

La république algérienne démocratique et populaire
Ministère de l'enseignement supérieur et de la recherche scientifique

Ecole supérieure du commerce

« ESC »

**Mémoire de Fin de Cycle En vue de l'Obtention du Diplôme de
Master En Sciences financières et Comptabilité**

Option : Finance d'entreprise

Thème :

**L'impact de la structure financière sur la
performance de l'entreprise**

Cas des grandes entreprises privées algériennes

Elaboré par:

ZEKKOUR Adel

MIMOUNE Nihed

Encadré par:

Mr: BENIELLES Billel

Lieu du stage : Direction des grandes
entreprises algériennes-Ben Aknoun-Alger

Période de stage : 15/03/2017 au 02/05/2017

2016/2017

Remerciements

*Au tout début, nous remercions le **BON DIEU**, le tout puissant, qui nous a donné du courage, volonté et patience pour bien mener ce travail jusqu'à son achèvement.*

*Nos remerciements sont adressés tout particulièrement à notre encadreur au niveau de l'école supérieure de commerce **Mr BENIELLES BILLEL**, pour ses critiques et ses précieux conseils.*

*Nous tenons également à remercier tout le personnel de la direction des grandes entreprises à leur tête **Mr Benai Kamel** pour l'accueil chaleureux qu'ils nous ont réservé durant notre stage.*

Tout le personnel de la bibliothèque de l'Ecole Supérieur de commerce pour leurs orientations.

*Nous adressons un remerciement particulier à **Mr GLIZ** pour son aide précieuse et ses suggestions.*

Nous tenons à adresser nos vifs remerciements à tous ceux qui, de près ou de loin, ont contribué à l'élaboration de ce présent travail.

Dédicace

*A la lumière de mes jours, la source de mes efforts, la flamme de mon cœur, ma vie et mon bonheur ; **Maman** que j'adore.*

*A l'homme de ma vie, mon exemple éternel, mon soutien moral et source de joie et de bonheur, celui qui s'est toujours sacrifié pour me voir réussir, que dieu te garde dans son vaste paradis, à toi mon **Père**.*

*A mes très chères sœurs **Feroudja, Saida et Wiam**, je dédie ce travail dont le grand plaisir leurs revient en premier lieu pour leurs conseils, aides, leurs soutien moral et encouragements.*

*À toute ma grande famille **MIMOUNE** et **ABADA**
Veuillez trouver dans ce travail l'expression de mon respect le plus profond et mon affection la plus sincère.*

*A la personne qui a partagé tous le travail, qui a supporté mon humeur au moment de stresse, mon binôme **Adel**.*

À tous mes amis de l'école supérieure de commerce.

À tous nos enseignants, pour leur bienveillance et leur contribution à notre solide formation.

Toutes les personnes qui ont participé de près ou de loin à l'élaboration de ce travail à tous ceux que j'ai omis de citer.

Dédicace

*À la plus belle créature que Dieu a créée sur terre, cette source de tendresse, de patience et de générosité, l'exemple du dévouement qui n'a pas cessé de m'encourager et de prier pour moi, **ma mère**.*

*Aucune dédicace ne saurait exprimer l'amour, l'estime, le dévouement et le respect que j'ai toujours eu pour vous **mon père**. Rien au monde ne vaut les efforts fournis jour et nuit pour mon éducation et mon bien être, ce travail est le fruit de tes sacrifices que tu as consentis pour mon éducation et ma formation.*

*A mes très chères **frères et sœurs**, qui ont été toujours présents pour les bons conseils, votre soutien m'a été un grand secours au long de ma vie, veuillez trouver dans ce modeste travