agence de la Dette et Valeur de l'Entreprise

L'introduction des coûts d'agence dans la structure financière d'une entreprise suggère qu'une entreprise maximise sa valeur en s'endettant jusqu'à ce que les coûts de faillite et les coûts d'agence associés à la dette surpassent les bénéfices fiscaux liés à l'endettement.

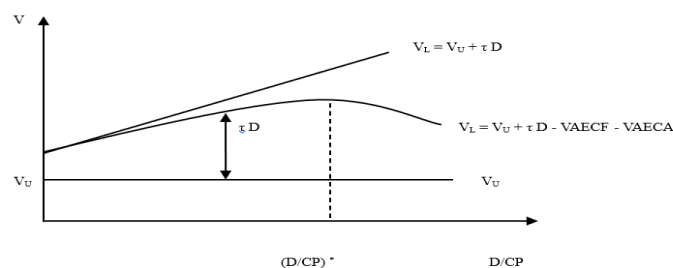
Ainsi, la valeur d'une entreprise endettée (V_L) par rapport à une entreprise non endettée (V_U) s'exprime comme suit : (J. Berk et P. Demarzo, P 608).

$$V_L = V_U + \tau D - VAECF - VAECA$$

Avec : τD représente l'avantage fiscal lié à l'endettement, VAECF : Valeur actuelle espérée des couts de faillite et VAECA c'est la valeur actuelle espérée des coûts d'agence de la dette.

Le niveau optimal d'endettement est atteint lorsque les avantages fiscaux de la dette sont exactement compensés par les coûts de faillite et d'agence. Cette relation peut être illustrée par le schéma suivant :

Figure 13: La relation entre la valeur d'une entreprise (endettée et non endettée) et le ratio d'endettement en tenant compte des coûts d'agence de la dette



Source: Berk, J., & DeMarzo, P., 2010, Corporate finance (2e éd.), Pearson Education, p. 609.

Le schéma montre qu'un endettement modéré augmente la valeur de l'entreprise grâce aux économies d'impôt. Toutefois, au-delà d'un seuil, les coûts de faillite et d'agence freinent cette

hausse. Une fois ce seuil dépassé, ces coûts surpassent les avantages fiscaux, réduisant la valeur de l'entreprise.

En conclusion, la relation entre le niveau d'endettement et la valeur de l'entreprise est concave, illustrant que l'endettement excessif finit par compromettre la valeur marchande de l'entreprise en raison de l'impact croissant des coûts d'agence et de faillite.

1.4 Le conflit d'agence entre actionnaires et créanciers :

Selon Jensen et Meckling (1976), les actionnaires peuvent substituer des actifs sûrs par des actifs risqués pour maximiser leur rendement, au détriment des créanciers (Jensen & Meckling, p. 350).

En cas d'échec, les créanciers supportent une partie des pertes, d'où leur exigence de taux d'intérêt plus élevés pour compenser ce risque.

Les contrats de prêt incluent souvent des clauses restrictives permettant aux créanciers d'intervenir si certaines conditions sont violées (Hindi, M. I., p. 671).

Cette surveillance induit des coûts d'agence, répercutés sur les actionnaires sous forme d'un coût de financement plus élevé.

1.5 Le conflit d'agence entre actionnaires et dirigeant :

La séparation entre propriété et gestion permet aux dirigeants de privilégier leurs intérêts personnels au détriment des actionnaires, surtout en l'absence de mécanismes d'incitation efficaces.

L'endettement agit comme un contrôle disciplinaire, limitant les comportements opportunistes en imposant des contraintes financières et en favorisant la création de valeur.

Solutions possibles : (Grinblatt-Titnan)

Un endettement modéré discipline les dirigeants via les obligations de remboursement, tandis que les covenants limitent leurs comportements opportunistes.

En définitive, Une structure financière équilibrée entre dettes et capitaux propres optimise la gouvernance et réduit les conflits d'agence (J. Berk et P. Demarzo, 598-605.).

2 La théorie de signal

La théorie du signal explique que, face à l'asymétrie d'information sur les marchés financiers, les dirigeants communiquent des signaux qui ne reflètent pas toujours la réalité économique. Seules les entreprises les plus performantes peuvent émettre des signaux crédibles et distinctifs, difficilement imitables par les moins compétitives. (Rifki Samira et Abdessadeq Sadq, P 18).

En 1977, Stephen Ross a proposé que le niveau d'endettement soit un signal clé, indiquant la solidité des projets d'investissement, car les dirigeants mieux informés l'utilisent pour montrer la confiance dans l'entreprise. Ce signal incite à la crédibilité, et un endettement élevé renforce la confiance des investisseurs dans la capacité future de génération de trésorerie (Ross. S, 1977, PP. 23-40).

Les entreprises solides s'endettent davantage pour signaler leur robustesse, tandis que les moins compétitives évitent l'endettement élevé par crainte des remboursements, créant ainsi une relation positive entre qualité des projets et dette. Cette dynamique oriente les investisseurs vers les entreprises à fort endettement.

D'après Pyle et Leland (1977), l'investissement personnel des dirigeants constitue un signal de leur compétence, ce qui renforce la confiance des créanciers et des investisseurs quant à la rentabilité des projets.

En résumé, la structure du capital sert de signal clé au marché, où un endettement élevé et l'engagement des dirigeants indiquent des opportunités d'investissement solides, renforçant ainsi la confiance des investisseurs (Adair, P. & Adaskou, M, 2011, P 143).

3 La théorie du financement hiérarchique (Pecking order Theory _POT)

Développée par Myers et Majluf (1984), explique que l'asymétrie d'information entre dirigeants et partenaires financiers influence les choix de financement. Elle ne vise pas à optimiser un ratio d'endettement, mais établit un ordre de préférence : les entreprises privilégient d'abord l'autofinancement, puis la dette, et enfin l'émission d'actions. Ce choix stratégique minimise les coûts d'information et évite les signaux négatifs perçus par le marché lors du recours au financement externe. Ainsi, le ratio d'endettement est une conséquence des décisions financières, non un objectif en soi.

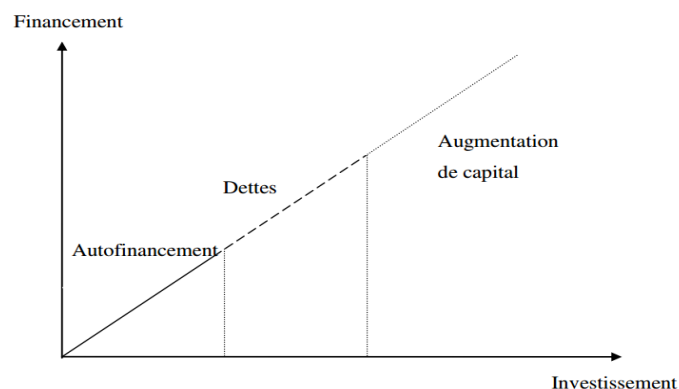
3.1 Présentation de la théorie (Myers et Majluf (1984))

La théorie du financement hiérarchique, introduite par Myers et Majluf en 1984, repose sur l'idée que les décisions de financement des entreprises sont influencées par l'asymétrie d'information entre les dirigeants et les investisseurs. Les dirigeants, mieux informés sur les perspectives réelles de l'entreprise, cherchent à maximiser les intérêts des actionnaires existants, en adoptant une hiérarchie dans le choix des sources de financement.

Principes Fondamentaux de la Théorie :

- Myers et Majluf (1984) montrent que, face à l'asymétrie d'information, les dirigeants suivent une hiérarchie de financement : autofinancement, dette, puis actions, ces dernières étant mal perçues par le marché (A. Gliz, p. 58).
- Le choix de financement agit comme signal : l'émission d'actions est interprétée négativement, tandis que l'endettement reflète la confiance des dirigeants en la rentabilité future.
- Donaldson (1961) et Grinblatt-Titman (2002) observent que les entreprises rentables privilégient les fonds internes, tandis que celles en croissance s'endettent, évitant l'émission d'actions même en difficulté.

Figure 14 : La hiérarchie des sources de financement selon la théorie de Pecking order



Source: Roberts, M. R., & Taffler, M., 2010, Corporate finance: Theory and practice, Pearson, p. 334.

• **Limites:**

- Ne définit pas un niveau optimal d'endettement.
- Suppose que les entreprises aient une information privée que le marché ne connaît pas.

En résumé, Le modèle de Myers et Majluf montre que les entreprises favorisent d'abord l'autofinancement, puis la dette, et enfin l'émission d'actions, afin de limiter les risques liés à l'asymétrie d'information et la dilution des actions. Cette hiérarchie protège la valeur marchande et fait de la dette un signal stratégique de la qualité des investissements et d'optimisation financière.

4 Théorie du « Market Timing »

La théorie du Market Timing, présentée par Baker et Wurgler (2002), stipule que les entreprises adaptent leur structure de capital selon les conditions du marché, en émettant des actions lorsque leur valorisation est élevée et en les rachetant lorsqu'elle est faible. Cette approche repose sur l'idée que les marchés sont inefficients, ce qui permet aux dirigeants d'exploiter ces fluctuations pour réduire le coût du capital. Selon leurs recherches, plusieurs constats empiriques valident cette théorie : les entreprises tendent à émettre des actions après de bonnes performances boursières, réussissent en moyenne leur stratégie de timing à long terme, leurs prévisions de bénéfices sont souvent cohérentes avec les opérations de financement, et les dirigeants reconnaissent, dans des enquêtes anonymes, que le timing influence fortement leurs décisions de financement.

4.1 Impact du Timing sur la Structure du Capital :

Baker et Wurgler (2002) montrent que la structure du capital découle souvent des conditions de marché passées : les entreprises à faible endettement ont levé des fonds lors de valorisations élevées, tandis que celles plus endettées l'ont fait en période de faible valorisation. Ainsi, le Market Timing prime sur la recherche d'un ratio cible ou d'un ordre hiérarchique de financement (Baker & Wurgler, 2002).

En résumé, le modèle de Myers et Majluf, complété par la théorie du Market Timing, révèle une hiérarchie de financement où l'autofinancement est préféré, suivi de la dette, puis des actions en dernier recours. Cette stratégie vise à limiter l'asymétrie d'information et la dilution du capital. Elle permet ainsi de préserver la valeur marchande de l'entreprise.

Conclusion

Ce chapitre a offert une analyse approfondie des déterminants de la structure du capital, en combinant les approches classiques et modernes. Il a d'abord mis en évidence les différentes sources de financement disponibles pour les entreprises, en distinguant les ressources internes, générées par l'activité, et les ressources externes, issues de parties prenantes extérieures. Cette distinction permet de mieux comprendre les choix stratégiques adoptés selon les besoins et les phases de développement de l'entreprise.

Ensuite, les théories classiques ont été examinées, notamment celles de Modigliani et Miller, la théorie du bénéfice net et la théorie du compromis statique. Ces approches soulignent l'importance des avantages fiscaux et des risques de faillite dans l'élaboration d'une structure de capital optimale, visant à minimiser le coût du capital et à maximiser la valeur de l'entreprise.

Enfin, les théories modernes ont enrichi cette analyse en intégrant des éléments plus réalistes, tels que l'asymétrie d'information, les conflits d'intérêts et les dynamiques propres au marché. Des théories comme celles de l'agence, du signal, du financement hiérarchique et du timing du marché apportent des perspectives complémentaires, mettant en lumière les facteurs comportementaux et stratégiques qui influencent les décisions financières.

En conclusion, la structure du capital d'une entreprise résulte d'un équilibre complexe entre des considérations économiques, fiscales, stratégiques et comportementales. La compréhension des théories classiques et modernes, ainsi que l'analyse des facteurs internes et externes, permettent d'éclairer les choix de financement et d'optimiser la gestion financière en vue de maximiser la valeur de l'entreprise.

**CHAPITRE II : L'IMPACT DE LA POLITIQUE
DE DISTRIBUTION DE DIVIDENDES ET LES
AUTRES DETERMINANTS SUR LA STRUCTURE
DU CAPITAL (REVUE DE LITTERATURE)**

Introduction

La politique de distribution de dividendes représente depuis longtemps un sujet central et controversé en finance d'entreprise. Elle suscite l'intérêt des chercheurs et des praticiens en raison de son influence potentielle sur la valeur de l'entreprise, les choix de financement et la structure de capital. Depuis les travaux fondateurs de Modigliani et Miller (1961), qui avancent la thèse de la neutralité des dividendes dans un monde parfait, plusieurs courants théoriques ont émergé pour mettre en évidence les effets réels de cette politique en présence d'imperfections de marché. Ainsi, la théorie d'agence, la théorie du signal, la fiscalité, ou encore l'approche du compromis financier ont successivement enrichi la compréhension des mécanismes sous-jacents à la distribution de dividendes.

Chaque année, les entreprises sont amenées à décider s'il convient de distribuer tout ou partie des bénéfices, ou au contraire de les réinvestir afin de soutenir la croissance. Ce choix stratégique influe non seulement sur la perception des investisseurs et la valeur boursière, mais également sur le niveau de financement interne disponible, et donc sur le recours à des ressources externes telles que l'endettement. À ce titre, la littérature s'est progressivement attachée à analyser l'impact de la politique de dividendes sur la structure du capital, en mobilisant divers cadres théoriques et méthodologies empiriques.

Par ailleurs, la structure du capital d'une entreprise ne dépend pas uniquement de ses choix en matière de dividendes. D'autres variables internes, telles que la rentabilité, la taille, la tangibilité des actifs, la liquidité, les opportunités de croissance ou encore le niveau de risque, jouent un rôle tout aussi déterminant dans les décisions de financement. Ces facteurs font l'objet d'un intérêt croissant dans la recherche académique, notamment pour comprendre les comportements différenciés selon les contextes économiques, réglementaires et sectoriels.

Ainsi, le présent chapitre s'organise autour de trois sections principales :

- Section 1 : la politique de distribution de dividendes : fondements théoriques
- Section 2 : L'impact de la politique de distribution de dividendes sur la structure du capital : Revue de la littérature
- Section 3 : Les autres déterminants de la structure du capital : Revue de la littérature

Section 1 : la politique de distribution de dividendes : fondements théoriques

La politique de distribution de dividendes (PDD) est une composante clé de la gestion financière, influençant la répartition des bénéfices entre les actionnaires et l'autofinancement. Cette section pose les bases théoriques de la PDD en explorant les notions fondamentales, les types de dividendes, le calendrier de paiement, et le rachat d'actions comme alternative. Nous examinerons également les différentes politiques de distribution et les modèles théoriques explicatifs des choix des entreprises en matière de dividendes.

1 Les notions de base de la politique de distribution de dividendes

1.1 Définition de l'action :

"Une action est un titre de propriété représentant une part du capital d'une société, donnant droit à des dividendes et à la participation aux décisions. Elle est négociable sur les marchés financiers et se décline principalement en actions ordinaires (avec droit de vote) et actions à dividende prioritaire (sans droit de vote mais à revenu garanti) "(Corhay et Mbangala, 2007, p 222).

1.2 Définition de dividende :

"Un dividende est la part des bénéfices distribuée aux actionnaires en contrepartie de leur investissement, selon la politique de distribution choisie par l'entreprise. Il peut être versé en numéraire ou en actions, et son attribution est décidée par l'Assemblée Générale. Cette politique équilibre entre rémunération des actionnaires et financement de la croissance." (Vialles, R. p. 43).

1.3 1.3 Définition de la politique de dividende :

- La politique de distribution de dividendes (PDD) désigne l'ensemble des décisions prises par une entreprise concernant le montant et la fréquence des dividendes versés aux actionnaires. Elle reflète la stratégie financière de l'entreprise et sa vision à long terme.
- Adediran et Alade (2013) ainsi que Nkobe (2013) définissent la politique de dividendes comme l'ensemble des stratégies adoptées par une entreprise pour déterminer le montant et les modalités de versement des dividendes.

- Selon Alii, Khan et Ramirez (1993), la politique de dividendes repose sur trois éléments fondamentaux : le montant à distribuer, la fréquence des paiements et la méthode de versement, qui peut être en numéraire ou sous d'autres formes.
- Bhattacharya (1979) considère le dividende comme un signal de la santé financière d'une entreprise. Les firmes rentables utilisent des dividendes élevés pour se distinguer de celles aux perspectives moins favorables.

1.4 Les différents types de dividendes :

Les dividendes peuvent être classés selon différents critères : leur nature, leur forme, leur fréquence et leur source (Aissani et Bou Ciki, 2016).

1.4.1 Selon la nature des dividendes :

Debondt et Thaler (1995) distinguent deux principales formes de distribution :

- Dividende en numéraire : Il s'agit d'une distribution en espèces issue des bénéfices de l'entreprise. Ross et Westerfield (2005) précisent que si le paiement provient d'autres sources que les bénéfices non distribués, il est qualifié de "distribution" plutôt que de "dividende".
- Dividende en actions : consiste en l'attribution de nouvelles actions proportionnelles aux parts détenues, permettant de préserver la trésorerie tout en augmentant le capital social. Cependant, il dilue les bénéfices par action et s'applique principalement à certaines formes sociales (Ross et Westerfield, 2005).

1.4.2 Selon la forme des dividendes :

D'après Ross et Westerfield (2005, p. 547), il existe quatre formes de dividendes :

- Dividende régulier : Versé périodiquement (trimestriel, semestriel ou annuel), il reflète une politique de distribution stable.
- Dividende supplémentaire : S'ajoute au dividende régulier en cas de bénéfices exceptionnels.
- Dividende spécial : Paiement ponctuel lié à des liquidités excédentaires ou à une opération financière exceptionnelle.

- Dividende de liquidation : Distribué lors de la cessation d'activité ou de la vente d'actifs majeurs, impactant directement le capital social.

1.4.3 Selon la source des fonds :

Les dividendes peuvent également être distingués en fonction de leur origine

- Dividende classique : Calculé à partir des bénéfices disponibles et réparti entre les actionnaires.
- Dividende prioritaire : Réservé aux détenteurs d'actions prioritaires, offrant un rendement supérieur mais sans droit de vote.
- Dividende exceptionnel : Distribué en cas de circonstances particulières (excédent de trésorerie, cession d'actifs).
- Acompte sur dividende : Paiement anticipé avant l'approbation des comptes par l'assemblée générale.
- Dividende majoré : Prime supplémentaire (jusqu'à 10 %) pour les actionnaires fidèles.

1.5 Les mesures de la distribution de dividende :

La politique de distribution de dividendes se mesure principalement par le taux de distribution, qui indique la part des bénéfices versée aux actionnaires, et par le rendement de l'action, reflétant la performance en dividendes (Dividend Yield).

1.5.1 Le taux de distribution des dividendes (Dividend Payout Ratio) :

Selon Aissani et Bou Ciki (2016), le taux de distribution des dividendes représente le pourcentage des bénéfices nets après impôts versés aux actionnaires sous forme de dividendes. Il se calcule comme suit :

$$\text{Taux de distribution} = \frac{\text{Dividendes}}{(\text{Résultat net} + \text{report à nouveau})_{t-1}}$$

Le taux de distribution des dividendes (TDD) mesure la part des ressources disponibles allouée aux dividendes, incluant le bénéfice net et le report à nouveau. Il reflète la politique financière entre redistribution et financement de la croissance. Généralement, le TDD est faible en phase de croissance et augmente en phase de maturité.

1.5.2 Le rendement de l'action (Dividend Yield)

Le rendement de l'action mesure le rapport entre le montant des dividendes versés par action et le cours de l'action. Il est calculé comme suit :

$$\text{Rendement d'une action} = \frac{\text{montant annuel des dividendes versés par action}}{\text{Le cours de l'action}}$$

- Selon Jain et al. (2013), le rendement du dividende reflète à la fois les dividendes perçus et l'appréciation du cours de l'action. Un rendement élevé peut indiquer soit des bénéfices importants permettant de fortes distributions, soit un cours d'action bas, signalant un risque accru.

Le rendement total attendu par action inclut à la fois le rendement des dividendes et la plus-value (ou moins-value) réalisée sur le cours de l'action :

$$\text{Rendement total attendu par action} = \text{rendement de l'action} + \text{plus} - \text{value}$$

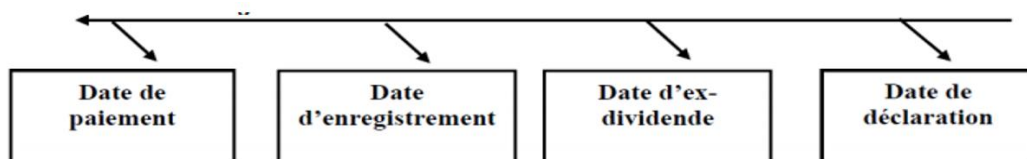
Certains investisseurs utilisent le rendement de l'action comme un indicateur de risque, privilégiant les actions à rendement élevé pour leur potentiel de revenus stables.

1.6 La chronologie de paiement des dividendes (Calendrier du dividende)

La fréquence de versement des dividendes varie selon les pays : aux États-Unis, les entreprises versent généralement des dividendes trimestriels, tandis que dans d'autres régions, ce versement est souvent semestriel ou annuel (Damodaran, 2014, p. 438).

Le versement des dividendes suit un calendrier structuré autour de quatre dates clés, garantissant transparence et efficacité dans la distribution aux actionnaires. Ce processus permet aux investisseurs de suivre et anticiper les paiements. Il clarifie également les étapes essentielles liées à la répartition des bénéfices.

Figure 15: Les dates de base de la distribution de dividendes.



Source : Al-Zubaidi, H. M., 2004, Fondements du système financier et économie des marchés financiers, p. 874.

1.6.1 La date de déclaration du dividende :

La date de déclaration est le jour où le conseil d'administration annonce officiellement le versement d'un dividende, en précisant ses modalités (montant, dates clés). Elle est aussi appelée « date d'annonce » et marque la dernière échéance pour exercer certaines options liées à l'action

1.6.2 La date ex-dividende

La date ex-dividende est le jour à partir duquel l'achat d'une action ne donne plus droit au dividende annoncé. Elle précède généralement de deux jours ouvrables la date d'enregistrement et s'accompagne souvent d'une baisse du cours équivalente au montant du dividende.

1.6.3 La date de clôture du registre des actionnaires

Également appelée date d'enregistrement, il s'agit du jour où l'entreprise clôture son registre des actionnaires. Seuls les investisseurs inscrits dans ce registre à cette date seront reconnus comme éligibles pour percevoir le dividende.

1.6.4 La date de paiement

La date de paiement est le jour où l'entreprise verse le dividende aux actionnaires enregistrés, généralement en numéraire. Ce versement intervient souvent jusqu'à un mois après la date ex-dividende.

1.7 Le Rachat d'Actions : Une Alternative à la Distribution des Dividendes

Le rachat d'actions constitue une alternative croissante à la distribution de dividendes, permettant de rémunérer les actionnaires tout en influençant positivement le cours de l'action. Jiraporn (2006) souligne qu'aux États-Unis, entre 1985 et 1996, les rachats ont bondi de 650%, contre seulement 50 % pour les dividendes.

1.7.1 Les Différentes Formes de Rachat d'Actions :

Les entreprises ont plusieurs options pour racheter leurs actions :

- **Rachat sur le marché ouvert (Open Market Share Repurchase - OMR) :**

Permet à l'entreprise de racheter ses actions en bourse de façon flexible, sans engagement sur un volume précis.

- **Offre publique de rachat à prix fixe (Fixed-Price Tender Offer - FPT)** : permet à l'entreprise de racheter ses actions à un prix prédéterminé, souvent avec une prime, les rachats étant proratisés en cas de sursouscription.
- **Offre d'enchères néerlandaises (Dutch Auction Tender Offer - DA)** : l'entreprise propose une fourchette de prix, et rachète les actions au prix le plus bas permettant d'atteindre le volume cible, selon les offres des actionnaires. (Vermaelen, 2005, p. 254)
- **Rachat ciblé (Targeted Stock Repurchase - TCR)** : consiste à acquérir les actions d'un actionnaire précis, généralement dans le but de prévenir une tentative de prise de contrôle hostile (Damodaran, 2006, p. 498).
- **Distribution de droits de vente transférables (Transferable Put-Rights - TPR)** :

Permet aux actionnaires de céder leurs actions à un prix fixé à l'avance pendant une période donnée, offrant ainsi une option de liquidité supplémentaire (Espen Eckbo, 2008, p. 45).

1.7.2 Les Motivations du Rachat d'Actions (Damodaran, 2006, p. 498) : le rachat d'actions poursuit plusieurs objectifs stratégiques :

- Le rachat optimise la structure du capital en augmentant l'endettement.
- Il augmente le bénéfice par action en réduisant le nombre d'action.
- Il signale que l'action est sous-évaluée, attirant les investisseurs.
- Il protège contre les OPA hostiles en réduisant les actions disponibles.
- Il offre plus de flexibilité financière sans engagement régulier.

1.7.3 Les Avantages du Rachat d'actions :

Pour l'entreprise :

- Flexibilité financière selon les flux de trésorerie (Damodaran, 2006, p. 498).
- Soutien du cours de l'action en cas de baisse (Vermaelen, 2005, p. 254).
- Avantages fiscaux, souvent moins taxés que les dividendes (Eckbo, 2008, p. 45).

Pour les actionnaires :

- Distribution sélective aux actionnaires souhaitant vendre (Jiraporn, 2006).
- Optimisation fiscale grâce à une taxation moindre des plus-values (Brigham & Houston, 2009, p. 477).

1.7.4 Les Effets du Rachat d'Actions (Aswath Damodaran, Op.cit, 2006, p 498) :

- Le rachat réduit la trésorerie de l'entreprise car il utilise des liquidités pour racheter les actions.
- L'annonce du rachat peut faire monter le cours de l'action en signalant confiance et attractivité
- Contrairement aux dividendes, seuls les actionnaires qui vendent leurs actions lors du rachat en bénéficient.

1.7.5 Le choix entre dividendes et rachat d'actions : Le choix entre ces deux modes de distribution dépend de plusieurs critères :

- La fiscalité : Les actionnaires peuvent préférer les rachats si les gains en capital sont moins imposés que les dividendes.
- La stabilité des flux de trésorerie : Les entreprises avec des flux stables privilégient les dividendes, tandis que celles avec des flux incertains optent pour les rachats.
- La structure de l'actionnariat : Les entreprises avec un actionnariat dispersé ont tendance à recourir davantage aux rachats.

1.7.6 Les inconvénients du rachat d'actions :

- Le rachat diminue la trésorerie et les capitaux propres, ce qui représente un coût financier.
- Il peut y avoir des conflits d'intérêts si les dirigeants manipulent le cours de l'action pour leurs options.
- Le rachat envoie un signal moins clair que les dividendes sur les perspectives futures de l'entreprise.

2 Les différents types de la politique de distribution de dividendes (PDD)

Différents types de politiques de dividendes existent, reflétant les choix stratégiques des entreprises selon leur situation financière et leurs objectifs :

2.1 La Politique de dividende stable

L'entreprise verse un dividende fixe ou légèrement ajusté, indépendamment des bénéfices à court terme, pour assurer confiance et stabilité aux investisseurs. (Lintner (1956) ; Mondher Bellalah).

2.2 La Politique de dividende résiduel

Le dividende est distribué uniquement après avoir financé tous les projets d'investissement rentables, les bénéfices non utilisés étant versés aux actionnaires. (Lease, John, Kalay & Sarig ,2000 ; Rubner ,1966).

2.3 La Politique du ratio de distribution constant

Un pourcentage fixe des bénéfices est distribué chaque année, ce qui fait varier le dividende selon la performance de l'entreprise. (Lintner (1956) et Mondher Bellalah.)

2.4 Distribution de la totalité des bénéfices

L'entreprise verse l'intégralité de ses bénéfices sous forme de dividendes, ce qui limite sa capacité d'autofinancement à long terme. (Rubner ,1966)

2.5 Absence de distribution de dividendes

Clarkson et Elliot (1966) soutiennent que Certaines entreprises choisissent de ne pas verser de dividendes, estimant que la redistribution est un luxe que ni elles ni leurs actionnaires ne peuvent se permettre.

2.6 La Politique opportuniste

Le versement du dividende dépend des opportunités d'investissement ; il est versé en l'absence de projets rentables, sinon réduit ou suspendu, ce qui peut créer de la volatilité.

2.7 La Politique de participation directe

Le dividende correspond à une fraction variable des bénéfices, fluctuant selon la rentabilité annuelle, mais cette instabilité limite son usage (Rubner ,1966)

3 Les modèles fondamentaux de la politique de distribution des dividendes :

Ils existent 4 principaux modèles montrant comment les entreprises fixent leur politique de dividendes

3.1 Le modèle de Lintner (1956) — Modèle d'ajustement partiel :

John Lintner a établi les bases de la recherche sur les politiques de distribution des dividendes en 1956, en étudiant 28 entreprises sur une période de 7 ans, de 1947 à 1953.

Dans son analyse du comportement des gestionnaires, Lintner (1956) a montré que les managers adoptent une politique de lissage des dividendes en visant un taux de distribution cible à long terme. Ils ajustent progressivement les dividendes pour éviter toute baisse, car la stabilité est valorisée par les actionnaires. Une réduction des dividendes est perçue négativement par les marchés et peut nuire à l'entreprise. Ainsi, la politique de dividende privilégie la continuité et la prudence.

Ainsi, Les gestionnaires privilégient une politique de distribution prudente et stable, avec un taux de distribution soutenable à long terme. Toute augmentation de dividende est donc faite avec précaution, même en périodes difficiles.

Le modèle de Lintner est un « modèle d'ajustement partiel » où les dividendes s'adaptent lentement aux bénéfices, évitant toute baisse brutale :

$$\Delta D_t = \alpha + c \times (D^* - D_{t-1}) + et$$

Où :

- ΔD_t représente la variation du dividende entre deux périodes ;
- α est une constante ;
- c est le coefficient d'ajustement (vitesse d'ajustement) ;
- D^* correspond au dividende cible, calculé comme suit : $D^* = r \times Pt$ où r est le taux de distribution cible et Pt les bénéfices courants ;
- D_{t-1} désigne le dividende distribué lors de la période précédente ;

- *et* est un terme d'erreur aléatoire.

Le modèle implique une politique de dividendes stable et progressive, ajustant partiellement le dividende selon l'écart entre le dividende cible et passé, avec prise en compte des fluctuations imprévues.

En conséquence, dividende distribué dépend principalement du dividende passé (D_{t-1}), des bénéfices courants (P_t) du taux de distribution cible (r). Sur le long terme, il reflète les bénéfices futurs et le ratio cible fixé par l'entreprise (Lintner, J, 1956, pp. 97-113).

3.2 Le modèle de Gordon & Shapiro (1959) — Modèle "Bird in Hand"

Le modèle de Gordon & Shapiro (1959), dit "Bird in Hand", suppose que les investisseurs, averses au risque, préfèrent les dividendes aux gains en capital. Les dividendes croissent à un taux (g) inférieur au taux d'actualisation (k) exigé. Ce modèle explique que la politique de dividende influence directement la valeur de l'action.

Basé sur ces hypothèses, Gordon (1959) a déterminé le prix de l'action (P_0) comme suit :

$$P_0 = \frac{D_1}{k-g}$$

Où :

- D_1 représente le dividende payé en période 1
- g est le taux de croissance du dividende
- k est le taux d'actualisation exigé par l'actionnaire

Pour Gordon (1959), le taux de rendement exigé est inversement lié au dividende versé, ce qui fait que la politique de dividende impacte directement le prix de l'action. La valeur d'un actif financier correspond à la somme actualisée de ses revenus futurs. Ainsi, la valorisation d'une action dépend des dividendes futurs anticipés.

3.3 Le modèle de Walter (1956) — Modèle de la rentabilité différenciée

Selon James E. Walter, la politique de dividende définit le taux de rétention des bénéfices, qui constitue la principale source de financement interne de l'entreprise, impactant ainsi sa structure financière globale. Walter considère le dividende comme un paiement résiduel, distribué

uniquement si les opportunités d'investissement rentables sont insuffisantes. La décision de distribution dépend de la comparaison entre la rentabilité des projets d'investissement et le coût du capital : les bénéfices sont d'abord réinvestis, puis distribués en dividendes en cas de surplus.

Walter suppose pour sa modélisation que :

- Le taux de capitalisation (k) exigé par le marché est constant.
- Le financement des investissements s'effectue en priorité par autofinancement.
- Le dividende par action ne doit en aucun cas dépasser le bénéfice par action.

La valeur de marché de l'action (P) est donnée par la formule suivante :

$$P = \frac{D + \frac{R(B-D)}{k}}{k}$$

Où :

D : est le dividende par action ; B : est le bénéfice par action ; R : est le taux de rentabilité des investissements ; k : est le taux de rentabilité exigé par le marché

L'approche de Walter (1956) est critiquée pour sa simplicité et son hypothèse extrême de distribution à 0 % ou 100 %, ce qui est peu fréquent en pratique. Elle ignore également l'existence de politiques de dividendes indépendantes des seules opportunités d'investissement, contrairement à Lintner (1956) et Brav, Graham, Harvey et Michaely (2003).

Malgré ses limites, le modèle de Walter (1956) reste clé pour comprendre l'impact de la distribution des bénéfices sur la valeur de l'action et la richesse des actionnaires.

3.4 Le modèle de Kalay (1980) — Modèle de signalisation

Le modèle de Kalay (1980), basé sur la théorie de signalisation, montre que les entreprises utilisent les dividendes pour transmettre de l'information aux investisseurs sur leur performance future. En distinguant les firmes de type A (performantes) et B (moins performantes), Kalay explique que seules les bonnes entreprises peuvent maintenir des dividendes élevés de façon crédible, car les mauvaises ne peuvent imiter ce comportement sans se pénaliser financièrement. Ce mécanisme permet aux investisseurs de différencier les firmes malgré l'asymétrie d'information.

La valeur de l'entreprise au temps 0 (V_0) est donnée par :

$$V_0 = \frac{qa + (1-q)b}{1+r} \text{ avec } V_0^A > V_0^B$$

Où :

- a est le revenu total de la firme A au temps 1
- b est le revenu total de la firme B au temps 1 (avec $a > b$)
- q est la proportion des firmes de type A
- r est le taux d'actualisation

Système d'intéressement des managers :

Le revenu des managers (M) est γ_0 configuré comme suit :

$$M = (1+r) \gamma_0 V_0 + \gamma_1 \begin{cases} V_1 & \text{si } V_1 > D_0 \\ V_1 - \frac{L}{\gamma_1} & \text{si } V_1 < D_0 \end{cases}$$

Où :

- D_0 est le dividende annoncé en t_0
 - V_0 et V_1 sont les valeurs de l'entreprise aux temps 0 et 1 respectivement
 - L est la pénalité imposée au manager si le dividende payé est supérieur au bénéfice réalisé
 - γ_0 et γ_1 sont des constantes positives
- **Équilibre du modèle :** Le modèle de Kalay (1980) établit un équilibre où les firmes performantes (type A) versent des dividendes supérieurs à un seuil critique pour se différencier. Les firmes moins performantes (type B) n'ont pas intérêt à imiter ce signal en raison du coût élevé. Toutefois, la stabilité de cet équilibre reste fragile si certains actionnaires peuvent vendre précocement leurs actions.

4 Le cadre juridique et fiscal de la distribution de dividendes en Algérie

La distribution de dividendes représente un élément clé de la relation entre les entreprises et leurs actionnaires. En Algérie, ce processus est encadré par un ensemble de lois et de réglementations juridiques concernant la distribution dividendes, la cessions d'actions et des parts sociales et fiscales sur les dividendes et les plus-values.

4.1 Cadre juridique de la distribution des dividendes

Conformément à l'article 723 du Code de commerce algérien, après l'approbation des comptes annuels et la constatation de l'existence de sommes distribuables, l'assemblée générale des actionnaires détermine la part des bénéfices à distribuer sous forme de dividendes.

Le conseil d'administration peut également décider de verser des acomptes sur dividendes avant l'approbation des comptes de l'exercice, à condition que la société dispose de réserves autres que la réserve légale ou qu'un bilan certifié par un commissaire aux comptes fasse apparaître des bénéfices suffisants.

La mise en paiement des dividendes doit intervenir dans un délai maximal de neuf mois après la clôture de l'exercice, sauf prorogation accordée par décision de justice.

4.2 Fiscalité des dividendes et des plus-values

4.2.1 Définition des revenus distribués

Selon l'article 46 du Code des impôts directs et taxes assimilées (CIDTA), les revenus distribués comprennent notamment :

- Les bénéfices ou produits non mis en réserve ou incorporés au capital ;
- Les sommes ou valeurs mises à la disposition des associés, actionnaires ou porteurs de parts et non prélevées sur les bénéfices ;
- Les produits des fonds de placement ;
- Les prêts, avances ou acomptes mis à la disposition des associés ;
- Les rémunérations, avantages et distributions occultes ;

- Les rémunérations versées aux associés ou dirigeants qui ne rétribuent pas un travail ou un service réel ou dont le montant est exagéré ;
- Les jetons de présence et tantièmes alloués aux administrateurs ;
- Les bénéfices transférés à une société étrangère non résidente par sa succursale établie en Algérie.

4.2.2 Taux de l'impôt sur les bénéfices des sociétés (IBS)

Conformément à la Loi de finances pour 2024, les taux de l'IBS sont les suivants :

- 19 % pour les activités de production de biens ;
- 23 % pour les activités de bâtiment, de travaux publics et d'hydraulique, ainsi que les activités touristiques et thermales (à l'exclusion des agences de voyages) ;
- 26 % pour les autres activités.

En cas d'exercice concomitant de plusieurs activités, les personnes morales doivent tenir une comptabilité séparée pour chaque activité afin de déterminer la quote-part des bénéfices à laquelle le taux approprié de l'IBS s'applique. Le non-respect de cette obligation entraîne l'application systématique du taux de 26 %.

4.2.3 Imposition des dividendes distribués

- **En matière d'IBS** : Les revenus provenant de la distribution des bénéfices déjà soumis à l'IBS ou expressément exonérés n'intègrent pas l'assiette de l'IBS, à condition qu'ils aient été régulièrement déclarés.
- **En matière d'IRG** : Les dividendes perçus par des personnes physiques résidentes sont soumis à une retenue à la source au taux de 15 %, libératoire de l'impôt sur le revenu global. Les dividendes perçus par des personnes physiques non résidentes sont également soumis à une retenue à la source de 15 %, sauf disposition contraire d'une convention fiscale.
- **Sociétés mères et filiales** : Les dividendes perçus par une société mère au titre de sa participation dans le capital de ses filiales sont exonérés de l'IBS, à condition que les participations croisées ne soient pas autorisées.

4.2.4 Imposition des plus-values

- **Pour les personnes résidentes** : Les plus-values résultant de la cession de parts ou d'actions sont imposées à l'IBS à hauteur de 70 % pour les plus-values à court terme (titres détenus depuis trois ans ou moins) et 35 % pour les plus-values à long terme (titres détenus depuis plus de trois ans). Pour les personnes physiques, ces plus-values sont soumises à un impôt libératoire au taux de 15 %, avec exonération possible en cas de réinvestissement.

- **Pour les personnes non résidentes** : Les plus-values de cession de titres sont soumises à une retenue à la source au taux de 20 %, libératoire de l'impôt, avec un abattement de 50 % sur le montant imposable pour les sociétés de capital investissement non résidentes.

Section 2 : Impact de la politique de distribution de dividendes sur la structure du capital : Revue de la littérature

La politique de distribution de dividendes constitue un levier stratégique de gestion financière ayant des répercussions directes sur la structure du capital des entreprises. En effet, le choix de verser ou non des dividendes influence non seulement les ressources internes disponibles, mais également les besoins de financement externe, notamment l'endettement. Cette section propose une revue des principales théories et études empiriques explorant cette relation, avant de présenter le cadre juridique et fiscal régissant la distribution de dividendes en Algérie.

1 Les différentes théories de la PDD

La politique de distribution des dividendes constitue un enjeu central en finance d'entreprise depuis les travaux fondateurs de Miller et Modigliani (1961, p. 411-433). Bien que leur modèle théorique postule la neutralité des dividendes sur la valeur de l'entreprise, les observations empiriques révèlent une divergence significative, suscitant un débat académique autour de deux courants majeurs :

1. La neutralité des dividendes (Marchés parfaits).
2. La non-neutralité (Impact des imperfections de marché).

1.1 La Thèse de Neutralité (Modigliani & Miller, 1961, p. 411-433)

Dans un marché parfait (absence de taxes, coûts de transaction, et asymétrie d'information), la politique de dividende est neutre : elle n'affecte pas la valeur de l'entreprise.

Hypothèses Clés :

- Marchés financiers parfaits : Information symétrique, coûts de transaction nuls, fiscalité uniforme (p. 412).
- Rationalité des investisseurs : Indifférence entre dividendes et gains en capital (p. 413).
- Avenir certain : Bénéfices et investissements futurs parfaitement connus (p. 414).

Modèle Mathématique :

La Valeur de l'entreprise à la période t est donnée par :

$$V(t) = \frac{X(t) - I(t) + V(t+1)}{1 + \rho(t)}$$

Où :

X(t): Profit net de la période; I(t) = Investissement de la période t ; $\rho(t)$ = Taux de rendement exigé

Implications :

- Les dividendes D(t) n'apparaissent pas dans l'équation : la valeur dépend uniquement des flux de trésorerie et des investissements (p. 418).
- Toute augmentation des dividendes est compensée par une émission d'actions nouvelles, laissant la richesse des actionnaires inchangée (p. 419).

1.2 Les Théories de Non-Neutralité

En réalité, les marchés sont imparfaits. Trois facteurs principaux remettent en cause la neutralité :

1.2.1 L'Impact de la Fiscalité (Elton & Gruber, 1970, p. 453-455)

Les dividendes et gains en capital sont taxés différemment, influençant les préférences des investisseurs.

- **Modèle d'Elton & Gruber (1970) :**

$$\frac{P_b - P_a}{D} = \frac{1 - t_d}{1 - t_g}$$

Où :

P_b, P_a = prix avant /après détachement du dividende

t_d, t_g = Taux d'imposition sur dividendes et plus-values

Si :

$P_b - P_a = D$ L'investisseur marginal est indifférent entre dividendes et plus-values

$P_b - P_a < D$ L'investisseur marginal est plus fortement taxé sur les dividendes

$P_b - P_a > D$ L'investisseur marginal est plus fortement taxé sur les plus-values

➤ Effet de Clientèle :

Hypothèse de l'effet fiscal de clientèle suggère que les investisseurs se divisent en deux catégories en fonction de leurs préférences fiscales :

- Investisseurs à orientation capital : Ces investisseurs préfèrent les gains en capital, souvent des actionnaires à revenu moyen ou élevé.
- Investisseurs à orientation revenu : Ces investisseurs préfèrent les dividendes, généralement des personnes ayant besoin d'un revenu régulier, comme les retraités.

Selon Miller et Modigliani (1961), la clientèle d'investisseurs n'affecte pas la valorisation de l'entreprise, bien que des études soulignent l'impact fiscal entre dividendes et gains en capital.

Brav (2005) notent que les dirigeants connaissent ces préférences, mais ne les intègrent pas dans leurs décisions. Ainsi, la fiscalité influence la politique de dividende sans en expliquer pleinement les changements.

1.2.2 La Théorie des Coûts d'Agence (Jensen & Meckling, 1976, p. 305-360 ; Rozeff, 1982, p. 36-37)

➤ Conflits :

La théorie d'agence analyse les conflits d'intérêts entre actionnaires, dirigeants et créanciers, dus à la séparation entre propriété et gestion. Ces conflits génèrent des coûts d'agence liés aux divergences d'objectifs et à l'asymétrie d'information, qu'il convient de réduire pour une gouvernance efficace.

➤ Relation d'agence et conflits d'intérêts

Une relation d'agence correspond à un contrat où le principal délègue une mission à un agent en lui accordant un pouvoir décisionnel. En théorie, l'agent agit pour le principal, mais en réalité, il poursuit souvent ses propres intérêts, créant ainsi des conflits, notamment entre :

- **Dirigeants et actionnaires** : les dirigeants peuvent adopter des décisions opportunistes au détriment des actionnaires.
- **Dirigeants/actionnaires et créanciers** : les actionnaires peuvent prendre des risques excessifs ou détourner les ressources des créanciers pour leur propre profit.

➤ Politique de dividende et coûts d'agence

La distribution de dividendes aide à réduire les coûts d'agence en :

- Renforçant le contrôle externe en contraignant l'entreprise à recourir au financement externe.
- Signalant l'engagement des dirigeants envers les actionnaires par des versements réguliers.

Dans son modèle, Rozeff (1982) montre une relation négative entre dividendes et participation managériale, tandis que Lewellen (1981) observe une relation positive avec l'intéressement global. Pour Easterbrook (1984), la politique de dividende permet de réduire les coûts d'agence en alignant les intérêts des acteurs.

➤ **Conflits liés à la dette :**

Les conflits entre actionnaires/dirigeants et créanciers proviennent d'objectifs divergents : versement excessif de dividendes, sous-investissement, ou non-respect des clauses. Pour les réduire, Myers (1977) et Jensen & Meckling (1976) recommandent des clauses restrictives et garanties spécifiques. Titman & Wessels (1988) montrent que plus les immobilisations sont élevées, moins l'entreprise est exposée à ces conflits. Alli et al. (1993) constatent qu'une forte tangibilité est liée à un niveau de dividendes plus élevé.

En somme, la théorie d'agence met en évidence l'importance de mécanismes tels que la politique de dividende pour minimiser les coûts liés aux conflits entre parties prenantes tout en favorisant une gouvernance efficace.

1.2.3 La Théorie du Signal (Bhattacharya, 1979, p. 8-9 ; Miller & Rock, 1985, p. 171)

La théorie du signal (Bhattacharya, 1979 ; Miller & Rock, 1985) explique que les dirigeants utilisent les dividendes pour informer les investisseurs sur la santé future de l'entreprise, réduisant ainsi l'asymétrie d'information. Les variations de dividendes envoient des signaux positifs ou négatifs impactant le cours de l'action.

Cependant, Les études empiriques sont contrastées : Allen et Michaely (2003) montrent que la signalisation n'est pas la principale motivation des changements de dividendes, tandis que De Angelo et al. (2008) soulignent l'importance des coûts d'agence et de la stabilité financière dans ces décisions.

Filbeck (2009) confirme que les changements de dividendes influencent généralement le cours boursier, reflétant les perspectives et bénéfices futurs de l'entreprise, soutenant ainsi partiellement la théorie du signal.

Les enquêtes montrent que la majorité des dirigeants pensent que les dividendes communiquent des informations importantes (Baker et al., 2011), bien que Farre-Mensa (2014) relève des preuves plus limitées selon certains contextes.

1.2.4 Théorie du compromis (Trade-off Theory - TOT)

La théorie du compromis (Trade-off Theory), proposée par Elton et Gruber (1970), postule que les entreprises recherchent un équilibre optimal entre les avantages et les inconvénients de l'endettement et de la distribution de dividendes.

➤ Principes fondamentaux

- Avantages fiscaux de la dette : Les entreprises bénéficient d'un bouclier fiscal grâce à la déductibilité des intérêts, réduisant ainsi leur coût du capital (Modigliani & Miller, 1963).
- Distribution de dividendes et financement : Les entreprises stables peuvent verser des dividendes tout en utilisant la dette pour profiter des économies d'impôts, sans compromettre leur santé financière.
- Coûts associés : Un endettement excessif augmente le risque de faillite, tandis qu'une politique de dividendes trop généreuse peut limiter les capacités d'investissement.

➤ Arguments favorables :

- DeAngelo et Masulis (1980) confirment que les entreprises ajustent leur structure de capital en fonction des bénéfices fiscaux et des coûts de faillite.
- Graham et Harvey (2001) observent que les dirigeants prennent en compte les avantages fiscaux dans leurs décisions financières.

➤ Limites :

- Myers (1984) souligne que la théorie néglige les problèmes d'asymétrie d'information, mis en avant par la "Pecking Order Theory".
- Fama et French (2002) constatent que de nombreuses entreprises ne respectent pas un ratio d'endettement optimal, remettant en cause l'universalité de la TOT.

2 Les études empiriques :

- **L'étude de Eloundoud & Chi, 2024, "The effects of Dividend Policy on Capital Structure of companies in Cameroon"**

Cette étude, menée au Cameroun sur un échantillon de 444 entreprises, analyse l'impact de la politique de dividendes sur la structure du capital à l'aide d'une régression linéaire via la méthode des moindres carrés triples en trois étapes (Three-Stage Least Squares – 3SLS). Cette approche permet de modéliser des équations simultanées tout en corrigeant les biais potentiels liés à l'endogénéité des variables.

Les principaux résultats révèlent :

- Une relation négative significative entre la politique de dividendes et la structure du capital : une augmentation de 1% du taux de distribution des dividendes entraîne une réduction de 1.69% du ratio d'endettement.
- Des variations sectorielles notables :
 - Dans le secteur tertiaire (représentant 85.6% de l'échantillon), l'impact négatif est le plus marqué (-1.25%)
 - Le secteur secondaire (11.3%) montre un effet négatif plus modéré

Le secteur primaire (3.1%) ne présente aucune relation significative

- **L'étude de Ghasemi M., Razak N. A.B. et Muhamad J. « 2018 »**

Cette étude est menée en Malaisie sur un échantillon de 267 entreprises cotées en bourse sur la période de 2006 à 2014, ce qui en fait une étude dynamique. L'objectif principal est d'analyser la relation entre la politique de dividende et la structure du capital en considérant les dividendes comme une variable endogène dans un modèle à équations simultanées. Dans ce papier, la structure financière est mesurée principalement par le niveau d'endettement, tandis que la politique de dividende est mesurée par le montant distribué. Les résultats indiquent une relation positive entre les dividendes et l'endettement, ce qui signifie que les entreprises malaisiennes ayant une politique de distribution de dividendes active ont tendance à recourir davantage à l'endettement.

- **L'étude de Asad Abbas, Shujahat Haider Hashmi, Dr. Anwar Fazal Chishti « 2016»**

Dans cette étude empirique réalisée au Pakistan sur un échantillon de 100 entreprises manufacturières durant la période 2006–2011, les auteurs analysent la relation entre la politique de distribution de dividendes et la structure du capital, en s'appuyant sur des données de panel et un modèle à équations simultanées estimé par la méthode des moindres carrés en deux étapes (2SLS). Les résultats révèlent une relation positive et significative entre le taux de distribution des dividendes et le niveau d'endettement des entreprises (coefficient de 18,06, p-value de 0,003).

- **L'étude de Ni Putu Ayu Karismawati et Anak Agung Gede Suarjaya « 2020 »**

Cette recherche empirique examine l'impact de la politique de dividendes sur la structure du capital des entreprises indonésiennes cotées en bourse. L'analyse porte sur un échantillon de 88 entreprises sur la période 2017-2018, utilisant la méthode des moindres carrés multiples. Les résultats révèlent une relation positive et significative au seuil de 1% ($t = 6,747 > t(\text{table}) = 1,65376$) entre la politique de dividendes et la structure du capital : une augmentation de 1% du taux de distribution des dividendes entraîne une hausse de 0,006% du ratio d'endettement (Dettes/Capitaux propres).

- **Étude de Basil Al-Najjar « 2011 »**

Cette étude analyse l'influence de la politique de dividendes sur la structure du capital en s'appuyant sur un échantillon de 86 entreprises jordaniennes sur la période 1994-2003. Les résultats indiquent une relation négative mais non significative entre le ratio de distribution des dividendes (DPO) et le levier financier (coefficient : -0,0002 ; p-value : 0,9683), suggérant une absence d'impact direct des dividendes sur le niveau d'endettement dans ce contexte. Toutefois, l'analyse met en évidence des effets indirects à travers deux canaux principaux : (1) une rentabilité des fonds propres (ROE) corrélée négativement au levier financier ($p < 0,01$), ce qui corrobore la théorie du financement hiérarchisé (pecking order theory), et (2) une association positive entre les actifs tangibles et l'endettement ($p < 0,01$), ces actifs jouant un rôle de garanties. Ces résultats s'expliquent en partie par les caractéristiques spécifiques du marché jordanien, notamment une forte concentration de la propriété institutionnelle (68,18 %), qui contribue à atténuer les conflits d'agence.

- **L'étude de Sherif El-Halaby, Mohammed Alzunaydi et Mahmoud El-Ghazaly « 2018 »**

Cette étude empirique vise à analyser les déterminants de la structure du capital et de la politique de dividendes dans le contexte du marché saoudien. Les chercheurs ont utilisé un échantillon de 91 entreprises non financières cotées sur le marché boursier saoudien (Tadawul) sur la période 2012-2016. Deux modèles économétriques ont été employés : une régression des moindres carrés ordinaires (OLS) pour la structure du capital et une régression logistique (LR) pour la politique de dividendes.

Les résultats de l'analyse OLS révèlent une relation négative et significative entre le niveau d'endettement (levier) et les dividendes, avec un coefficient de -2,548 et une significativité au seuil de 10,3%. Cela suggère que les entreprises saoudiennes qui distribuent des dividendes ont tendance à réduire leur recours à l'endettement, conformément à la théorie de l'agence, où les dividendes limitent les flux de trésorerie disponibles et incitent à une utilisation plus prudente de la dette.

Cependant, l'étude note également que cette relation n'est pas toujours robuste dans tous les modèles testés. Par exemple, la régression logistique (Block 2) montre une relation négative mais non significative entre le levier (lev) et les dividendes, avec un coefficient de -0,008 et une p-value de 0,552.

En conclusion, bien que l'impact des dividendes sur la structure du capital soit partiellement confirmé, son importance varie selon les spécifications du modèle

- **L'étude de Aboubakar Mfopain « 2015 »**

Cette étude empirique étudie de manière approfondie les déterminants de la structure financière des PME camerounaises dans un contexte de marché financier sous-développé. L'analyse porte sur un échantillon de 62 PME camerounaises, avec un focus sur l'impact des dividendes sur la structure du capital.

Les résultats de l'analyse multivariée révèlent une relation négative et significative entre le taux de distribution des dividendes et le niveau d'endettement des entreprises. Plus précisément :

- Le taux de distribution des dividendes contribue à hauteur de 20,8% à l'explication des variations du taux d'endettement financier.
- Cette relation est confirmée par un coefficient de -0,482 (significatif à 1%), indiquant qu'une augmentation des dividendes distribués s'accompagne d'une réduction de l'endettement.
- **L'étude d'Archana Shahi « 2019 »**

Cette étude empirique a pour but d'examiner l'impact de la politique de dividendes sur la structure du capital des entreprises indiennes. Pour ce faire, les chercheurs ont utilisé les données de 87 entreprises cotées à la Bourse de Bombay (BSE500), issues des secteurs bancaire, technologique et financier, sur la période 2001-2015, divisée en deux sous-périodes : avant la crise financière (2001-2009) et après la crise (2009-2015).

- Résultats Clés par Secteur :

➤ **Banques :**

- Relation négative : les dividendes réduisent l'endettement.
- Explication : Priorité aux fonds propres pour respecter les régulations
- Preuve statistique : ANOVA significative ($F=3.986$ pré-crise, $F=2.931$ post-crise).

➤ **Technologie :**

- Relation positive : les dividendes augmentent l'endettement.
- Explication : Les dividendes servent de signal positif aux créanciers.
- Preuve : Coefficient de régression $\beta=0.45$ (significatif à $p<0.05$).

➤ **Finance :**

- Relation non linéaire : dépend du cycle économique.
- Explication : Comportement contracyclique (réduction de dette en crise, augmentation en croissance).

- Preuve : Test de Chow confirme le changement structurel ($p < 0.01$)
- Principales Conclusions empiriques :
 - Dividendes vs. Bénéfices Non Distribués :
 - Les bénéfices non distribués ont un impact significatif sur la structure du capital (23% de variance expliquée).
 - Les dividendes par action (DPS) n'ont pas d'effet statistique fort ($p = 0.277$).
 - Effet de la Crise Financière (2008) :
 - Pré-crise : Les dividendes expliquent 18% des variations du levier financier.
 - Post-crise : L'effet diminue ($R^2 = 12\%$), notamment en finance (-30%).
 - Résultats de Régression :
 - Aucun impact global significatif ($p > 0.05$), sauf pour la technologie ($p = 0.032$).
 - Elasticité DPS/levier : -0.12 (banques) vs. +0.08 (technologie).
- **L'étude de Antoniou, Guney, et Paudyal « 2008 »**

Cette étude empirique a été menée sur un échantillon de 4 854 entreprises non financières issues de cinq grandes économies (France, Allemagne, Japon, Royaume-Uni, États-Unis), sur la période allant de 1987 à 2000. En utilisant un modèle dynamique basé sur la méthode GMM en système, les auteurs examinent les déterminants de la structure du capital, incluant la politique de distribution des dividendes.

Les résultats obtenus montrent que la politique de distribution des dividendes n'a aucun effet significatif sur le niveau d'endettement des entreprises dans les cinq pays étudiés. Cette absence de relation est attribuée par les auteurs au fait que les décisions de financement sont davantage influencées par d'autres facteurs plus structurants, tels que la rentabilité, la taille, la tangibilité des actifs, les opportunités de croissance, et les conditions du marché (taux d'intérêt, activité M&A, etc.).

- **L'étude de Frank et Goyal « 2009 »**

Cette étude a analysé les déterminants fiables de la structure du capital des entreprises américaines cotées en bourse, en utilisant des données de panel sur la période allant de 1950 à 2003. L'étude a été menée sur un large échantillon d'entreprises non financières et a utilisé plusieurs modèles de régression linéaire pour évaluer l'impact de différentes variables sur le niveau d'endettement, mesuré à partir de plusieurs ratios financiers.

Parmi les résultats obtenus, l'étude montre que les entreprises qui versent des dividendes tendent à avoir un niveau d'endettement plus faible. Cette relation négative entre la distribution de dividendes et la dette est statistiquement significative, ce qui indique que les entreprises rentables qui disposent de ressources internes suffisantes évitent davantage le recours à l'endettement. Cette conclusion est en ligne avec la théorie du pecking order, selon laquelle les entreprises financent d'abord leurs besoins avec les bénéfices non distribués avant de recourir à la dette ou à l'émission d'actions.

- **L'étude de Abira Mohsin « 2016 »**

Cette étude a pour objectif d'identifier les facteurs déterminants de la structure du capital des grandes entreprises cotées norvégiennes et étrangères opérant en Norvège. Pour cela, l'auteure utilise un échantillon de 29 entreprises norvégiennes et 34 entreprises étrangères, en se basant sur des données financières trimestrielles couvrant la période de 2011 à 2015. La méthodologie repose sur la régression en panel appliquée aux ratios d'endettement à court terme (STD/TA) et à long terme (LTD/TA).

Les résultats ont montré que cette variable n'a pas d'effet significatif sur la structure du capital de manière générale. Toutefois, dans le cas des entreprises étrangères, une relation négative et significative a été observée entre le taux de distribution des dividendes et l'endettement à long terme. Cette relation s'explique par le fait que les entreprises disposant d'un excès de liquidité après avoir financé leurs projets d'investissement choisissent de verser des dividendes plutôt que de recourir à l'endettement, ce qui réduit leur besoin de financement externe

- **L'étude d'Ahmad Mohammad Obeid Gharaibeh « 2015 »**

Cette étude a été menée au Koweït sur un échantillon de 49 entreprises industrielles et de services cotées à la Bourse du Koweït sur une période allant de 2008 à 2013. L'auteur a utilisé

une analyse en panel basée sur la méthode des moindres carrés ordinaires (OLS) pour identifier les déterminants de la structure du capital. Les résultats de la régression ont révélé une relation négative mais statistiquement non significative entre la politique de distribution des dividendes et le niveau d'endettement des entreprises. Cela suggère que la politique de dividende n'a pas d'effet déterminant sur la structure du capital dans le contexte koweïtien, bien que les entreprises qui versent des dividendes aient tendance à recourir moins à la dette, probablement en raison de leur liquidité suffisante pour financer leurs investissements en interne

• **L'étude de Joshua Yindenaba Abor « 2008 »**

Cette étude a été menée au Ghana sur un échantillon de 230 entreprises, incluant des sociétés cotées, non cotées et des PME, durant la période de 1998 à 2003. L'auteur a utilisé un modèle de régression en données de panel afin d'examiner les déterminants de la structure du capital, en intégrant notamment la variable de la politique de distribution des dividendes mesurée par le ratio des dividendes versés sur le revenu opérationnel. Les résultats empiriques indiquent que pour les entreprises cotées, le versement de dividendes est positivement associé à l'endettement à court terme, ce qui suggère que les firmes qui distribuent des dividendes ont davantage recours à la dette à court terme pour maintenir leur politique de dividende. En revanche, dans le cas des PME, la distribution de dividendes semble avoir un effet neutre ou insignifiant sur l'endettement, reflétant leur dépendance plus marquée aux ressources internes. Ces résultats soulignent l'importance de la politique de distribution des bénéfices dans les décisions de financement, en particulier pour les grandes entreprises cherchant à concilier rentabilité et exigences des actionnaires.

• **L'étude de Joshua Yindenaba Abor « 2008 »**

L'étude de Joshua Yindenaba Abor (2008) analyse les déterminants de la structure du capital des entreprises ghanéennes à partir d'un échantillon de 230 firmes réparties entre sociétés cotées, grandes entreprises non cotées et petites et moyennes entreprises (PME), sur la période 1998–2003. En utilisant un modèle de régression en données de panel, l'auteur examine l'impact de plusieurs variables, dont la politique de distribution des dividendes, mesurée par le ratio dividendes versés sur revenu opérationnel. Cette recherche vise à comprendre comment cette politique influence les décisions de financement selon le profil de l'entreprise.

- Entreprises cotées : L'étude révèle une relation négative entre le versement de dividendes et l'endettement à long terme. Cela signifie que ces entreprises préfèrent financer leurs investissements par des ressources internes, conformément à la théorie du pecking order. Le dividende agit aussi comme un mécanisme de discipline financière, remplaçant en partie le recours à la dette.
- Entreprises non cotées : Aucun lien significatif n'est observé entre dividendes et endettement, probablement en raison d'une forte hétérogénéité financière et d'un accès inégal au crédit, ce qui rend leurs comportements plus variables.
- PME : La plupart ne versent pas de dividendes, ce qui témoigne d'une dépendance accrue aux fonds propres internes. Leur accès limité au financement externe renforce l'application de la logique du pecking order.

Section 3 : Les autres déterminants de la structure du capital Revue de la littérature

Dans cette section, nous examinons les principaux facteurs identifiés dans la littérature comme influençant la structure du capital des entreprises. Ces éléments jouent un rôle déterminant dans les décisions de financement et leur impact peut varier selon les spécificités de chaque entreprise ou de son environnement. Les études théoriques et empiriques ont mis en évidence plusieurs variables dont l'effet sur le niveau d'endettement s'est avéré significatif, justifiant l'attention portée dans les recherches académiques.

1 La rentabilité

La rentabilité, facteur essentiel de la structure du capital, influence les décisions de financement et l'évaluation du risque. Une entreprise rentable attire les investisseurs et facilite l'accès aux ressources externes. De nombreuses études confirment son impact sur l'endettement, soulignant son rôle central dans les choix financiers.

Les théories sur la structure du capital divergent sur la relation entre rentabilité et endettement. La théorie du compromis (Trade-Off Theory) avance une corrélation positive : les entreprises rentables recourent plus à la dette pour bénéficier des avantages fiscaux liés à la déductibilité des intérêts, optimisant ainsi leur charge fiscale (Gaud, Philippe ; Jani, Elion, 2002, p. 11). Une forte rentabilité renforce aussi leur solvabilité.

À l'inverse, la théorie de l'ordre hiérarchique (Pecking Order Theory - POT) soutient que les entreprises rentables s'endettent moins, leur capacité à générer des ressources internes réduisant le besoin de financement externe. Elles préfèrent l'autofinancement via les bénéfices non distribués pour limiter les coûts d'agence et les asymétries d'information.

Titman et Wessels (1988) ont constaté, sur un échantillon de 469 entreprises américaines, une relation négative entre rentabilité et endettement. Les entreprises rentables évitent l'endettement pour limiter les coûts d'agence liés aux conflits actionnaires-créanciers, en privilégiant le financement interne. Elles cherchent aussi à réduire les risques de faillite, d'où leur préférence pour les ressources internes.

Rajan et Zingales (1995), sur des entreprises du G7, confirment la relation négative entre rentabilité et endettement, avec une préférence pour l'autofinancement. Fama et French (2000)

précisent que les entreprises aux importants flux de trésorerie limitent leur recours à la dette faute de besoin de discipline externe. Booth et al. (2001), sur des pays en développement, confirment cette relation en soulignant l'influence des institutions locales.

Enfin, plusieurs études empiriques, telles que Jordan, Lowe et Taylor (1999), Hussain (1997), Hirota (1999), Guerrache Mohamed (2015), Ana Correia, Antonio Cerqueira et Elisio Brandao (2015), Friend et Lang (1988) et Kester (1986), corroborent la relation négative entre rentabilité et endettement. Elles démontrent que les entreprises les plus rentables privilégient l'autofinancement, réduisant ainsi leur dépendance au financement externe.

2 La taille

La taille de l'entreprise constitue un des principaux déterminants de la structure du capital, largement étudié dans la littérature. Bien que la majorité des auteurs s'accordent sur son pouvoir explicatif, des divergences subsistent quant à la significativité et à la direction de la relation entre la taille et l'endettement, ce qui suscite encore des débats.

De nombreuses études montrent une relation positive entre taille de l'entreprise et endettement. Selon la théorie du compromis, les grandes entreprises, plus diversifiées avec des flux de trésorerie stables, ont moins de risque de faillite, ce qui facilite leur accès au financement et augmente leur capacité d'endettement. La théorie de l'agence indique que, dans les entreprises à actionnariat dilué, la dette discipline les dirigeants, renforçant ce lien positif entre taille et endettement.

L'étude de Marsh (1982), menée sur un échantillon d'entreprises britanniques entre 1959 et 1970, a révélé une relation positive entre la taille de l'entreprise et le recours à la dette à long terme. Les résultats indiquent que les grandes entreprises profitent des économies d'échelle dans l'émission de dette à long terme et disposent d'un pouvoir de négociation sur les créanciers. Ainsi, le coût de l'émission de la dette et du capital est lié négativement à la taille de l'entreprise.

Titman & Wessels (1988) expliquent que les grandes entreprises tendent à être plus diversifiées et moins risquées, ce qui leur permet de supporter davantage de dettes.

Rajan & Zingales (1995) notent que les grandes entreprises, grâce à leur diversification et moindre risque, ont une plus grande capacité d'endettement, mais préfèrent souvent les capitaux propres à cause d'asymétries d'information. De même, Wiwattanakantang (1999) montre que,

malgré l'effet positif de la taille sur l'endettement des entreprises thaïlandaises, le manque de transparence les pousse parfois à émettre des actions plutôt que de la dette.

Selon la théorie du financement hiérarchisé, une relation négative peut exister entre taille et endettement, car la taille, reflet d'une moindre asymétrie d'information, facilite l'accès aux marchés financiers, poussant les grandes entreprises à privilégier l'émission d'actions plutôt que la dette (Drobtetz & Fix, 2003). Toutefois, la majorité des études empiriques (Correia, Cerqueira & Brandao, 2015 ; Wald, 1999 ; Hirota, 1999 ; Hussain, 1997 ; Jordan, Lowe & Taylor, 1999) montrent un effet positif de la taille sur l'endettement.

3 La tangibilité des actifs

Les actifs tangibles jouent un rôle déterminant dans la structure du capital des entreprises, car ils servent de garanties pour l'obtention de financements.

Les théories de l'agence, du compromis (TOT) et du financement hiérarchique (POT) s'accordent pour dire qu'une forte tangibilité des actifs favorise un endettement plus élevé, en sécurisant les créanciers et facilitant l'accès au financement externe. La théorie de l'agence souligne que ces actifs garantissent mieux les emprunts, réduisant les coûts d'agence. La théorie du compromis indique que cette garantie rassure les créanciers, augmentant la capacité d'endettement. La théorie du financement hiérarchique affirme que la tangibilité limite l'asymétrie d'information, encourageant l'usage de la dette (Belkacemi, 2019, p. 190).

Les résultats empiriques confirment en grande partie ces approches théoriques.

Titman et Wessels (1988) ne trouvent pas de relation significative entre la valeur collatérale des actifs et le niveau d'endettement. Les actifs tangibles peuvent favoriser l'accès à la dette, mais dans le cas d'actifs à faible valeur collatérale, les entreprises peuvent utiliser l'endettement comme un mécanisme disciplinaire pour limiter les coûts d'agence.

Rajan et Zingales (1995) montrent que les actifs tangibles, en servant de garanties, réduisent les risques de faillite et les coûts d'agence, facilitant l'endettement. Wiwattanakantang (1999) souligne que, surtout dans les entreprises familiales thaïlandaises, la tangibilité augmente la capacité d'endettement et reflète la discipline. Hirota (1999) met en avant la valeur de revente des actifs fixes qui rassure les créanciers. Jordan, Lowe et Taylor (1999) ajoutent que ces actifs

réduisent les conflits d'agence et améliorent l'accès à la dette. Ces études confirment la tangibilité comme un déterminant clé de la structure du capital.

Correia, Cerqueira et Brandão (2015), dans leur étude sur 436 entreprises françaises non financières cotées à Paris entre 2007 et 2013, montrent que la tangibilité des actifs est liée négativement à l'endettement avant la crise de 2009, puis positivement après. Cela révèle que les banques ont renforcé l'exigence de garanties tangibles en période d'instabilité.

4 La liquidité

La liquidité constitue un facteur déterminant dans l'analyse de la structure du capital, reflétant la capacité d'une entreprise à mobiliser rapidement ses ressources internes. Son effet sur l'endettement reste ambivalent, certains travaux suggérant qu'elle limite le recours à la dette, d'autres qu'elle en facilite l'accès selon le contexte financier.

Selon la théorie du compromis, la liquidité influence positivement l'endettement, car les entreprises liquides sont plus enclines à emprunter. Leur capacité de remboursement réduit le risque perçu par les créanciers et permet de bénéficier des avantages fiscaux de la dette. Harris et Raviv (1990) confirment qu'un ratio de liquidité élevé diminue les coûts de détresse financière, rendant la dette plus attractive. En revanche, la théorie du financement hiérarchisé prévoit une relation négative, les entreprises disposant de ressources internes finançant leurs besoins sans recourir à la dette.

Une étude d'Akinyomi et Olagunju (2013), dans leur article « Determinants of Capital Structure in Nigeria », sur 24 entreprises manufacturières nigérianes (2003–2012), révèle une relation positive entre liquidité et endettement. Les entreprises avec une bonne liquidité sont perçues comme plus solvables, facilitant l'accès au financement par la dette.

Une étude d'Alipour, Mohammadi et Derakhshan (2015), dans leur article « Determinants of Capital Structure : An Empirical Study of Firms in Iran », révèle que la liquidité influence la structure du capital. Les résultats montrent une relation négative entre liquidité et endettement, confirmant la théorie du financement hiérarchique. Selon cette théorie, les entreprises avec des ressources internes suffisantes privilégient l'autofinancement, réduisant leur besoin de dette.

Gharaibeh (2015), dans une étude sur 49 entreprises cotées à la Bourse du Koweït (2008-2013), et Belkacemi (2019), sur 55 entreprises privées algériennes (2010-2015), montrent tous deux

une relation positive et significative entre liquidité et endettement. Selon eux, une meilleure liquidité réduit la perception de risque par les prêteurs, facilitant ainsi l'accès au financement, notamment à court terme, ce qui confirme la théorie du compromis. Cependant, ces résultats s'écartent de la théorie d'agence, qui considère la dette comme un moyen disciplinaire en cas de forte liquidité, et contredisent la théorie du financement hiérarchisé.

5 Les opportunités de croissance

Les opportunités de croissance sont un déterminant important de la structure du capital, avec des effets variables selon les théories. D'après la théorie de l'agence, les entreprises à fort potentiel font face à des conflits actionnaires-créanciers, liés aux risques de substitution d'actifs ou de sous-investissement. Cela accroît les coûts d'agence et favorise l'autofinancement. Titman et Wessels (1988) ajoutent que ces opportunités, bien qu'elles augmentent la valeur de l'entreprise, ne constituent pas de garanties réelles ni de flux stables, limitant l'endettement.

Cette analyse est renforcée par Rajan et Zingales (1995), qui montrent que les entreprises en forte croissance tendent à recourir aux capitaux propres, en particulier lorsque leur valeur de marché dépasse leur valeur comptable, afin de tirer parti d'une surévaluation. Dans la même logique, Barclay et Smith (1996) concluent que les opportunités de croissance constituent un déterminant négatif de l'endettement dans le contexte américain, les entreprises préférant émettre des actions plutôt que de s'endetter pour financer leurs projets d'investissement.

À l'inverse, la théorie du financement hiérarchique soutient que les entreprises en forte croissance, ayant d'importants besoins financiers, privilégient la dette en raison de l'asymétrie d'information rendant le financement par actions plus coûteux. Ainsi, une relation positive peut exister entre croissance et levier financier, notamment à court terme (P. Gaud et E. Jani, 2002). Cette perspective est appuyée par des résultats empiriques contradictoires : certaines études (Michaelas et al., 1999 ; Cassar et Holmes, 2003 ; Hall, et al., 2004) montrent une relation positive, tandis que d'autres (Kim et Sorensen, 1986, Jensen, 1986 ; Stulz, 1990 ; Roden et Lewellen, 1995) révèlent une relation inverse. Ces divergences soulignent l'ambivalence des résultats sur le lien croissance-structure du capital.

6 Le risque

Le risque en finance correspond à la probabilité de perdre de l'argent à la suite d'une opération financière ou économique ayant un impact financier. Dans le financement des entreprises, il se traduit par l'instabilité des flux de trésorerie ou l'incertitude des revenus futurs.

Les théories de l'agence, du compromis et du financement hiérarchique mettent en évidence une relation négative entre le niveau d'endettement et le risque. En d'autres termes, une entreprise dont les flux de trésorerie sont fortement volatils devrait limiter le recours à l'endettement. En effet, cette instabilité peut accroître le risque de difficultés financières et augmenter la probabilité de défaillance.

Jordan et al. (1998) ont conclu qu'il existe une relation positive entre le risque et la valeur de marché des dettes lorsque le marché est en forte croissance, liée à un endettement plus élevé. Omran et Pointon (2009) ont constaté que les entreprises les plus risquées ont davantage de dettes à long terme. Ezeoha (2011) a montré que le risque d'exploitation n'a pas de relation significative avec les ratios d'endettement, résultat confirmé par d'autres études (Viviani, 2008 ; Cassar et Holmes, 2003 ; Su, 2010).

Par ailleurs, plusieurs recherches ont mis en évidence une relation négative entre le risque et la structure du capital, c'est-à-dire que l'endettement diminue lorsque le risque augmente (Eldomiaty, 2007 ; Sheikh et Wang, 2011 ; Low et Chen, 2004 ; Abor et Biekpe, 2009 ; Al-Najjar et Taylor, 2008 ; Chung, 1993 ; Heshmati, 2001). Cette relation négative pourrait s'expliquer par le fait que les entreprises les plus risquées évitent le financement externe et privilégient le financement interne afin de réduire les risques de faillite.

7 Le secteur d'activité

De nombreuses études théoriques et empiriques ont mis en évidence l'existence de différences significatives dans les structures de capital selon les secteurs d'activité. Ces disparités s'expliquent principalement par la nature des actifs détenus par les entreprises, ainsi que par la capacité des secteurs à faire face aux périodes de crise (Scott, 1972 ; Bowen et al. 1982 ; Bradley, Jarrell & Kim, 1984 ; Titman & Wessels, 1988 ; Guerrache Mohamed, 2015).

Selon Myers (2001), le secteur d'activité influence les décisions de financement. La nature des actifs, la stabilité des flux de trésorerie et la sensibilité aux cycles économiques expliquent les différences de structure du capital. Les entreprises avec des actifs tangibles et revenus stables

(pétrole, services publics, transports, télécoms) recourent plus à l'endettement, tandis que les industries pharmaceutiques et sociétés de croissance, avec actifs incorporels et forte rentabilité, ont un endettement faible. Ces observations confirment l'impact du secteur sur les choix de financement.

8 L'âge

L'âge de l'entreprise est un facteur déterminant de sa structure du capital. Il correspond à l'écart entre l'année de création et celle des données observées. Selon Sibindi (2016), l'ancienneté est l'une des caractéristiques les plus influentes du niveau d'endettement d'une entreprise.

La théorie du financement hiérarchique suggère une relation inverse entre l'endettement et l'âge de l'entreprise, les entreprises plus anciennes privilégiant leurs ressources internes. Cette théorie postule que la capacité d'autofinancement des PME augmente avec l'âge. À l'inverse, la théorie du compromis avance une relation positive, où les entreprises plus âgées, grâce à leur réputation et expérience, réduisent les coûts d'agence en signalant la qualité de leurs investissements.

Pfaffermayr (2012), sur un échantillon de 405 000 entreprises dans 35 pays européens, révèle une relation négative entre l'âge des entreprises et leur endettement, suggérant que les plus anciennes, grâce à leur capacité à générer des ressources internes, recourent moins à la dette. De leur côté, Siam et al. (2005) montrent, dans le secteur bancaire jordanien, que l'ancienneté diminue l'endettement en améliorant la rentabilité via une meilleure sélection de clientèle et une offre optimisée, limitant ainsi le recours au financement externe. Al-Mutairi et al. (2015) confirment cette relation inverse, indiquant que les banques les plus endettées sont généralement les moins expérimentées.

Cette section avait pour objectif de présenter une synthèse des principaux déterminants de la structure du capital des entreprises, qu'elles soient financières ou non financières. Elle a permis de mettre en évidence l'influence de facteurs tels que la rentabilité, la taille, la tangibilité des actifs, la liquidité, les opportunités de croissance et le risque le secteur d'activité, l'âge. Il convient également de souligner que d'autres déterminants macroéconomiques peuvent jouer un rôle important dans les décisions de financement, notamment les conditions du marché financier, l'inflation, la croissance économique, ainsi que d'autres variables liées à l'environnement économique global.

Conclusion :

Ce chapitre a proposé une analyse approfondie de la relation entre la politique de distribution de dividendes et la structure du capital, en mobilisant les apports théoriques classiques et contemporains, ainsi qu'un large éventail d'études empiriques. Il a d'abord présenté les fondements conceptuels de la politique de dividendes à travers les modèles de Lintner, Walter, Gordon et Kalay, qui illustrent les logiques économiques et comportementales guidant les décisions de distribution.

Ensuite, les différentes théories explicatives ont été examinées, en particulier la théorie de la neutralité des dividendes, la théorie de l'agence, la théorie du signal et la théorie du compromis, qui mettent en lumière les conditions dans lesquelles la politique de distribution peut influencer ou non la structure du capital. Ces approches théoriques ont permis d'identifier les mécanismes par lesquels les dividendes affectent le recours à l'endettement ou à l'autofinancement.

L'analyse empirique a confirmé la diversité des résultats selon les contextes économiques, juridiques et géographiques. Certaines études révèlent une relation négative entre dividendes et endettement, d'autres une relation positive, et d'autres encore l'absence de lien significatif. Ce constat souligne la nécessité d'une approche contextuelle dans l'évaluation des effets de la politique de dividendes.

Enfin, il a été mis en évidence que la structure du capital dépend également d'un ensemble de facteurs internes et externes, tels que la rentabilité, la taille, la tangibilité des actifs, la liquidité ou encore les opportunités de croissance. Ces déterminants agissent souvent de manière combinée avec la politique de dividendes, rendant les décisions de financement à la fois complexes et stratégiques.

En somme, la compréhension des interactions entre dividendes et structure du capital nécessite une vision intégrée des théories financières, des données empiriques et des spécificités environnementales, afin de mieux éclairer les choix de financement des entreprises

**CHAPITRE III : L'IMPACT DE LA
POLITIQUE DE DISTRIBUTION DE
DIVIDENDES SUR STRUCTURE DE
CAPITAL : ETUDE EMPIRIQUE**

Introduction

Après avoir exploré les sources de financement et les théories de la structure du capital dans le premier chapitre, ce deuxième chapitre s'intéresse à la politique de distribution des dividendes et son impact sur la structure du capital des grandes entreprises algériennes. À travers une revue de la littérature, nous avons identifié les principaux déterminants de la structure du capital et mis en évidence les relations théoriques et empiriques entre ces variables.

L'objectif de ce chapitre est d'analyser empiriquement l'impact de la politique de distribution des dividendes sur la structure du capital, en utilisant un modèle économétrique appliqué à un échantillon de 75 grandes entreprises privées algériennes sur une période de cinq ans. Nous cherchons à vérifier les hypothèses formulées, notamment l'effet négatif du taux de distribution des dividendes sur le niveau d'endettement, ainsi que l'influence d'autres facteurs tels que la taille, la liquidité, la rentabilité et la tangibilité des actifs.

Pour atteindre cet objectif, ce chapitre est structuré en trois sections principales :

- Section 01 : Présentation des données de panel.
- Section 02 : Démarche méthodologique et analyse descriptive.
- Section 03 : Estimation du modèle en données de panel et interprétation des résultats.

Section 1 : Présentation des données de panel

Dans le cadre de l'élaboration de l'étude empirique, la méthode des données de panel a été retenue comme technique d'estimation.

La section suivante présente en détail la méthodologie adoptée ainsi que les outils statistiques mobilisés pour mener à bien cette analyse.

1 La spécification du modèle économétrique :

Dans le cadre de notre analyse de l'impact de la distribution des dividendes sur la structure du capital des grandes entreprises algériennes, nous mobilisons des données de panel bi-dimensionnelles, comportant une dimension individuelle relative à 75 entreprises et une dimension temporelle couvrant une période de cinq ans ($t = 5$). À cet effet, nous avons retenu la méthode de régression linéaire, en privilégiant l'estimation par les Moindres Carrés Ordinaires (MCO) appliquée aux données de panel, conformément aux pratiques méthodologiques largement utilisées dans les recherches empiriques portant sur l'impact de la politique de distribution de dividendes sur la structure du capital. Le choix des MCO est motivé par les avantages qu'ils offrent en matière de simplicité d'application, de robustesse des estimations et de clarté des résultats.

Notre panel se compose ainsi de 375 observations, nécessitant le suivi d'une démarche économétrique rigoureuse, débutant par la présentation de la méthode sélectionnée, de ses atouts, ainsi que des principales étapes de son application.

1.1 Définition de modèle PANEL

En économétrie, les données utilisées sont principalement des séries chronologiques. Il est également possible de travailler avec des données en coupe instantanée, correspondant à un ensemble d'observations sur une période donnée.

Les données de panel, ou données longitudinales, combinent ces deux dimensions (individuelle et temporelle) en rapportant les valeurs des variables observées pour un groupe d'individus sur plusieurs périodes.

Ainsi, un modèle en données de panel se présente sous la forme d'un modèle à double indice, exprimé comme suit : (GOAIED Mohamed et SASSI Seifallah, 2012, p. 16.)

$$y_{it} = \alpha_i + \sum_k \beta_k X_{kit} + \varepsilon_{it}$$

Où : $i=1, \dots, N$ représente les individus ; $t=1, \dots, T$ les périodes ; k le nombre de variables explicatives.

La notation à double indice permet de distinguer chaque individu i observé au cours de la période t , les variables explicatives X_{kit} variant dans le temps.

La double dimension offerte par les données de panel constitue un avantage important. Elle permet d'exploiter simultanément deux sources de variabilité statistique : la variabilité intra-individuelle (dans le temps) et la variabilité interindividuelle (entre les individus). De plus, l'augmentation du nombre d'observations améliore la précision des estimateurs, réduit les risques de multicolinéarité et élargit considérablement le champ d'investigation.

On parle de panel complet lorsque toutes les informations sont disponibles pour l'ensemble des individus sur toutes les périodes. À l'inverse, on parle de panel cylindré lorsque certaines observations sont manquantes, soit au niveau des individus, soit au niveau des périodes.

1.2 Avantage de modèle PANEL

- Le modèle de données de panel permet d'analyser simultanément un ensemble d'entreprises (n) sur plusieurs périodes (t), en intégrant à la fois les dimensions individuelle et temporelle. Cela offre une vision plus complète de l'évolution des unités étudiées.
- En suivant les mêmes entreprises au fil du temps, cette méthode permet de mieux caractériser chaque unité et d'observer directement les changements et dynamiques qui apparaissent au cours des différentes périodes.
- L'exploitation des données de panel facilite l'application de méthodes économétriques adaptées, telles que les modèles à effets fixes ou à effets aléatoires, pour mieux prendre en compte l'hétérogénéité des données.

2 Test de spécification du modelé (Test de Fisher) où d'homogénéité :

Lors de l'analyse d'un échantillon en données de panel, la première étape consiste à vérifier la spécification du processus générateur des données, qu'elle soit homogène ou hétérogène (Doucouré, 2008).

Sur le plan économétrique, cela revient à tester si les coefficients du modèle sont identiques entre les unités individuelles. Sur le plan économique, il s'agit de déterminer si le modèle

CHAPITRE III : L'IMPACT DE LA POLITIQUE DE DISTRIBUTION DE DIVIDENDES SUR STRUCTURE DE CAPITAL : ETUDE EMPIRIQUE

théorique peut être considéré comme uniforme pour l'ensemble des entités étudiées (par exemple, les entreprises ou les pays), ou s'il existe des spécificités propres à chacune.

Cette étape vise à distinguer entre un effet spécifique (présence de caractéristiques propres à chaque entreprise) et un effet commun (absence de particularités individuelles). Cette distinction est réalisée à l'aide du test d'homogénéité des constantes, qui permet de statuer sur l'acceptation ou le rejet de l'hypothèse d'égalité des constantes entre les unités.

Dans le cadre de notre étude, l'objectif est de tester si la relation entre la structure du capital, mesurée par le niveau d'endettement, et ses déterminants en particulier la politique de distribution de dividendes est la même pour l'ensemble des entreprises de l'échantillon, ou si chaque entreprise suit un modèle explicatif qui lui est propre.

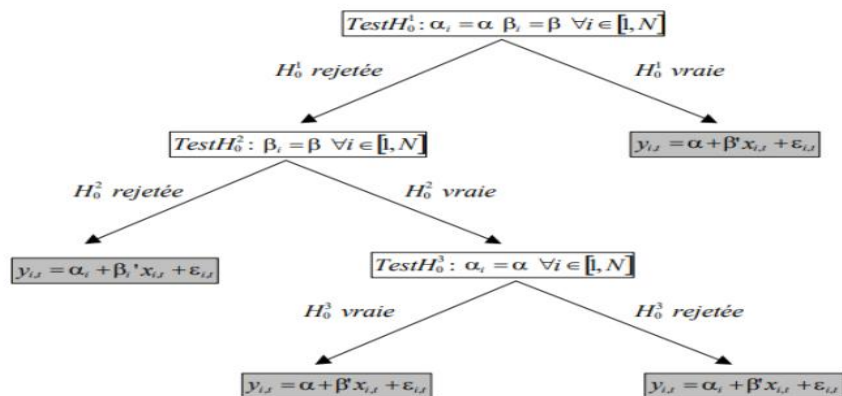
Dans ce qui suit, on présente la procédure générale de tests de spécification :

Tout d'abord :

- On considère que les paramètres α_i et β_i du modèle (1) peuvent varier selon les individus, mais restent constants au cours du temps.
- De plus, les erreurs ε_{it} sont supposées indépendantes et identiquement distribuées (i.i.d), ce qui implique : $E(\varepsilon_{it}) = 0$ et $V(\varepsilon_{it}) = \sigma\varepsilon^2 \quad \forall i \in [1, N]$

En partant du modèle (1), la procédure permettant de tester l'homogénéité est présentée dans le schéma suivant :

Figure 16: la procédure générale de tests d'homogénéité



Source : Christophe Hurlinm, L'Econométrie des Données de Panel, page 11.

Remarque : Le test de Fisher constitue la statistique de référence pour évaluer l'homogénéité globale du modèle. Il permet de déterminer si des effets spécifiques à chaque individu sont statistiquement significatifs, ou si un modèle homogène est suffisant.

La statistique F est calculée comme suit :

$$F = \frac{(SCR_1 - SCR) / ((n-1)(K+1))}{(SCR - SCR_1) / ((n-1)(K+1))}$$

Avec :

- N : nombre d'individus
- T : nombre d'observations temporelles
- K : nombre de variables explicatives (hors constante)
- SCR : somme des carrés des résidus du modèle non contraint, soit $SCR = \sum_{i=1}^N SCR_i$
- SCR_1 : somme des carrés des résidus du modèle contraint (modèle supposant une homogénéité totale)

Les hypothèses du test sont les suivantes :

$$\begin{cases} \mathbf{H_0} : \text{absence d'effets individuels (homogénéité des paramètres).} \\ \mathbf{H_1} : \text{présence d'effets individuels (hétérogénéité des paramètres).} \end{cases}$$

La décision repose sur la comparaison entre la statistique F calculée et la valeur critique de la loi de Fisher à un seuil de signification α_i (généralement 5 %).

- Si $F < F_{v,w}(\alpha)$, on rejette H_0 en faveur de H_1 , suggérant l'existence d'effets individuels.
- À l'inverse, si $F \geq F_{v,w}(\alpha)$, on ne rejette pas H_0 , ce qui indique une absence d'effets spécifiques significatifs.

3 Les méthodes et modèles d'estimation : (Bourbounnis. R, 2015, p : 355-357)

CHAPITRE III : L'IMPACT DE LA POLITIQUE DE DISTRIBUTION DE DIVIDENDES SUR STRUCTURE DE CAPITAL : ETUDE EMPIRIQUE

Selon Régis Bourbonnais (2015), trois approches principales sont couramment utilisées pour estimer les modèles de données de panel : la méthode des moindres carrés ordinaires (MCO) groupés, le modèle à effets fixes et le modèle à effets aléatoires.

3.1 Régression groupée par les moindres carrés ordinaires (Pooled OLS) :

Cette méthode repose sur l'hypothèse d'homogénéité des individus de l'échantillon, sans effets spécifiques individuels ou temporels. Elle suppose que tous les paramètres du modèle sont identiques pour l'ensemble de l'échantillon.

Le modèle s'écrit :

$$y_{it} = \alpha + \beta X_{it} + \varepsilon_{it}$$

Où :

- y_{it} : variable dépendante pour l'individu i au temps t ,
- X_{it} : vecteur de s variables explicatives,
- α : constante commune à tous les individus,
- β : vecteur des coefficients,
- ε_{it} : terme d'erreur.

Cette approche est simple à mettre en œuvre mais peut conduire à des estimations biaisées si des effets individuels non observés sont présents.

3.2 Modèle à effets fixes (Fixed Effects Model) :

Ce modèle suppose que les effets individuels α_i sont corrélés avec les variables explicatives. Chaque individu dispose d'une constante spécifique qui reste invariante au cours de la période étudiée. Ainsi, ce modèle permet d'analyser les effets individuels pour chaque entité de l'échantillon en considérant qu'ils ne varient pas dans le temps.

Le modèle s'écrit comme suit :

$$y_{it} = \alpha_i + \sum_k \beta_k X_{itk} + \varepsilon_{it}$$

Avec $i=1 \dots N$; $t=1 \dots T$; k est le nombre de variables explicatives

a_i : représente la spécificité individuelle supposée fixe.

Deux méthodes d'estimation sont couramment utilisées :

- **Estimateur LSDV (Least Squares Dummy Variable)** : introduction de variables indicatrices pour chaque individu, permettant d'estimer les 33 spécifiques.
- **Estimateur Within (intra-individuel)** : centrage des variables autour de leurs moyennes individuelles, éliminant ainsi les effets fixes α_i .

Cette approche est appropriée lorsque les effets individuels sont corrélés avec les variables explicatives.

3.3 Modèle à effets aléatoires (Random Effects Model) :

Selon William H. Greene (2007), le modèle à effets aléatoires suppose que les effets individuels si α_i sont non corrélés avec les variables explicatives. Les constantes sont considérées comme distribuées aléatoirement entre les individus.

Le terme d'erreur est décomposé comme suit :

$$\varepsilon_{it} = a_i + \lambda_t + v_{it}$$

Où :

a_i : représente les effets individuels aléatoires

λ_t : représente les effets temporels identiques pour tous les individus

v_{it} : est un terme d'erreur qui est orthogonal aux effets individuels et temporels.

Les hypothèses sous-jacentes incluent des espérances nulles, une homoscedasticité, une indépendance temporelle et une orthogonalité entre les composantes a_i , λ_t et v_{it} .

La méthode d'estimation appropriée pour ce modèle est celle des moindres carrés généralisés (MCG), étant donné que la présence de la composante aléatoire induit une autocorrélation des erreurs : $\text{Cov}(\varepsilon_{it}, \varepsilon_{it'}) \neq 0$.

4 Les tests d'efficience du modèle

4.1 Le test d'Hausman

CHAPITRE III : L'IMPACT DE LA POLITIQUE DE DISTRIBUTION DE DIVIDENDES SUR STRUCTURE DE CAPITAL : ETUDE EMPIRIQUE

Le test d'Hausman permet de vérifier l'existence d'une corrélation entre les effets individuels et les variables explicatives, ce qui guide le choix entre un modèle à effets fixes et un modèle à effets aléatoires (Kpodar, 2007, p. 50).

Ce test repose sur les hypothèses suivantes (Goaied & Sassi, 2012, p. 31) :

- $H_0: E(u_i|x_i) = 0$. (Effets aléatoires)

Dans ce cas, les estimateurs des modèles à effets fixes (MEF) et à erreurs composées (MEA) sont convergents, mais seul l'estimateur du MEA est efficient (variance minimale).

- $H_1: E(u_i|x_i) \neq 0$. (Effets fixes)

Seul l'estimateur du MEF reste convergent, tandis que celui du MEA devient biaisé (Green, 2007, p. 208).

La statistique de Hausman s'exprime comme suit :

$$H = (\beta_{MEF} - \beta_{MEA})' V (\beta_{MEF} - \beta_{MEA}) \xrightarrow{1} \chi^2(K)$$

Où :

- β_{MEF} et β_{MEA} : estimateurs des modèles à effets fixes et aléatoires.
- K : nombre de degrés de liberté.

Interprétation :

- Si la p-value < 5%, on rejette H_0 et on retient le modèle à effets fixes (estimateurs non biaisés).
- Sinon, on conserve le modèle à effets aléatoires (estimateurs efficients).

4.2 Test de Breusch-Pagan

Le test de Breusch-Pagan (ou test du multiplicateur de Lagrange) permet de valider la structure à erreurs composées (Goaied & Sassi, 2012, p. 37).

Hypothèses :

$$\begin{cases} H_0 : \text{Absence d'effets aléatoires } (\sigma_\mu^2 = 0). \\ H_1 : \text{Présence d'effets aléatoires } (\sigma_\mu^2 \neq 0). \end{cases}$$

σ_{μ}^2 : désigne la variance de l'erreur spécifique à l'individu.

La statistique du test est :

$$LM = \left[\frac{\sum_{i=1}^n [\sum_{t=1}^T \varepsilon_{it}^2]}{\sum_{i=0}^n \sum_{t=1}^T \varepsilon_{it}^2} - 1 \right]^2 \rightarrow \chi^2$$

Où :

- ε_i : La variable permettant de mesurer l'erreur aléatoire dans la méthode des moindres carrés
- MCO
- N : nombre d'individus, T : période temporelle.

Si p-value < 5%, on rejette H_0 et on conclut à la présence d'effets aléatoires.

5 Tests statistiques

5.1 Test de multicolinéarité

La multicolinéarité désigne une situation où les variables explicatives d'un modèle de régression présentent des corrélations élevées entre elles, compromettant ainsi la fiabilité des estimations des coefficients. Selon Benilles Billel (2017) cette interdépendance entre variables indépendantes peut entraîner des inférences statistiques peu fiables.

Pour détecter la multicolinéarité, deux approches complémentaires sont couramment utilisées :

- **Facteur d'inflation de la variance (VIF)** : Le VIF mesure l'augmentation de la variance d'un coefficient de régression en raison de la colinéarité entre les variables explicatives. Une valeur de VIF supérieure à 10 est généralement considérée comme indiquant une multicolinéarité significative. Certains auteurs suggèrent des seuils plus conservateurs, tels que 5, pour signaler une multicolinéarité modérée. Le logiciel Stata, par exemple, calcule automatiquement les valeurs de VIF et leur inverse ($1/VIF$), facilitant ainsi l'identification des variables problématiques
- **Matrice de corrélation** : L'analyse de la matrice de corrélation permet d'examiner les relations linéaires entre les variables explicatives. Des coefficients de corrélation absolus supérieurs à 0,8 entre deux variables suggèrent une multicolinéarité potentielle.

CHAPITRE III : L'IMPACT DE LA POLITIQUE DE DISTRIBUTION DE DIVIDENDES SUR STRUCTURE DE CAPITAL : ETUDE EMPIRIQUE

Cette méthode offre une visualisation directe des interdépendances susceptibles d'affecter la stabilité du modèle. (Gujarati (2003)).

En combinant ces deux méthodes, les chercheurs peuvent diagnostiquer efficacement la présence de multicolinéarité et prendre les mesures appropriées pour améliorer la robustesse de leur modèle de régression.

5.2 Test d'autocorrélation (serial corrélation) : (Benilles Billel, Op.cit., p : 243)

Le test d'autocorrélation de Wooldridge est un outil essentiel pour détecter la présence d'autocorrélation de premier ordre dans les modèles de données de panel. L'autocorrélation, ou corrélation sérielle, se produit lorsque les erreurs d'un modèle sont corrélées entre elles sur différentes périodes, ce qui peut biaiser les estimations des écarts-types et rendre les résultats moins fiables.

Ce test repose sur la régression des premières différences des résidus sur leurs propres niveaux décalés, permettant ainsi de vérifier si les erreurs sont corrélées dans le temps. Il est particulièrement utile dans les modèles à effets fixes ou aléatoires, car il nécessite moins d'hypothèses sur le comportement des effets individuels hétérogènes.

Les hypothèses du test sont les suivantes :

$$\begin{cases} H_0 : \text{Absence d'autocorrélation de premier ordre.} \\ H_1 : \text{Présence d'autocorrélation de premier ordre.} \end{cases}$$

Si la p-valeur obtenue est inférieure à un seuil de signification (généralement 5 %), on rejette l'hypothèse nulle, indiquant ainsi la présence d'autocorrélation dans les erreurs du modèle.

5.3 Test d'hétéroscédasticité :

Défini par Leblond Simon (2004), se réfère à une situation où la variance des erreurs d'un modèle de régression n'est pas constante à travers les observations. Cette condition viole l'hypothèse d'homoscédasticité, qui suppose que les erreurs ont une variance constante et sont identiquement distribuées.

Pour détecter la présence d'hétéroscédasticité, plusieurs tests statistiques ont été développés. Parmi les plus couramment utilisés figurent le test de Breusch-Pagan et le test de White. Ces

CHAPITRE III : L'IMPACT DE LA POLITIQUE DE DISTRIBUTION DE DIVIDENDES SUR STRUCTURE DE CAPITAL : ETUDE EMPIRIQUE

tests évaluent si la variance des erreurs est constante (homoscédasticité) ou variable (hétéroscédasticité) en fonction des variables explicatives du modèle.

Les hypothèses formulées pour ces tests sont les suivantes :

$$\begin{cases} \mathbf{H}_0 : & \text{Var}[\varepsilon_i] = \sigma^2 \forall i \\ \mathbf{H}_1 : & (\text{Var}[\varepsilon_i] \neq \text{Var}[\varepsilon_j] \text{ pour certains } i \neq j) \end{cases}$$

- $\mathbf{H}_0$: Les résidus sont homoscédastiques, c'est-à-dire que la variance des erreurs est constante pour toutes les observations ($\text{Var}[\varepsilon_i] = \sigma^2 \forall i$).
- $\mathbf{H}_1$: Les résidus sont hétéroscédastiques, indiquant que la variance des erreurs varie entre les observations ($\text{Var}[\varepsilon_i] \neq \text{Var}[\varepsilon_j]$ pour certains $i \neq j$).

La décision de rejeter ou non l'hypothèse nulle dépend de la valeur p obtenue lors du test. Si cette valeur est inférieure au seuil de signification choisi (souvent 5%), l'hypothèse nulle d'homoscédasticité est rejetée, suggérant la présence d'hétéroscédasticité dans le modèle.

Il est essentiel de détecter et de corriger l'hétéroscédasticité, car sa présence peut affecter la validité des inférences statistiques, notamment en rendant les estimateurs inefficaces et en biaisant les tests d'hypothèses.

Section 2 : Démarche méthodologique et analyse descriptive.

Cette section est dédiée à la description et à la présentation de notre échantillon de recherche, ainsi que des sources de données que nous avons utilisées. De plus, les différentes variables à expliquer et les variables explicatives pour la construction du modèle économétrique, suivies d'une analyse descriptive des variables explicatives.

Présentation de l'échantillon :

Dans le cadre de cette étude portant sur l'impact de la politique de distribution de dividendes sur la structure du capital des grandes entreprises privées algériennes, nous avons constitué un échantillon d'entreprises répondant à des critères rigoureux. Il s'agit d'entreprises privées dont l'actif est supérieur à 100 millions de dinars algériens, et pour lesquelles les états financiers sont disponibles sur une période de cinq années consécutives.

La collecte des données a été réalisée auprès du Centre National du Registre de Commerce. Ces données ont été obtenues manuellement auprès du CNRC ; ce qui nous a permis de réunir les informations nécessaires pour un total de 75 entreprises privées, issues de divers secteurs d'activité.

Les données exploitées comprennent à la fois des informations comptables (telles que le bilan et le compte de résultat), utiles pour l'analyse de la structure du capital.

L'observation de ces 75 entreprises sur cinq exercices comptables successifs nous a permis de constituer un panel de 375 observations, qui constitue la base de notre modélisation économétrique.

1 Présentation des variables

Dans cette partie nous allons identifier les variables du module empirique

1.1 La variable à expliquer

La structure du capital est généralement mesurée à travers différents ratios. Si plusieurs études, telles que celles de A. Olayinka (2011), Hirota (1999), H. Fakhfakh et R. Ben Atitallah (2006), ou encore P. Bauer (2004), ont privilégié le ratio d'endettement total rapporté aux actifs totaux, d'autres recherches se sont concentrées sur une analyse plus fine de la dette. En effet, certains auteurs, à l'instar de Myers (1999), I. Ramlall (2009), ainsi que A. Xuan Huang et L. Rydaker

CHAPITRE III : L'IMPACT DE LA POLITIQUE DE DISTRIBUTION DE DIVIDENDES SUR STRUCTURE DE CAPITAL : ETUDE EMPIRIQUE

(2006), ont décomposé ce ratio en distinguant l'endettement à court terme de celui à moyen et long terme

Dans le cadre de notre étude, la variable dépendante retenue est le ratio d'endettement à moyen et long terme (Long Term Debt Ratio), défini comme le rapport entre le montant des dettes à moyen et long terme et le total du passif de l'entreprise. Ce ratio est exprimé par la formule suivante :

$$Enlmt = \frac{Dette \text{ a moyenne et long terme}}{Total \text{ Passif}}$$

1.2 Les variables explicatives

En s'appuyant sur les études antérieures, plusieurs facteurs ont été identifiés comme pouvant influencer la structure du capital, dont le principal, dans le cadre de notre recherche, est le taux de distribution des dividendes. Nous présentons ci-après les différentes variables retenues pour l'analyse. Leur sélection a été guidée par la disponibilité des données dans notre échantillon, ainsi que par les informations issues des documents comptables des entreprises.

1.2.1 Le taux de distribution de dividendes

Le dividende correspond à la part des bénéfices qu'une entreprise décide de distribuer à ses actionnaires. Parmi les différentes mesures du dividende, le taux de distribution constitue un indicateur clé

$$TDD = \frac{Dividendes_t}{(Résultat \text{ net} + \text{repport à nouveau})_{t-1}}$$

Cette formule a été utilisée précédemment par Aissani et Bou Ciki (2016). Elle exprime la proportion des bénéfices distribués sous forme de dividendes, en rapport avec l'ensemble des ressources bénéficiaires disponibles, à savoir le résultat net augmenté du report à nouveau. Elle permet ainsi d'évaluer la politique de distribution de l'entreprise tout en mettant en évidence la part des bénéfices conservée pour financer la croissance et renforcer la structure financière.

Bien que certaines études associent une politique de dividendes généreuse à un signal positif pour les créanciers (Miller & Rock, 1985 ; Ghasemi et al., 2018 ; Abbas et al., 2016), la plupart des recherches théoriques et empiriques montrent un impact négatif du taux de distribution sur l'endettement. Selon la théorie de l'ordre hiérarchique (Myers & Majluf, 1984), une forte

CHAPITRE III : L'IMPACT DE LA POLITIQUE DE DISTRIBUTION DE DIVIDENDES SUR STRUCTURE DE CAPITAL : ETUDE EMPIRIQUE

distribution de dividendes réduit les ressources internes et limite le recours à l'endettement. La théorie de l'agence (Easterbrook, 1984) voit les dividendes comme un moyen de restreindre les flux de trésorerie et prévenir l'endettement excessif. Ces résultats sont confirmés par diverses études empiriques (Al-Najjar, 2011 ; El-Halaby et al., 2018 ; Mfopain, 2015 ; etc.).

H1 : Le taux de distribution de dividendes exerce un impact négatif sur le niveau d'endettement.

1.2.2 La taille

La taille de l'entreprise est considérée comme l'un des principaux déterminants de la structure du capital. Elle est généralement mesurée à l'aide du logarithme népérien, appliqué soit au chiffre d'affaires, comme le suggèrent Cortez et Susanto (2012), soit au total de l'actif, selon Chen (2004), Frank et Goyal (2003), Kazmierska-Jozwiak (2015), Moradi et Paulet (2019), Soufiane Amara (2020), Zaghoud Taber (2006) et Mourad Belkacemi (2019).

Dans le cadre de notre étude, nous avons retenu le logarithme népérien du total des actifs comme indicateur de la taille des entreprises.

$$\textit{Taille} = \textit{Log} (\textit{Total Actif})$$

La majorité des études théoriques et empiriques établissent une relation positive entre la taille de l'entreprise et son niveau d'endettement. Conformément aux théories du compromis et de l'agence, les grandes entreprises sont perçues comme moins risquées, ce qui facilite leur accès au financement par la dette (Marsh, 1982 ; Titman & Wessels, 1988 ; Rajan & Zingales, 1995). Cette relation a été confirmée par plusieurs recherches empiriques, notamment celles de Wiwattanakantang (1999), Correia et al. (2015) et Belkacemi (2019). Bien que la théorie de l'ordre hiérarchique propose une perspective opposée, les résultats empiriques tendent à confirmer l'influence positive de la taille sur l'endettement.

H2 : La taille de l'entreprise influence positivement son niveau d'endettement.

1.2.3 La liquidité

La liquidité, en tant que capacité d'une entreprise à faire face à ses obligations à court terme, joue un rôle clé dans la structure du capital. Elle sera mesurée à l'aide de plusieurs ratios, dont le ratio de liquidité générale, rapide et immédiate, pouvant influencer les décisions d'endettement. Ces indicateurs financiers sont susceptibles d'exercer une influence

significative sur les décisions d'endettement de l'entreprise. La variable de la liquidité sera opérationnalisée à travers le ratio suivant :

$$Liq = \frac{Disponibilité}{Total Actif}$$

La théorie du compromis postule que la liquidité influence positivement l'endettement, car une liquidité élevée réduit le risque pour les créanciers et offre des avantages fiscaux (Harris et Raviv, 1990). À l'inverse, la théorie du financement hiérarchisé suggère une relation négative, les entreprises disposant de ressources internes favorisant l'autofinancement. Les études empiriques sont divergentes : une relation positive entre liquidité et endettement a été constatée au Nigeria (Akinyomi & Olagunju, 2013), au Koweït (Gharaibeh, 2015) et en Algérie pour l'endettement à court terme (Belkacemi, 2019), montrant que les entreprises plus liquides sont perçues comme plus solvables. En revanche, une relation négative a été relevée en Iran (Alipour et al., 2015) et par Eloundoud & Chi (2024), confirmant que les entreprises riches en ressources internes privilégient l'autofinancement. Il en ressort donc que :

H3 : La relation entre la liquidité et le taux d'endettement peut être soit être positive soit négative.

1.2.4 La Rentabilité

La rentabilité d'une entreprise constitue un indicateur clé de sa performance, représentant les revenus générés sur une période donnée. Elle figure parmi les principaux critères examinés par les entreprises lors de leurs décisions de financement et dans l'évaluation du risque par les créanciers. Cet indicateur est souvent mesuré par le ratio des résultats avant intérêts et impôts sur le total des actifs, utilisé par Rajan et Zingales (1995), A. Dittmar (2004), Guerrache Mohamed (2014), Amarouch (2014) et M. Mourad Belkacemi (2019). Il est représenté par le ratio :

$$ROA = \frac{Résultats\ avant\ intérêt\ et\ impôts}{Total\ actifs}$$

Le niveau de rentabilité est un facteur déterminant dans les décisions d'endettement. Un ratio de rentabilité élevé signifie généralement plus de fonds internes disponibles, ce qui, selon la théorie de l'ordre hiérarchique, pourrait réduire le recours à l'endettement (Titman & Wessels, 1988 ; Rajan & Zingales, 1995 ; Fama & French, 2000 ; Booth et al., 2001). Ces entreprises préfèrent financer leurs projets d'investissement par leurs bénéfices retenus.

CHAPITRE III : L'IMPACT DE LA POLITIQUE DE DISTRIBUTION DE DIVIDENDES SUR STRUCTURE DE CAPITAL : ETUDE EMPIRIQUE

Dans le contexte de l'économie algérienne, et contrairement à la théorie du compromis qui suggère une relation positive en raison des avantages fiscaux (Gaud & Jani, 2002), les entreprises s'appuient principalement sur l'autofinancement. Ainsi, en cas de rentabilité élevée, elles auront moins besoin de recourir à l'endettement. De nombreuses études empiriques (Jordan et al., 1999 ; Hussain, 1997 ; Hirota, 1999 ; Guerrache Mohamed, 2015 ; Correia et al., 2015 ; Huang & Song, 2002 ; Friend & Lang, 1988 ; Kester, 1986) confirment cette tendance.

H4 : la rentabilité économique a un effet négatif sur le niveau d'endettement.

1.2.5 La tangibilité des actifs

La tangibilité des actifs constitue un déterminant essentiel de la structure du capital des entreprises, car elle reflète la capacité de l'entreprise à fournir des garanties matérielles susceptibles d'être utilisées pour couvrir ses obligations en cas de défaillance de paiement. Cette approche est notamment utilisée par Taghane Rayene (2019), Sibindi (2018), Halima Telali (2017), Soufiane Amara (2020) et Guerrache Mohamed (2014). Elle est généralement mesurée par le ratio suivant :

$$Tang = \frac{\text{immobilisation corporelle}}{\text{Total Actif}}$$

Les principales théories financières, notamment celles de l'agence, du compromis (TOT) et du financement hiérarchique (POT), suggèrent une relation positive entre la tangibilité des actifs et le niveau d'endettement. Des actifs tangibles importants servent de garanties solides pour les créanciers, facilitant ainsi l'accès au financement externe. Bien que certaines études empiriques présentent des résultats contrastés (Titman & Wessels, 1988), la tendance générale confirme cette relation positive (Rajan & Zingales, 1995 ; Wiwattanakantang, 1999 ; Hirota, 1999 ; Jordan, Lowe & Taylor, 1999). Correia et al. (2015) soulignent que ce lien est encore plus marqué en période d'instabilité économique. Dans le contexte spécifique de l'économie algérienne, où les entreprises dépendent principalement de l'endettement bancaire et de l'autofinancement, la présence d'actifs tangibles renforce leur capacité d'accès aux crédits bancaires. Il est donc attendu que :

H5 : La tangibilité des actifs influence positivement le niveau d'endettement.

2 Spécificités du modèle

Dans le cadre de notre étude portant sur l'impact de la politique de distribution de dividendes sur la structure du capital, nous nous intéressons particulièrement à l'effet du taux de distribution des dividendes (TDD) sur le niveau d'endettement des entreprises.

Le modèle que nous adoptons considère l'endettement comme variable dépendante, et le TDD comme variable explicative principale. D'autres variables susceptibles d'influencer l'endettement sont également intégrées, notamment la rentabilité (ROA), la taille de l'entreprise (SIZE), liquidité (LIQ) ainsi la tangibilité des actifs (TANG).

L'échantillon étudié est composé de 75 entreprises, observées sur une période de cinq ans. Le modèle économétrique peut s'écrire comme suit :

$$Enlmt_{it} = \beta_0 + \beta_1 TDD_{it} + \beta_2 ROA_{it} + \beta_3 Taille_{it} + \beta_4 LIQ_{it} + \beta_5 Tang_{it} + \varepsilon_{it}$$

Avec :

- $i = 1, 2, \dots, 75$: indice des entreprises ;
- $t = \{1, \dots, 5\}$: indice des périodes ;
- β_0 : constante du modèle ;
- β_k : ($k = 1, 2, \dots, 4$) : coefficients des variables explicatives ;
- ε_{it} : le terme d'erreur.

Ce modèle vise à identifier l'effet de la politique de distribution de dividendes sur la structure du capital des entreprises, tout en contrôlant les autres facteurs internes susceptibles d'influencer leur recours à l'endettement.

3 Etude descriptive :

Avant de présenter les résultats d'estimation du modèle, il convient d'abord de fournir des statistiques descriptives sur les variables utilisées, afin de mesurer l'impact de la politique de distribution de dividendes sur la structure du capital des grandes entreprises privées algériennes.

3.1 Analyse descriptive des variables du modèle économétrique

Le tableau ci-dessous récapitule la moyenne, l'écart-type, le minimum et le maximum de chaque variable, dépendante et indépendante.

Tableau 2: Statistiques descriptives des variables du modèle.

Variable	Obs	Mean	Std. Dev	Min	Max
ENMLT	375	0.1104057	0.179293	-0.0552478	0.7529151
TDD	375	0.2536198	0.4762274	-0.4118665	3.542386
Taille	375	9.44452	0.7159699	7.450387	11.54142
ROA	375	0.0763262	0.0978928	-0.3739703	0.5445818
Liq	375	0.2123039	0.1845773	0.0001026	0.7469331
Teng	375	0.1998826	0.2009874	0	0.7701674

Source : A partir des traitements statistiques par le logiciel STATA 13.0 (Voir ANNEXE 1).

On observe dans le tableau ci-dessus que le nombre d'observations pour les différentes variables est identique (375 observations), ce qui signifie que notre panel est complet et ne présente pas de valeurs manquantes sur les variables étudiées.

L'endettement à moyen et long terme (ENMLT) des entreprises de l'échantillon présente une moyenne de 11,04%, avec des variations importantes reflétées par un écart-type de 0,1793. Les valeurs extrêmes, allant de -0,0552 à 0,7529, révèlent des situations financières contrastées : certaines entreprises disposent d'un excédent d'actifs par rapport à leurs dettes à long terme, tandis que d'autres affichent un niveau d'endettement élevé, dépassant 75%. Cette dispersion souligne la diversité des stratégies financières adoptées, certaines entreprises privilégiant une gestion prudente avec peu ou pas d'endettement, et d'autres ayant recours à un levier financier

CHAPITRE III : L'IMPACT DE LA POLITIQUE DE DISTRIBUTION DE DIVIDENDES SUR STRUCTURE DE CAPITAL : ETUDE EMPIRIQUE

important. Ces écarts pourraient s'expliquer par des différences sectorielles, des politiques d'investissement distinctes ou des approches variées en matière de distribution de dividendes.

Le taux de distribution des dividendes (TDD) varie entre -0,4119 et 3,5424, avec une moyenne de 25,36 % pour l'ensemble des entreprises de l'échantillon. Un TDD supérieur à 1 indique que certaines entreprises ont distribué des dividendes dont le montant total dépasse le résultat net et le report à nouveau au cours de la période, ce qui peut traduire un recours aux réserves antérieures ou à un endettement accru pour rémunérer les actionnaires. On observe un écart-type de 0,4762, ce qui témoigne d'une forte dispersion des politiques de distribution entre les firmes.

La taille des entreprises (Taille) s'étend de 7,45 à 11,54 avec une moyenne de 9,44 pour l'échantillon. L'écart-type modéré de 0,716 indique une dispersion raisonnable autour de cette moyenne, confirmant que les tailles varient de façon modérée entre les entreprises, la plupart se situant dans une fourchette relativement resserrée autour de 9,44.

La liquidité (Liq) s'étend de 0,0001 à 0,7469 avec une moyenne de 0,2123. L'écart-type modéré de 0,1846 suggère une dispersion raisonnable des niveaux de liquidité autour de cette moyenne, indiquant que la plupart des entreprises maintiennent des positions de trésorerie comparables, bien que certaines présentent des écarts significatifs.

La rentabilité économique (ROA) s'étend de -0,3739 à 0,5446, avec une moyenne de 0,0763. La présence de valeurs négatives témoigne de périodes où certaines entreprises ont enregistré des pertes. L'écart-type de 0,0979 montre une variabilité modérée autour de cette moyenne, soulignant des disparités dans les performances financières des entreprises.

La tangibilité des actifs (Teng) s'étend de 0 à 0,7702 avec une moyenne de 0,1999 pour l'échantillon. L'écart-type de 0,2010 révèle une dispersion relativement large autour de cette moyenne, ce qui suggère que les entreprises présentent une grande diversité dans leurs structures d'actifs. Certaines entreprises privilégient les actifs corporels, tandis que d'autres se concentrent sur des actifs immatériels ou financiers, entraînant une répartition variée au sein de l'échantillon.

CHAPITRE III : L'IMPACT DE LA POLITIQUE DE DISTRIBUTION DE DIVIDENDES SUR STRUCTURE DE CAPITAL : ETUDE EMPIRIQUE

3.2 Analyse de la corrélation

Dans le cadre de l'analyse de l'impact de la politique de distribution de dividendes sur la structure du capital, et afin de vérifier l'absence de multicolinéarité entre les variables explicatives, nous avons calculé la matrice de corrélation entre les variables du modèle (voir Annexe 2).

Tableau 3: Matrice des corrélations entre les variables de régressions.

	ENMLT	TDD	Taille	ROA	Teng
ENMLT	1.0000				
TDD	-0.1958*	1.0000			
Taille	0.0681	0.1836*	1.0000		
Liq	-0.2477*	0.1560*	0.0436		
ROA	-0.1981*	0.2603*	-0.0154	1.0000	
Teng	0.2224*	0.1015*	0.2419*	-0.0719	1.0000

* significatif au seuil de 5%.

Source : A partir des traitements statistiques par le logiciel STAT 13.0.

Comme le montre la matrice, la variable dépendante ENLMT (endettement à long et moyen terme) présente une corrélation négative et significative avec TDD (-0.1958), LIQ (-0.2477) et ROA (-0.1981), ce qui suggère que lorsque la rentabilité, la liquidité ou le taux de distribution de dividendes augmentent, l'endettement à long et moyen terme tend à diminuer. À l'inverse, une corrélation positive et significative est observée entre l'endettement et TENG (0.2224), ce qui peut traduire une certaine complémentarité entre l'endettement à moyen terme et à long terme dans la structure du capital.

La variable explicative centrale de notre étude, le taux de distribution de dividendes (TDD), est positivement et significativement corrélée avec la taille (0.1836) et la rentabilité (ROA) (0.2603), ce qui laisse penser que les entreprises plus grandes et plus rentables tendent à verser davantage de dividendes. Sa corrélation avec la liquidité est également positive (0.1560), bien qu'elle ne soit pas significative.

En ce qui concerne la taille, elle présente une corrélation positive avec TDD, TENG et dans une moindre mesure avec Liq, ce qui suggère que les entreprises de plus grande taille

CHAPITRE III : L'IMPACT DE LA POLITIQUE DE DISTRIBUTION DE DIVIDENDES SUR STRUCTURE DE CAPITAL : ETUDE EMPIRIQUE

tendent à recourir davantage à l'endettement court terme et à verser des dividendes plus généreux.

La liquidité est négativement et significativement corrélée avec ENLMT et TENG, et faiblement positive avec ROA, ce qui peut indiquer qu'une meilleure situation de trésorerie est associée à un moindre recours à l'endettement.

Quant à la rentabilité (ROA), elle est significativement négativement corrélée avec ENLMT et positivement avec TDD, confirmant qu'une meilleure performance financière s'accompagne d'un moindre recours à la dette et d'une politique de dividende plus généreuse.

Enfin, TENG (endettement à court terme) est positivement et significativement lié à ENLMT et à la taille, ce qui suggère que les entreprises ayant un niveau élevé d'endettement court terme ont tendance à avoir aussi un endettement à long terme plus élevé.

Il est à noter qu'aucun des coefficients de corrélation n'excède 0,80, ce qui écarte a priori le risque de multicolinéarité forte. Une vérification complémentaire via les coefficients VIF sera présentée dans la section suivante.

3.3 Test de VIF

Dans le cadre d'une régression, la présence de multicolinéarité entre les variables explicatives peut entraîner des distorsions dans les résultats, notamment par l'instabilité des coefficients estimés et l'augmentation de leur variance. Cela rend l'interprétation du modèle plus incertaine. Pour évaluer la présence d'une éventuelle multicolinéarité, nous avons procédé au calcul du facteur d'inflation de la variance (VIF) pour l'ensemble des variables explicatives. Le tableau qui suit présente les résultats du test (VIF).

Tableau 4: Test VIF pour les variables explicatives du modèle

Variable	VIF	1/VIF
TDD	1.14	0.874277
Teng	1.14	0.876868
Liq	1.10	0.905395
Taille	1.10	0.908432
ROA	1.10	0.910761
Mean VIF	1.12	

Source : A partir des traitements statistiques par le logiciel STATA 13.0 (Voir ANNEXE 3).

CHAPITRE III : L'IMPACT DE LA POLITIQUE DE DISTRIBUTION DE DIVIDENDES SUR STRUCTURE DE CAPITAL : ETUDE EMPIRIQUE

L'analyse du tableau montre que toutes les valeurs de VIF sont largement inférieures au seuil critique de 10 généralement retenu comme indicateur de multicolinéarité problématique. Le VIF le plus élevé est de 1.14, et la moyenne des VIF est de 1.12, ce qui témoigne d'un niveau très faible de dépendance linéaire entre les variables explicatives.

Ces résultats permettent de conclure à l'absence de multicolinéarité significative, et valident ainsi la robustesse du modèle pour les estimations ultérieures.

Section 3 : L'estimation du modèle en données de panel et interprétation des résultats

Cette section est consacrée à l'analyse multivariée réalisée en vue de tester les hypothèses de recherche. Après avoir présenté les variables du modèle, les hypothèses formulées et les statistiques descriptives, elle s'articule autour de deux volets principaux : d'une part, la spécification et la validation du modèle économétrique adopté, et d'autre part, l'interprétation des résultats obtenus à partir des régressions menées.

1 Spécification du modèle économétrique

1.1 Test de spécification de Fisher

Le test de Fisher constitue un outil essentiel permettant de déterminer la présence d'hétérogénéité non observée entre les entités étudiées, autrement dit, d'évaluer la pertinence d'un modèle à effets individuels par rapport à un modèle à effets communs.

Les résultats détaillés issus du logiciel STATA sont présentés en annexe. Nous en proposons ci-après une synthèse.

Il vise à trancher entre les deux hypothèses suivantes :

$$\begin{cases} \mathbf{H}_0 : \text{absence d'effets individuels (modèle à effets constants ou pooled OLS).} \\ \mathbf{H}_1 : \text{présence d'effets individuels (modèle à effets fixes ou aléatoires)} \end{cases} .$$

La statistique de Fisher suit, sous l'hypothèse nulle, une loi F. Le rejet de H_0 est prononcé lorsque la probabilité associée est inférieure au seuil conventionnel de 5 %.

Les résultats du test sont les suivants :

Tableau 5: Test de Fisher.

Test de Fisher		
Fixed-effects (within)regression		Number of obs = 375
Group variable: societe		Number of groups = 75
F test that all u _i =0:	F (74,295) = 18.94	Prob > F = 0.0000

Source : Résultats obtenus du logiciel Stata 13.0.

D'après le tableau (voir Annexe 4), La p-value obtenue (0.0000) est nettement inférieure au seuil de signification de 5 %, ce qui conduit au rejet de l'hypothèse nulle H_0 . Ce résultat indique que les effets individuels sont statistiquement significatifs dans le modèle, confirmant l'existence de spécificités propres à chaque entité de l'échantillon. Par conséquent, le recours à un modèle à effets constants (pooled OLS) serait inapproprié. Il convient dès lors d'adopter un modèle à effets individuels (fixes ou aléatoires) afin de mieux capter les hétérogénéités non observées entre les différentes unités de panel.

1.2 Test de Hausman

Le test de Hausman permet de déterminer si un modèle à effets fixes (FE) ou à effets aléatoires (RE) est plus approprié pour l'analyse de données de panel. Il compare les estimations des deux modèles afin de détecter des différences significatives, qui indiqueraient une corrélation entre les effets individuels inobservés et les variables explicatives. Ce test repose sur les hypothèses suivantes :

$$\begin{cases} H_0 : \text{Présence d'effets fixes.} \\ H_1 : \text{Présence d'effets aléatoires.} \end{cases}$$

La décision d'accepter ou de rejeter l'hypothèse nulle dépend de la valeur de la probabilité (p-value) obtenue à l'issue du test. Lorsque cette valeur est inférieure au seuil critique de 5 %, cela indique une corrélation entre les effets spécifiques et les variables explicatives, ce qui justifie le recours à un modèle à effets fixes.

Les résultats du test de Hausman sont présentés dans le tableau ci-dessous :

Tableau 6: Test de Hausman

Hausman Test	
$\chi^2(5) = (b-B)'[(V_b - V_B)^{-1}] (b-B) = 10.32$	
Prob> χ^2	= 0.0665

Source : Traitement des données selon le logiciel Stata 13.0

D'après ces résultats (voir annexe 5), la probabilité du test est de 0.0665, soit supérieure au seuil de 5%. Ainsi, nous ne rejetons pas l'hypothèse nulle. Cela signifie que le modèle à effets fixes est approprié dans ce cas, et donc préférable au modèle à effets aléatoires.

1.3 Test de Breusch-Pagan

1.1 Le test du multiplicateur de Lagrange de Breusch-Pagan (LM test) permet de déterminer s'il existe des effets aléatoires dans un modèle de régression en panel. Ce test confronte deux hypothèses.

$$\begin{cases} H_0 : \text{Absence d'effet aléatoires.} \\ H_1 : \text{Présence d'effets aléatoires.} \end{cases}$$

La décision de rejeter ou non l'hypothèse nulle repose sur la valeur de la p-value obtenue. Si cette dernière est inférieure au seuil de 5%, cela indique que les effets aléatoires sont statistiquement significatifs et que l'hypothèse nulle doit être rejetée au profit de l'hypothèse alternative.

Le tableau suivant comporte les résultats obtenus à l'aide du logiciel STATA

Tableau 7: Test de Breusch-Pagan

Breusch and Pagan Lagrangian multiplier test for random effects
$\chi^2(01) = 432.36$
Prob > $\chi^2 = 0.0000$

Source : A partir des traitements statistiques par le logiciel STATA13.0

D'après les résultats du tableau 3.8 (voir annexe 6), La p-value de 0.0000 nettement inférieure au seuil de signification de 5%, conduit au rejet de l'hypothèse nulle d'absence d'effets

aléatoires. Ce résultat indique une présence hautement significative d'hétérogénéité individuelle non observée dans les données. Par conséquent, l'utilisation d'un modèle prenant en compte les effets aléatoires s'avère nécessaire pour une analyse appropriée des données de panel.

2 Les tests de validité du modèle économétrique

2.1 Test d'autocorrélation (serial corrélation)

Pour tester l'autocorrélation des résidus dans les données de panel, nous avons appliqué le test de Wooldridge, qui permet de trancher entre les deux hypothèses suivantes :

$$\begin{cases} H_0 : \text{absence d'autocorrélation} \\ H_1 : \text{présence d'autocorrélation} \end{cases}$$

La décision d'accepter ou de rejeter l'hypothèse nulle d'absence d'autocorrélation des résidus dépend de la p-value. Si celle-ci est inférieure au seuil de signification de 5 %, l'hypothèse nulle est rejetée, ce qui indique une autocorrélation significative des résidus.

Les résultats de ce test sont présentés dans le tableau ci-dessous (voir Annexe 6) :

Tableau 8: Résultats du test d'Autocorrélation.

wooldridge test for autocorrelation in panel data
H0: no first-order autocorrelation
F (1, 74) = 8.838
Prob > F = 0.0040

Source : Résultats obtenus du logiciel Stata 13.0

Le test révèle une probabilité de 0,0040, inférieure au seuil de 5 %. Par conséquent, l'hypothèse nulle d'absence d'autocorrélation est rejetée, ce qui confirme la présence d'un problème d'autocorrélation des résidus.

Nous abordons à présent la dernière étape, qui consiste à examiner la présence éventuelle d'un problème d'hétéroscédasticité. Cette notion s'oppose à celle d'homoscédasticité, laquelle désigne une situation où la variance des erreurs reste constante. Pour effectuer cette vérification, nous avons suivi les procédures appropriées à l'aide du logiciel STATA 13.0.

2.2 Test d'hétéroscédasticité

Ce test, réalisé en plusieurs étapes à l'aide du logiciel STATA, permet de déterminer si le modèle présente un problème d'hétéroscédasticité. Les hypothèses associées à ce test sont formulées comme suit :

$$\begin{cases} H_0 : \text{absence d'hétéroscédasticité} \\ H_1 : \text{présence d'hétéroscédasticité} \end{cases}$$

Si la probabilité (p-value) est supérieure au seuil de 5 %, l'hypothèse nulle d'absence d'hétéroscédasticité est acceptée, indiquant ainsi que le modèle ne présente pas de problème d'hétéroscédasticité.

Les résultats du test sont présentés dans le tableau suivant (voir Annexe 7).

Tableau 9: Test d'hétéroscédasticité

Cross-sectional time-series FGLS regression	
Coefficients : generalized least squares	
Panels : heteroskedastic	
Correlation : no autocorrelation	
local df = e(N_g) - 1	
lrtest hetero homosk df (74)	
Likelihood-ratio test	LR chi2(74) = -3905.98
(Assumption: hetero nested in homosk)	Prob > chi2 = 1.0000

Source : Résultats obtenus du logiciel Stata 13.0

Lorsque la probabilité (p-value) est supérieure au seuil de 5 %, on ne rejette pas l'hypothèse nulle, ce qui suggère l'absence d'hétéroscédasticité.

3 Présentation et interprétation des résultats

Les résultats présentés ci-après sont issus des estimations du modèle de régression, ajusté selon les spécificités de notre échantillon, et visent à analyser l'effet des variables explicatives sur le niveau d'endettement à moyen et long terme. Cette analyse s'appuie sur les tests économétriques exposés précédemment. L'interprétation portera sur les coefficients des variables explicatives, en mettant en évidence leur signification statistique et la conformité de leurs signes avec les hypothèses formulées ainsi qu'avec les résultats des travaux empiriques

CHAPITRE III : L'IMPACT DE LA POLITIQUE DE DISTRIBUTION DE DIVIDENDES SUR STRUCTURE DE CAPITAL : ETUDE EMPIRIQUE

antérieurs. Les estimations ont été réalisées à l'aide de la méthode PCSE, comme présenté dans le tableau suivant.

Tableau 10: Résultats de l'analyse multivariée pour le modèle.

Linear regression, correlated panels corrected standard errors (PCSEs)			
Variable	Signe attendu	Coefficient	P-value
TDD	-	-0.0638686	0.000***
Taille	+	0.0153192	0.012***
Liq	+/-	-0.1620083	0.000***
ROA	-	-0.2088234	0.000***
Teng	+	0.1607919	0.000***
_cons		0.0001159	0.998
R-squared		0.1414	
Wald chi2		463.90	
Prob > chi2		0.0000	
Number of obs		375	

(***) significatif au seuil de 1% et (**) significatif au seuil de 5%

Source : Résultats produits à partir des traitements statistiques par logiciel STATA 13.

D'après les résultats du modèle estimant l'impact de la politique de distribution des dividendes sur la structure de capital (voir Annexe 8). Sur la base de l'analyse statistique des résultats montrés dans le tableau ci-dessus, on constate que le nombre d'observations utilisées dans le modèle est de 375 observations. Le R-squared = 0.1414 pour notre modèle signifie que le pouvoir explicatif du modèle est de 14.14% et que les variables choisies expliquent jusqu'à 14.14% des variations de l'endettement à moyen et long terme (ENMLT) des entreprises étudiées. Cependant, d'autres variables peuvent également influencer cette structure de capital.

CHAPITRE III : L'IMPACT DE LA POLITIQUE DE DISTRIBUTION DE DIVIDENDES SUR STRUCTURE DE CAPITAL : ETUDE EMPIRIQUE

Par ailleurs, le test de Wald ($\chi^2 = 463,90$; $p\text{-value} = 0,0000$) confirme la significativité globale du modèle au seuil de 1 %. Cela valide la spécification retenue et justifie son utilisation pour analyser les déterminants de l'endettement.

L'analyse des coefficients montre que les variables TDD (taux de distribution des dividendes), liquidité (Liq), rentabilité économique (ROA) et tangibilité des actifs (Teng) sont hautement significatives au seuil de 1 %, tandis que la taille de l'entreprise (Taille) est significative au seuil de 5 %. En revanche, la constante ($_cons$) n'est pas significative, ce qui indique qu'elle n'apporte pas d'information statistiquement utile dans le modèle. On peut expliquer la relation entre les variables indépendantes et la variable cible comme suit :

❖ Le taux de distribution de dividendes (TDD)

Le coefficient estimé de $-0,0639$ pour la variable TDD est négatif et statistiquement très significatif ($p\text{-value} < 0,001$). Cela signifie qu'une augmentation de 1 % du taux de distribution des dividendes se traduit, toutes choses égales par ailleurs, par une baisse d'environ 0,064 % du ratio d'endettement de l'entreprise.

Cette relation négative s'explique par plusieurs mécanismes clés. Premièrement, selon la théorie du financement hiérarchique (Myers & Majluf, 1984), les entreprises privilégient les bénéfices non distribués comme source de financement, limitant ainsi leur recours à l'endettement (Mfopain, 2015 ; El-Halaby, 2018).

Deuxièmement, les restrictions imposées par les covenants bancaires (Jensen, 1986) limitent les distributions de dividendes pour protéger les créanciers, particulièrement dans les contextes à gouvernance rigoureuse (Frank & Goyal, 2009). Enfin, l'effet disciplinaire des dividendes (La Porta et al., 2000) encourage une gestion plus prudente des ressources, surtout dans les marchés présentant des asymétries informationnelles (Antonioni et al., 2008). Ces éléments confirment l'hypothèse (H1) d'un impact négatif des distributions sur l'endettement.

❖ La taille

La variable de taille présente un coefficient positif de $0,0153192$, significatif au seuil de 5% ($p\text{-value} = 0,012$). Cela indique que la taille influence positivement le niveau d'endettement dans notre modèle. Concrètement, une augmentation de la taille de l'entreprise entraîne, toutes choses égales par ailleurs, une hausse de son recours à la dette.

CHAPITRE III : L'IMPACT DE LA POLITIQUE DE DISTRIBUTION DE DIVIDENDES SUR STRUCTURE DE CAPITAL : ETUDE EMPIRIQUE

Cette relation positive entre taille et endettement est cohérente avec les études de Marsh (1982) et Rajan & Zingales (1995), ainsi qu'avec la plupart des recherches antérieures. Elle s'explique par le fait qu'une plus grande taille offre aux entreprises un meilleur accès aux marchés de crédit, grâce à leur réputation établie et leur stabilité financière accrue. Selon les théories du compromis (Kraus & Litzenberger, 1973) et de l'agence (Jensen & Meckling, 1976), les entreprises de taille importante peuvent supporter davantage de dette car elles présentent un risque de faillite moindre, bénéficient d'avantages fiscaux significatifs et utilisent l'endettement comme mécanisme de discipline managériale. Cela confirme pleinement l'hypothèse (H2) d'une relation positive entre taille et niveau d'endettement.

❖ La liquidité

La variable de liquidité (Liq) présente un coefficient négatif de -0,1620083, significatif au seuil de 1% (p-value = 0,000). Ce résultat indique que la liquidité influence négativement le niveau d'endettement dans notre modèle. Concrètement, une augmentation de la liquidité entraîne une réduction du recours à la dette, toutes choses égales par ailleurs.

Cette relation négative entre liquidité et endettement correspond aux études d'Alipour, Mohammadi et Derakhshan (2015) ainsi qu'à celle d'Eloundoud et Chi (2024). Elle s'explique par le fait que des liquidités plus importantes permettent aux entreprises de réduire leur recours à l'endettement. Selon la théorie du financement hiérarchique, les entreprises disposant de ressources internes suffisantes privilégient l'autofinancement plutôt que le financement externe. Cela dévoile l'hypothèse (H3) en confirmant qu'il existe une relation négative entre la liquidité et l'endettement moyen et long terme.

❖ La rentabilité

La variable de rentabilité (ROA) présente un coefficient négatif de -0,2088234 et est extrêmement significative avec une p-value proche de zéro. Cela indique que la rentabilité influence négativement le niveau d'endettement dans notre modèle. Plus précisément, une augmentation de 1% du retour sur actifs entraînerait, toutes choses égales par ailleurs, une diminution de 0,21% du niveau d'endettement.

Cette relation négative s'explique principalement par la préférence des entreprises rentables pour l'autofinancement, conformément à la théorie de l'ordre hiérarchique (Pecking Order Theory). Les entreprises générant des profits élevés disposent de ressources internes suffisantes

CHAPITRE III : L'IMPACT DE LA POLITIQUE DE DISTRIBUTION DE DIVIDENDES SUR STRUCTURE DE CAPITAL : ETUDE EMPIRIQUE

pour financer leurs investissements, réduisant ainsi leur recours à la dette externe (Myers et Majluf, 1984). Cette approche permet d'éviter les coûts d'agence et les asymétries d'information associés aux financements externes.

Par ailleurs, les entreprises rentables cherchent à minimiser les risques financiers, notamment les coûts de faillite, en limitant leur endettement. Les études de Titman et Wessels (1988) et Rajan et Zingales (1995) confirment cette tendance, soulignant que les flux de trésorerie élevés rendent superflu le recours à la dette comme mécanisme de discipline externe. Enfin, cette relation est cohérente avec les travaux empiriques de Booth et al. (2001) et Huang et Song (2002), qui observent une préférence marquée pour l'autofinancement dans les entreprises performantes. Ce résultat soutient l'hypothèse (H4) selon laquelle la rentabilité économique a un effet négatif sur le niveau d'endettement.

❖ La tangibilité

Le coefficient associé à la tangibilité des actifs est estimé à 0,1608 et se révèle significatif au seuil de 1 % (p-value = 0,000), mettant en évidence un lien positif entre cette variable et le niveau d'endettement dans notre modèle. Plus précisément, une augmentation de la proportion d'actifs tangibles entraîne une hausse significative du recours à la dette, toutes choses égales par ailleurs.

Cette relation positive entre tangibilité et endettement est cohérente avec les études de Rajan & Zingales (1995) et Wiwattanakantang (1999), ainsi qu'avec la majorité des recherches empiriques. Elle s'explique par le fait que les actifs tangibles offrent des garanties solides aux créanciers, réduisant ainsi le risque perçu et facilitant l'accès au crédit. Selon les théories du compromis (Kraus & Litzenberger, 1973) et de l'agence (Jensen & Meckling, 1976), les entreprises disposant d'actifs corporels importants peuvent supporter davantage de dette car ces actifs servent de collatéral, limitent les problèmes d'agence et permettent de bénéficier pleinement des avantages fiscaux liés à l'endettement. Ces résultats confirment l'hypothèse (H5) selon laquelle la tangibilité des actifs influence positivement le niveau d'endettement des entreprises.

Conclusion

Cette étude empirique vise à analyser l'impact de la politique de distribution des dividendes sur la structure de capital des grandes entreprises privées algériennes. Pour atteindre cet objectif, nous avons recouru à une analyse économétrique basée sur des données de panel, couvrant un échantillon de 75 entreprises collectées auprès du Centre National du Registre de Commerce. La période 2019-2023.

Après avoir exposé les différentes variables du modèle, une analyse descriptive a été réalisée afin d'obtenir un aperçu global de l'échantillon et de vérifier la validité statistique des données. La suite du chapitre a été consacrée à l'estimation du modèle économétrique et à l'interprétation des résultats obtenus.

Les résultats montrent que la politique de distribution des dividendes exerce un effet significatif et négatif sur le niveau d'endettement à moyen et long terme, ce qui confirme l'hypothèse principale de notre recherche. Par ailleurs, la taille des entreprises et la tangibilité des actifs ont un impact positif et significatif sur l'endettement, tandis que la rentabilité et la liquidité agissent négativement et de manière significative. Ces résultats mettent en évidence l'importance des caractéristiques internes des entreprises dans le choix de leur structure de capital, tout en soulignant le rôle modérateur de la politique de distribution des dividendes dans le contexte des grandes entreprises privées algériennes.

Ainsi, l'ensemble des variables retenues dans notre modèle sont significatives et leurs signes sont conformes aux prédictions théoriques et aux études empiriques antérieures. Ces résultats confirment que la politique de distribution des dividendes et les caractéristiques internes des entreprises influencent de manière déterminante leur structure de capital, en particulier dans le contexte spécifique des grandes entreprises privées algériennes.

CONCLUSION GENERALE

Conclusion

L'objectif de la présente recherche était d'analyser l'impact que peut exercer la politique de distribution de dividendes sur la structure du capital des grandes entreprises privées algériennes. Nous avons traité des aspects conceptuels liés à la structure du capital et à la politique de distribution de dividendes, examiné les principales théories explicatives, puis analysé les déterminants internes pouvant influencer cette relation dans le contexte algérien, à travers une étude empirique sur un échantillon de 75 entreprises pour la période 2019–2023.

La partie théorique a permis de présenter les principales sources de financement de l'entreprise, les fondements classiques et modernes de la structure du capital, ainsi que les diverses approches relatives à la politique de dividendes. Des théories telles que celles de Modigliani et Miller, la théorie d'agence, la théorie du signal et la théorie du financement hiérarchique ont fourni un cadre d'analyse solide. La revue de littérature a également mis en évidence l'existence de plusieurs déterminants internes de la structure du capital, notamment la rentabilité, la liquidité, la taille, la tangibilité des actifs, la croissance et le risque, en plus de la politique de distribution.

À partir de cette étude empirique, il ressort que la politique de distribution de dividendes exerce une influence négative sur la structure du capital des grandes entreprises privées algériennes. Les entreprises qui choisissent de distribuer une part plus importante de leurs bénéfices recourent généralement moins à l'endettement à moyen et long terme. Ce comportement peut s'expliquer par une volonté de conserver un certain équilibre financier, ou encore par le fait que la distribution des dividendes est souvent associée à une gestion prudente et à une limitation volontaire de l'effet de levier. Ces résultats confirment l'hypothèse H1, selon laquelle la politique de distribution de dividendes influence négativement l'endettement structurel.

La taille de l'entreprise s'est révélée être un facteur déterminant du niveau d'endettement. Les grandes entreprises, en raison de leur crédibilité financière, de leur stabilité et de leur capacité à générer des flux de trésorerie réguliers, disposent d'un meilleur accès aux sources de financement externes. Elles sont donc plus enclines à contracter des emprunts de long et moyen terme. Ces éléments permettent de valider l'hypothèse H2, qui suppose une relation positive entre la taille de l'entreprise et sa structure de capital.

La liquidité, pour sa part, exerce une influence inverse sur le niveau d'endettement. Les entreprises disposant d'un niveau de liquidité élevé préfèrent mobiliser leurs ressources internes pour financer leurs investissements plutôt que de s'endetter. Cela correspond au comportement préconisé par la théorie du financement hiérarchique, qui suggère que les fonds internes sont utilisés en priorité. Ce constat confirme l'hypothèse H3, selon laquelle la liquidité réduit le recours à l'endettement à moyen et long terme.

La rentabilité constitue également un déterminant clé dans la structure du capital des entreprises. Les firmes les plus rentables ont tendance à privilégier l'autofinancement, réduisant ainsi leur dépendance vis-à-vis des financements externes. Ce choix stratégique permet de limiter les risques liés au service de la dette et de préserver une autonomie financière. Ce comportement valide l'hypothèse H4, qui soutient l'existence d'une relation négative entre la rentabilité et le niveau d'endettement.

Enfin, la tangibilité des actifs influence positivement l'endettement structurel des entreprises. Les actifs tangibles, tels que les immobilisations corporelles, servent généralement de garanties solides aux yeux des créanciers, facilitant ainsi l'accès au crédit bancaire. Les entreprises qui disposent d'un patrimoine physique important peuvent se permettre un recours accru à l'endettement. Cela confirme l'hypothèse H5, mettant en évidence une relation positive entre tangibilité des actifs et niveau d'endettement.

Les apports de cette recherche sont multiples. Sur le plan théorique, elle enrichit les travaux existants en contextualisant les débats classiques dans le cas algérien. Sur le plan méthodologique, elle mobilise un modèle économétrique rigoureux sur données de panel, rarement appliqué dans ce domaine au niveau national. Enfin, sur le plan managérial, elle fournit aux dirigeants et aux décideurs des éléments concrets pour optimiser leur politique de distribution et structurer leur capital de manière plus efficiente.

Cependant, certaines limites doivent être reconnues. D'une part, l'étude se concentre uniquement sur les grandes entreprises privées, excluant ainsi les PME et les entreprises publiques. D'autre part, la taille restreinte de l'échantillon, limité à 75 entreprises, peut réduire la généralisation des résultats. Par ailleurs, certains facteurs externes tels que les taux d'intérêt, l'inflation ou l'environnement réglementaire n'ont pas été intégrés dans l'analyse. Enfin, la qualité et la disponibilité des données financières, souvent affectées par un manque de transparence, constituent également une contrainte méthodologique.

Les perspectives de recherche pourraient inclure l'élargissement de l'étude aux PME afin de tester la robustesse des résultats selon la taille des entreprises. L'intégration de variables macroéconomiques, telles que l'inflation ou les taux d'intérêt, permettrait d'enrichir l'analyse du contexte. Par ailleurs, la prise en compte de la structure de propriété et de la gouvernance offrirait un éclairage complémentaire sur les choix financiers. Une comparaison avec d'autres pays émergents, ainsi qu'une distinction entre types d'endettement, complétées par une approche qualitative, contribueraient à affiner la compréhension des mécanismes étudiés.

BIBLIOGRAPHIE

Ouvrages

- Adair, P., & Adaskou, M. (2011). Finance and economic development in North Africa (p. 143). Routledge.
- Amelon, J.-L. (2002). L'essentiel à connaître en gestion financière. Paris : Maxima.
- Bellalah, M. (1998). Finance moderne d'entreprise. Paris : Economica.
- Bellalah, M. (2006). Théorie financière (2e éd.). Paris: Economica.
- Berle, A. A., & Means, G. C. (1932). The modern corporation and private property. Macmillan.
- Berk, J., & DeMarzo, P. (2010). Corporate finance (2e éd.). Pearson Education.
- Béguin, J.-M., & Arnaud, B. (2008). L'essentiel des techniques bancaires. Paris : Éditions d'Organisation.
- Bouri, A. (2007). Gestion financière (2e éd.). Tunis : Reliure d'Art.
- Brigham, E. F., & Houston, J. F. (2009). Fundamentals of financial management (12e éd., p. 477). South-Western Cengage Learning.
- Charreaux, G. (1991). Structure de propriété, relation d'agence et performance financière (p. 153). Économica.
- Charreaux, G., Couret, A., Joffre, P., & Ali, M. (1987). Gouvernance d'entreprise : Théories et pratiques. Economica.
- Charles, A., & Redor, E. (2009). Le financement des entreprises. Paris : Éditions Economica.
- Conso, P., & Hemici, F. (2002). Gestion financière de l'entreprise (10e éd.). Paris : Dunod.
- Corhay, A., & Mbangala, M. (2007). Finance d'entreprise en contexte africain (p. 222). Presses Universitaires Africaines.
- Damodaran, A. (2010). Applied corporate finance (3e éd., p. 301). John Wiley & Sons.
- Depallens, G., & Jobard, J.-P. (1990). Gestion financière de l'entreprise (10e éd.). Paris : Sirey.
- Donaldson, G. (1961). Corporate debt capacity: A study of corporate debt policy and the determination of corporate debt capacity. Harvard Graduate School of Business Administration.

BIBLIOGRAPHIE

- Durand, D. (1952). Cost of debt and equity funds for business: Trends and problems of measurement (1re éd.). National Bureau of Economic Research.
- Eckbo, B. E. (2008). Handbook of corporate finance: Empirical corporate finance (Vol. 2, p. 45). Elsevier.
- Giovanoli, M. (1980). Le crédit-bail (leasing) en Europe : développement et nature juridique. Paris : Librairies Techniques.
- Gliz, A. (2024). Finance d'entreprise en Algérie. Alger : Berti Édition.
- Grinblatt, M., & Titman, S. (2002). Financial markets and corporate strategy (2e éd.). McGraw-Hill.
- Hindi, M. I. (2005). La pensée contemporaine dans la structure du financement des entreprises (p. 99). Al Maktab Al Arabi Al Hadith.
- Hindi, M. I. (2007). La gestion financière : Une introduction analytique contemporaine (p. 631). Al Maktab Al Arabi Al Hadith.
- Hindi, M. I. (2018). La finance islamique : Fondements et applications (p. 671). Dar Al-Jami'a Al-Jadida.
- Honoré, L. (2000). Gestion financière. Paris : Nathan.
- Hurlin, C. (2003). L'économétrie des données de panel. Paris : Éditions Économica.
- Keiser, A.-M. (1996). Gestion financière. Paris : Éditions ESKA.
- Latreyste, J.-P. (1999). Finance d'entreprise. Paris: Éditions Economica.
- Lease, R. C., John, K., Kalay, A., Loewenstein, U., & Sarig, O. H. (2000). Dividend policy: Its impact on firm value. Harvard Business School Press.
- Piget, P. (2020). Théories modernes de la finance (p. 422). Presses Universitaires de France.
- Rassi, F. (2007). Gestion financière à long terme : Investissements et financement (p. 428). Presses de l'Université du Québec.
- Rifki, S., & Abdessadeq, S. (2020). Finance islamique : Principes et pratiques (p. 18). Éditions Économiques.
- Roberts, M. R., & Taffler, M. (2010). Corporate finance: Theory and practice (p. 334). Pearson.
- Ross, S., Westerfield, R., & Jaffe, J. (2019). Corporate finance (11e éd., p. 525). McGraw-Hill Education.

BIBLIOGRAPHIE

- Rouyer, G., & Choinel, A. (2002). *La banque et l'entreprise : techniques actuelles de financement* (3e éd.). Paris: Revue Banque.
- Rubner, A. (1966). *The economics of accountancy*. Allen & Unwin.

Articles :

- Abbas, A., Hashmi, S. H., & Chishti, A. F. (2016). Dividend policy determinants in Pakistani firms: Evidence from non-financial sector. *Pakistan Journal of Commerce and Social Sciences*, 10(2), 357–380.
- Abor, J. (2008). Determinants of capital structure of Ghanaian firms. *African Economic Research Consortium Research Paper*, 176.
- Abor, J., & Biekpe, N. (2009). How do we explain the capital structure of SMEs in sub-Saharan Africa? Evidence from Ghana. *Journal of Economic Studies*, 36(1), 83–97.
- Adediran, S. A., & Alade, S. O. (2013). Dividend policy and corporate performance in Nigeria. *American Journal of Social and Management Sciences*, 4(2), 71–77.
- Akinyomi, O. J., & Olagunju, A. (2013). Determinants of capital structure in Nigeria. *International Journal of Innovation and Applied Studies*, 3(4), 999–1005.
- Alipour, M., Mohammadi, M. F. S., & Derakhshan, H. (2015). Determinants of capital structure: An empirical study of firms in Iran. *International Journal of Law and Management*, 57(1), 53–83.
- Allen, F., & Michaely, R. (1995). Dividend policy. *Handbooks in Operations Research and Management Science*, 9, 793–837.
- Alli, K. L., Khan, A. Q., & Ramirez, G. G. (1993). Determinants of corporate dividend policy: A factorial analysis. *The Financial Review*, 28(4), 523–547.
- Al-Mutairi, A., & Naser, K. (2015). Determinants of capital structure of banking sector in GCC: An empirical investigation. *Asian Economic and Financial Review*, 5(7), 959–972.
- Al-Najjar, B. (2011). The effect of dividend policy on capital structure: Evidence from Jordanian firms. *International Journal of Business and Social Science*, 2(10), 138–147.
- Al-Najjar, B., & Taylor, P. (2008). The relationship between capital structure and ownership structure: New evidence from Jordanian panel data. *Managerial Finance*, 34(12), 919–933.

BIBLIOGRAPHIE

- Antoniou, A., Guney, Y., & Paudyal, K. (2008). The determinants of capital structure: Capital market-oriented versus bank-oriented institutions. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 43(1), 59–92.
- Barclay, M. J., & Smith, C. W. (1996). On financial architecture: Leverage, maturity, and priority. *Journal of Applied Corporate Finance*, 8(4), 4–17.
- Bhattacharya, S. (1979). Imperfect information, dividend policy, and "the bird in the hand" fallacy. *The Bell Journal of Economics*, 259–270.
- Booth, L., Aivazian, V., Demirguc-Kunt, A., & Maksimovic, V. (2001). Capital structures in developing countries. *The Journal of Finance*, 56(1), 87–130.
- Bradley, M., Jarrell, G. A., & Kim, E. H. (1984). On the existence of an optimal capital structure: Theory and evidence. *Journal of Finance*, 39(3), 857–878.
- Cassar, G., & Holmes, S. (2003). Capital structure and financing of SMEs: Australian evidence. *Accounting & Finance*, 43(2), 123–147.
- Correia, A. M. F. A. (2015). Determinants of corporate capital structure: Evidence from non-financial listed French firms (Master's thesis, Universidade do Porto).
- Drobetz, W., & Fix, R. (2003). The determinants of capital structure in emerging markets. *Pacific-Basin Finance Journal*, 15(2), 45–67.
- Eldomiaty, T. I. (2007). Determinants of corporate capital structure: Evidence from an emerging economy. *International Journal of Commerce and Management*, 17(1/2), 25–43.
- El-Halaby, S., Alzunaydi, M., & El-Ghazaly, M. (2018). Capital structure and dividend policy determinants: Evidence from Saudi non-financial listed firms. *Journal of Economics and Administrative Sciences*, 34(2), 1–18.
- Eloundou, E. F., & Chi, P. C. (2024). The effects of dividend policy on capital structure of companies in Cameroon. *International Journal of Accounting, Finance, Auditing, Management and Economics*, 5(4), 106–123.
- Ezeoha, A. E. (2011). Banking consolidation, credit crisis and asset quality in a fragile banking system: Some evidence from Nigerian data. *Journal of Financial Regulation and Compliance*, 19(1), 33–44.
- Fama, E. F., & French, K. R. (2000). Testing tradeoff and pecking order predictions about dividends and debt (CRSP Working Paper No. 506). University of Chicago, Graduate School of Business.

BIBLIOGRAPHIE

- Frank, M. Z., & Goyal, V. K. (2009). Capital structure decisions: Which factors are reliably important? *Financial Management*, 38(1), 1–37.
- Friend, I., & Lang, L. H. (1988). An empirical test of the impact of managerial self-interest on corporate capital structure. *The Journal of Finance*, 43(2), 271–281.
- Gaud, P., & Jani, E. (2002). Déterminants et dynamique de la structure du capital des entreprises suisses : une étude empirique. Université de Genève.
- Ghasemi, M., Razak, N. A. B. A., & Muhamad, J. (2018). Dividend policy determinants in emerging markets: Evidence from Southeast Asia. *Emerging Markets Review*, 35, 19–35.
- Gharaibeh, A. M. O. (2015). The determinants of capital structure: Empirical evidence from Kuwait. *European Journal of Business, Economics and Accountancy*, 3(6), 1–25.
- Gordon, M. J., & Shapiro, E. (1956). Capital equipment analysis: The required rate of profit. *Management Science*, 3(1), 102–110.
- Hall, G. C., Hutchinson, P. J., & Michaelas, N. (2004). Determinants of the capital structures of European SMEs. *Journal of Business Finance & Accounting*, 31(5–6), 711–728.
- Harris, M., & Raviv, A. (1990). Capital structure and the informational role of debt. *The Journal of Finance*, 45(2), 321–349.
- Hirota, S. I. (1999). Are corporate financing decisions different in Japan? An empirical study on capital structure. *Journal of the Japanese and International Economies*, 13(3), 201–229.
- Huang, G., & Song, F. M. (2005). The financial and operating performance of China's newly listed H-firms. *Pacific-Basin Finance Journal*, 13(1), 53–80.
- Hussain, Q. (1997). The determinants of the capital structure of listed companies in Pakistan. *The Pakistan Development Review*, 36(4), 265–282.
- Jensen, M. (1986). Agency costs of free cash flow, corporate finance and takeovers. *American Economic Review*, 76(2), 323–329.
- Kalay, A. (1980). Signaling, information content, and the reluctance to cut dividends. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 15(4), 855–869.
- Karismawati, N. P. A., & Suarjaya, A. A. G. (2020). The impact of dividend policy on capital structure: Evidence from Indonesian listed firms. *Journal of Asian Finance, Economics and Business*, 7(12), 351–362.

BIBLIOGRAPHIE

- Kester, W. C. (1986). Capital and ownership structure: A comparison of United States and Japanese manufacturing corporations. *Financial Management*, 5–16.
- Kim, H., & Berger, P. D. (2008). A comparison of capital structure determinants: The United States and the Republic of Korea. *Multinational Business Review*, 16(1), 79–100.
- Lintner, J. (1956). Distribution of incomes of corporations among dividends, retained earnings, and taxes. *The American Economic Review*, 46(2), 97–113.
- Marsh, P. (1982). The choice between equity and debt: An empirical study. *The Journal of Finance*, 37(1), 121–144.
- Michaelas, N., Chittenden, F., & Poutziouris, P. (1999). Financial policy and capital structure choice in UK SMEs. *Small Business Economics*, 12, 113–130.
- Miller, M. H., & Modigliani, F. (1961). Dividend policy, growth, and the valuation of shares. *The Journal of Business*, 34(4), 411–433.
- Miller, M. H., & Rock, K. (1985). Dividend policy under asymmetric information. *The Journal of Finance*, 40(4), 1031–1051.
- Mfopain, A. (2015). Determinants of capital structure in Cameroonian SMEs: The role of dividend policy. *African Journal of Business Management*, 9(12), 501–511.
- Myers, S. C. (2001). Capital structure. *Journal of Economic Perspectives*, 15(2), 81–102.
- Omran, M. M., & Pointon, J. (2009). Capital structure and firm characteristics: An empirical analysis from Egypt. *Review of Accounting and Finance*, 8(4), 454–474.
- Rajan, R. G., & Zingales, L. (1995). What do we know about capital structure? Some evidence from international data. *Journal of Finance*, 50(5), 1421–1460.
- Roden, D. M., & Lewellen, W. G. (1995). Corporate capital structure decisions: Evidence from leveraged buyouts. *Financial Management*, 76–87.
- Scott, D. F. Jr. (1972). Evidence on the importance of financial structure. *Financial Management*, 1(2), 45–50.
- Shahi, A. (2019). Impact of dividend policy on capital structure: Evidence from Indian firms. *International Journal of Financial Studies*, 7(2), 45.
- Sheikh, N. A., & Wang, Z. (2011). Determinants of capital structure: An empirical study of firms in manufacturing industry of Pakistan. *Managerial Finance*, 37(2), 117–133.

BIBLIOGRAPHIE

- Stulz, R. M. (1990). Managerial discretion and optimal financing policies. *Journal of Financial Economics*, 26(1), 3–27.
- Su, L. D. (2010). Ownership structure, corporate diversification and capital structure: Evidence from China's publicly listed firms. *Management Decision*, 48(2), 314–339.
- Titman, S., & Wessels, R. (1988). The determinants of capital structure choice. *The Journal of Finance*, 43(1), 1–19.
- Vermaelen, T. (2005). Share repurchases. *Foundations and Trends in Finance*, 1(3), 171–268.
- Walter, J. E. (1963). Dividend policy: Its influence on the value of the enterprise. *The Journal of Finance*, 18(2), 280–291.
- Wiwattanakantang, Y. (1999). An empirical study on the determinants of the capital structure of Thai firms. *Pacific-Basin Finance Journal*, 7(3–4), 371–403.

Thèses et mémoires :

- Belkacemi, M. (2011). “Les déterminants de la structure du capital des entreprises algérienne” mémoire de magister, Ecole Supérieure du Commerce.
- Benilles, B. (2017). Les déterminants de la gestion des résultats : Approche qualitative et quantitative. Cas des banques algériennes (Thèse de doctorat en sciences de gestion, École Supérieure de Commerce).

Lois et règlements

- Article 723 du Code de commerce algérien.
- Article 46 du Code des impôts directs et taxes assimilées (CIDTA).
- Loi de finances 2024.

Sites Web

- Sidjilcom CNRC: <https://sidjilcom.cnrc.dz/>

ANNEXES

ANNEXES

Annex 1: Statistiques descriptives

```
. summarize enlmt tdd taille liq teng
```

Variable	Obs	Mean	Std. Dev.	Min	Max
enlmt	375	.1104057	.179293	-.0552478	.7529151
tdd	375	.2536198	.4762274	-.4118665	3.542386
taille	375	9.44452	.7159699	7.450387	11.54142
roa	375	.0763262	.0978928	-.3739703	.5445818
liq	375	.2123039	.1845773	.0001026	.7469331
teng	375	.1998826	.2009874	0	.7701674

Annex 2 : Matrice de corrélation des variables

```
. pwcorr enlmt tdd taille liq roa teng, star(5)
```

	enlmt	tdd	taille	liq	roa	teng
enlmt	1.0000					
tdd	-0.1958*	1.0000				
taille	0.0681	0.1836*	1.0000			
liq	-0.2477*	0.1560*	0.0436	1.0000		
roa	-0.1981*	0.2603*	-0.0154	0.1559*	1.0000	
teng	0.2224*	0.1015*	0.2419*	-0.2183*	-0.0719	1.0000

Annex 3 : Matrice de multicollinéarité des variables

```
. regress enlmt tdd taille liq roa teng
```

Source	SS	df	MS	Number of obs =	375
Model	1.69970931	5	.339941862	F(5, 369) =	12.15
Residual	10.3228818	369	.02797529	Prob > F =	0.0000
				R-squared =	0.1414
				Adj R-squared =	0.1297
Total	12.0225911	374	.032145966	Root MSE =	.16726

enlmt	Coef.	Std. Err.	t	P> t	[95% Conf. Interval]
tdd	-.0638686	.0194228	-3.29	0.001	-.1020619 -.0256752
taille	.0153192	.0126739	1.21	0.228	-.009603 .0402413
liq	-.1620083	.0492441	-3.29	0.001	-.2588426 -.0651741
roa	-.2088234	.0925761	-2.26	0.025	-.3908662 -.0267806
teng	.1607919	.0459532	3.50	0.001	.0704289 .2511549
_cons	.0001159	.1177134	0.00	0.999	-.2313573 .2315892

```
. vif
```

Variable	VIF	1/VIF
tdd	1.14	0.874277
teng	1.14	0.876868
liq	1.10	0.905395
taille	1.10	0.908432
roa	1.10	0.910761
Mean VIF	1.12	

ANNEXES

Annex 4 : Résultats du test de Fisher

```
. xtreg  enlmt tdd taille liq roa teng,fe
```

```
Fixed-effects (within) regression               Number of obs   =       375
Group variable: societe                        Number of groups =       75

R-sq:  within = 0.0351                          Obs per group: min =        5
        between = 0.0576                          avg =       5.0
        overall = 0.0542                          max =        5

                                                F(5,295)        =       2.15
corr(u_i, Xb) = 0.0038                          Prob > F         =       0.0599
```

enlmt	Coef.	Std. Err.	t	P> t	[95% Conf. Interval]	
tdd	-.0052922	.0123535	-0.43	0.669	-.0296043	.01902
taille	.0258842	.0269072	0.96	0.337	-.0270703	.0788386
liq	.038374	.0729041	0.53	0.599	-.1051041	.1818521
roa	-.1620356	.0688171	-2.35	0.019	-.2974703	-.0266008
teng	.1437126	.0723692	1.99	0.048	.0012873	.2861379
_cons	-.1572207	.2558678	-0.61	0.539	-.6607782	.3463369
sigma_u	.16088318					
sigma_e	.0779986					
rho	.80968663	(fraction of variance due to u_i)				

```
F test that all u_i=0:      F(74, 295) =      18.94      Prob > F = 0.0000
```

```
. estimates store fixed
```

Annex 5 : Les résultats du test de Hausman

```
. xtreg  enlmt tdd taille liq roa teng,re
```

```
Random-effects GLS regression               Number of obs   =       375
Group variable: societe                    Number of groups =       75

R-sq:  within = 0.0301                          Obs per group: min =        5
        between = 0.1237                          avg =       5.0
        overall = 0.1075                          max =        5

                                                Wald chi2(5)    =       18.45
corr(u_i, X)  = 0 (assumed)                    Prob > chi2     =       0.0024
```

enlmt	Coef.	Std. Err.	z	P> z	[95% Conf. Interval]	
tdd	-.0114432	.0120859	-0.95	0.344	-.0351312	.0122448
taille	.0159697	.0187335	0.85	0.394	-.0207473	.0526866
liq	-.0483155	.0594891	-0.81	0.417	-.1649119	.068281
roa	-.1805159	.0661987	-2.73	0.006	-.3102629	-.0507688
teng	.155935	.0578934	2.69	0.007	.0424661	.2694039
_cons	-.044651	.1773282	-0.25	0.801	-.3922078	.3029059
sigma_u	.14994892					
sigma_e	.0779986					
rho	.78704552	(fraction of variance due to u_i)				

```
. estimates store random
```

ANNEXES

. hausman fixed random

	Coefficients		(b-B) Difference	sqrt(diag(V_b-V_B)) S.E.
	(b) fixed	(B) random		
tdd	-.0052922	-.0114432	.0061511	.0025571
taille	.0258842	.0159697	.0099145	.0193147
liq	.038374	-.0483155	.0866895	.0421434
roa	-.1620356	-.1805159	.0184803	.0188025
teng	.1437126	.155935	-.0122224	.0434242

b = consistent under Ho and Ha; obtained from xtreg
B = inconsistent under Ha, efficient under Ho; obtained from xtreg

Test: Ho: difference in coefficients not systematic

chi2(5) = (b-B)'[(V_b-V_B)^(-1)](b-B)
= 10.32
Prob>chi2 = 0.0665

Annex 6: Les résultats du Test de Breusch-Pagan

Breusch and Pagan Lagrangian multiplier test for random effects

enlmt[societe,t] = Xb + u[societe] + e[societe,t]

Estimated results:

	Var	sd = sqrt(Var)
enlmt	.032146	.179293
e	.0060838	.0779986
u	.0224847	.1499489

Test: Var(u) = 0
chibar2(01) = 432.36
Prob > chibar2 = 0.0000

Annex 7 : Les résultats du test d'autocorrélation

. xtserial enlmt tdd taille liq roa teng

Wooldridge test for autocorrelation in panel data

H0: no first-order autocorrelation

F(1, 74) = 8.838
Prob > F = 0.0040

ANNEXES

Annex 8: Les résultats du test d'hétéroscédasticité

```
. xtglm enlmt tdd taille liq roa teng , igls panels (heteroskedastic)
Iteration 1: tolerance = .04471432
Iteration 2: tolerance = .03056049
Iteration 3: tolerance = .03473439
Iteration 4: tolerance = .02898103
Iteration 5: tolerance = .01091429
Iteration 6: tolerance = .01556947
Iteration 7: tolerance = .02765343
Iteration 8: tolerance = .03040798
Iteration 9: tolerance = .01662789
Iteration 10: tolerance = .00488612
Iteration 11: tolerance = .00098198
Iteration 12: tolerance = .00005387
Iteration 13: tolerance = 2.363e-07
Iteration 14: tolerance = .00930544
Iteration 15: tolerance = .00674782
Iteration 16: tolerance = .00229907
Iteration 17: tolerance = .00088745
Iteration 18: tolerance = .00032841
Iteration 19: tolerance = 7.600e-06
Iteration 20: tolerance = 3.000e-09
```

Cross-sectional time-series FGLS regression

Coefficients: generalized least squares
Panels: heteroskedastic
Correlation: no autocorrelation

Estimated covariances	=	75	Number of obs	=	375
Estimated autocorrelations	=	0	Number of groups	=	75
Estimated coefficients	=	4	Time periods	=	5
			Wald chi2(3)	=	0.00
Log likelihood	=	2094.494	Prob > chi2	=	1.0000

enlmt	Coef.	Std. Err.	z	P> z	[95% Conf. Interval]	
tdd	-4.06e-16	1.99e-10	-0.00	1.000	-3.90e-10	3.90e-10
taille	-7.41e-15	1.77e-09	-0.00	1.000	-3.48e-09	3.48e-09
liq	6.12e-15	1.11e-09	0.00	1.000	-2.18e-09	2.18e-09
roa	-5.30e-15	1.16e-09	-0.00	1.000	-2.28e-09	2.28e-09
teng	4.17e-15	1.27e-09	0.00	1.000	-2.49e-09	2.49e-09
_cons	6.81e-14	1.64e-08	0.00	1.000	-3.22e-08	3.22e-08

```
. estimates store hetero
```

```
. xtglm enlmt tdd taille liq roa teng
```

Cross-sectional time-series FGLS regression

Coefficients: generalized least squares
Panels: homoskedastic
Correlation: no autocorrelation

Estimated covariances	=	1	Number of obs	=	375
Estimated autocorrelations	=	0	Number of groups	=	75
Estimated coefficients	=	6	Time periods	=	5
			Wald chi2(5)	=	61.75
Log likelihood	=	141.5036	Prob > chi2	=	0.0000

enlmt	Coef.	Std. Err.	z	P> z	[95% Conf. Interval]	
tdd	-.0638686	.0192668	-3.31	0.001	-.1016308	-.0261063
taille	.0153192	.0125721	1.22	0.223	-.0093217	.0399601
liq	-.1620083	.0488485	-3.32	0.001	-.2577497	-.0662669
roa	-.2088234	.0918325	-2.27	0.023	-.3888117	-.0288351
teng	.1607919	.0455841	3.53	0.000	.0714488	.2501351
_cons	.0001159	.1167679	0.00	0.999	-.2287449	.2289768

```
. estimates store homosk
```

```
. local df = e(N_g) - 1
```

```
. lrtest hetero homosk, df (74)
```

Likelihood-ratio test	LR chi2(74)	=	-3905.98
(Assumption: hetero nested in homosk)	Prob > chi2	=	1.0000

ANNEXES

Annex 9 : Les Résultats de la régression sur données de panel

```
. xtpcse enlmt tdd taille liq roa teng
```

Linear regression, correlated panels corrected standard errors (PCSEs)

```
Group variable:   societe               Number of obs   =       375
Time variable:    annee                  Number of groups  =        75
Panels:           correlated (balanced)  Obs per group: min =         5
Autocorrelation: no autocorrelation      avg             =         5
                                                max             =         5
Estimated covariances =       2850      R-squared         =    0.1414
Estimated autocorrelations =       0      Wald chi2(5)       =    463.90
Estimated coefficients =       6        Prob > chi2       =    0.0000
```

enlmt	Panel-corrected					
	Coef.	Std. Err.	z	P> z	[95% Conf. Interval]	
tdd	-.0638686	.0177711	-3.59	0.000	-.0986994	-.0290378
taille	.0153192	.0061015	2.51	0.012	.0033604	.027278
liq	-.1620083	.02868	-5.65	0.000	-.2182202	-.1057965
roa	-.2088234	.0561488	-3.72	0.000	-.3188731	-.0987737
teng	.1607919	.0213172	7.54	0.000	.119011	.2025728
_cons	.0001159	.0594601	0.00	0.998	-.1164237	.1166556

TABLE DES MATIERES

TABLE DES MATIERES

Table des matières

Remerciements.....	I
Dédicaces	II
Sommaire.....	V
Listes des tableaux.....	VI
Listes des figures.....	VII
Liste des Abréviation.....	VIII
Liste des Annexes.....	X
Résumé.....	XI
Introduction Générale.....	A
Chapitre I : Les Sources de financement et les théories de la Structure du Capital.....	1
Section 1 : Les modes de financement de l'entreprise	3
1 Le financement par fonds propres	3
1.1 L'autofinancement (A.F).....	3
1.2 Le capital-investissement	4
1.3 Augmentation de capital.....	4
1.3.1 L'augmentation du capital par apports en numéraire.....	4
1.3.2 L'augmentation du capital par apports en nature	4
1.3.3 L'augmentation de capital par conversion de créances.....	5
1.3.4 L'augmentation du capital par incorporation de réserve.....	5
2 Le financement par dettes	5
2.1 Le crédit bancaire	5
2.1.1 Les crédits à court terme	5
2.1.2 Les crédits à moyen et long terme :.....	8
2.2 L'emprunt obligataire	8
2.3 Les obligations convertibles en actions	9

TABLE DES MATIERES

2.4	Le crédit-bail (Leasing)	9
3	Coût de financement de l'entreprise	9
3.1	La définition du coût du capital.....	9
3.1.1	Calcul du coût du capital.....	9
3.2	Le coût des capitaux propres	10
3.2.1	Le modèle de M. Gordon et E. Shapiro.....	10
3.2.2	Le Modèle d'Evaluation des Actifs Financiers (MEDAF)	12
3.3	Le coût de l'endettement	12
3.3.1	Le coût d'un emprunt	13
Section 2 : Les théories classiques de la structure du capital		14
1	La structure du capital dans un marché parfait	14
1.1	La théorie du bénéfice net (1952).....	14
1.2	La théorie du bénéfice opérationnel net (NOI).....	15
1.3	La théorie traditionnelle.....	16
1.4	La théorie de Modigliani & Miller (1958).....	19
2	La structure du capital en présence d'impôt et absence des coûts de faillite :.....	22
2.1	La théorie de Modigliani et Miller (1963) :.....	22
2.2	La théorie de Miller (1977) :	25
2.3	La structure du capital en présence d'impôt et du coût de faillite : La théorie de compromis (TOT).....	26
2.3.1	Définition du coût de faillite :	27
2.3.1.1	Les Coûts Directs de Faillite	27
2.3.1.2	Les Coûts Indirects de Faillite.....	27
2.3.2	L'Impact du Coût de Faillite sur le Coût du Capital et la Valeur de l'Entreprise:	27
2.3.3	L'effet du coût de la faillite sur la valeur de l'entreprise :.....	28
Section 3 : Les théories modernes de la structure du capital.....		30

TABLE DES MATIERES

1	La théorie d'agence.....	30
1.1	Définition de la relation d'agence	30
1.2	Hypothèses de la théorie de l'agence	30
1.3	Coûts d'Agence de la Dette et Valeur de l'Entreprise.....	31
1.4	Le conflit d'agence entre actionnaires et créanciers :	32
1.5	Le conflit d'agence entre actionnaires et dirigeant :	32
2	La théorie de signal.....	33
3	La théorie du financement hiérarchique (Pecking order Theory _POT)	33
3.1	Présentation de la théorie (Myers et Majluf (1984))	34
4	théorie du « Market Timing »	35
4.1	Impact du Timing sur la Structure du Capital :	35
Chapitre II : L'impact de La politique de distribution de dividendes et les autres déterminants sur la structure du capital :Revue de littérature.....		37
Section 1 : la politique de distribution de dividendes : fondements théoriques		39
1	Les notions de base de la politique de distribution de dividendes.....	39
1.1	Définition de l'action :.....	39
1.2	Définition de dividende :	39
1.3	1.3 Définition de la politique de dividende :	39
1.4	Les différents types de dividendes :	40
1.4.1	Selon la nature des dividendes :	40
1.4.2	Selon la forme des dividendes :	40
1.4.3	Selon la source des fonds :	41
1.5	Les mesures de la distribution de dividende :	41
1.5.1	Le taux de distribution des dividendes (Dividend Payout Ratio):	41
1.5.2	Le rendement de l'action (Dividend Yield)	42
1.6	La chronologie de paiement des dividendes (Calendrier du dividende)	42
1.6.1	La date de déclaration du dividende :	43

TABLE DES MATIERES

1.6.2	La date ex-dividende	43
1.6.3	La date de clôture du registre des actionnaires	43
1.6.4	La date de paiement.....	43
1.7	Le Rachat d'Actions : Une Alternative à la Distribution des Dividendes.....	43
1.7.1	Les Différentes Formes de Rachat d'Actions :	43
1.7.2	Les Motivations du Rachat d'Actions (Damodaran, 2006, p. 498): le rachat d'actions poursuit plusieurs objectifs stratégiques :	44
1.7.3	Les Avantages du Rachat d'actions :	44
1.7.4	Les Effets du Rachat d'Actions (Aswath Damodaran, Op-cit, 2006, p 498): 45	
1.7.5	Le choix entre dividendes et rachat d'actions : Le choix entre ces deux modes de distribution dépend de plusieurs critères :	45
1.7.6	Les inconvénients du rachat d'actions :	45
2	Les différents types de la politique de distribution de dividendes (PDD)	46
2.1	La Politique de dividende stable.....	46
2.2	La Politique de dividende résiduel	46
2.3	La Politique du ratio de distribution constant.....	46
2.4	Distribution de la totalité des bénéfices.....	46
2.5	Absence de distribution de dividendes	46
2.6	La Politique opportuniste	46
2.7	La Politique de participation directe.....	46
3	Les modèles fondamentaux de la politique de distribution des dividendes :.....	47
3.1	Le modèle de Lintner (1956) — Modèle d'ajustement partiel :.....	47
3.2	Le modèle de Gordon & Shapiro (1959) — Modèle "Bird in Hand"	48
3.3	Le modèle de Walter (1956) — Modèle de la rentabilité différenciée.....	48
3.4	Le modèle de Kalay (1980) — Modèle de signalisation.....	49
4	Le cadre juridique et fiscal de la distribution de dividendes en Algérie.....	51

TABLE DES MATIERES

4.1	Cadre juridique de la distribution des dividendes	51
4.2	Fiscalité des dividendes et des plus-values.....	51
4.2.1	Définition des revenus distribués	51
4.2.2	Taux de l'impôt sur les bénéfices des sociétés (IBS)	52
4.2.3	Imposition des dividendes distribués	52
4.2.4	Imposition des plus-values	53
Section 2 : L'impact de la politique de distribution de dividendes sur la structure du capital : Revue de la littérature		54
1	Les différentes théories de la PDD	54
1.1	La Thèse de Neutralité (Modigliani & Miller, 1961, p. 411-433).....	55
1.2	Les Théories de Non-Neutralité	56
1.2.1	L'Impact de la Fiscalité (Elton & Gruber, 1970, p. 453-455)	56
1.2.2	La Théorie des Coûts d'Agence (Jensen & Meckling, 1976, p. 305-360 ; Rozeff, 1982, p. 36-37).....	57
1.2.3	La Théorie du Signal (Bhattacharya, 1979, p. 8-9 ; Miller & Rock, 1985, p. 171)	58
1.2.4	Théorie du compromis (Trade-off Theory - TOT).....	59
2	Les études empiriques :	60
Section 3 : Les autres déterminants de la structure du capital Revue de la littérature		68
1	La rentabilité	68
2	La taille	69
3	La tangibilité des actifs	70
4	La liquidité	71
5	Les opportunités de croissance	72
6	Le risque	72
7	Le secteur d'activité.....	73
8	L'âge	74

TABLE DES MATIERES

CHAPITRE III : L'impact de la politique de distribution de dividendes sur la structure du capital : Etude empirique.....	74
Section 1 : Présentation des données de panel	76
1 La spécification du modèle économétrique :	76
1.1 Définition de modèle PANEL	76
1.2 Avantage de modèle PANEL	77
2 Test de spécification du modèle (Test de Fisher) où d'homogénéité :	77
3 Les méthodes et modèles d'estimation : (Bourbounnis. R,2015, p : 355-357).....	79
3.1 Régression groupée par les moindres carrés ordinaires (Pooled OLS) :	80
3.2 Modèle à effets fixes (Fixed Effects Model) :	80
3.3 Modèle à effets aléatoires (Random Effects Model) :	81
4 Les tests d'efficacité du modèle.....	81
4.1 Le test d'Hausman	81
4.2 Test de Breusch-Pagan	82
5 Tests statistiques	83
5.1 Test de multicolinéarité	83
5.2 Test d'autocorrélation (serial corrélation) :	84
5.3 Test d'hétéroscédasticité :	84
Section 2 : Démarche méthodologique et analyse descriptive.	86
1 Présentation des variables	86
1.1 La variable à expliquer	86
1.2 Les variables explicatives	87
1.2.1 Le taux de distribution de dividendes	87
1.2.2 La taille.....	88
1.2.3 La liquidité	88
1.2.4 La Rentabilité	89
1.2.5 La tangibilité des actifs	90

TABLE DES MATIERES

2	Spécificités du modèle	91
3	Etude descriptive :	92
3.1	Analyse descriptive des variables du modèle économétrique	92
3.2	Analyse de la corrélation	94
3.3	Test de VIF	95
Section 3 : L'estimation du modèle en données de panel et interprétation des résultats		97
1	1. Spécification du modèle économétrique	97
1.1	Test de spécification de Fisher	97
1.2	Test de Hausman	98
1.3	Test de Breusch-Pagan	99
2	Les tests de validité du modèle économétrique	100
2.1	Test d'autocorrélation (serial corrélation)	100
2.2	Test d'hétéroscédasticité.....	101
3	Présentation et interprétation des résultats.....	101
CONCLUSION GENERALE.....		108
BIBLIOGRAPHIE		
ANNEXES		
TABLE DES MATIERES		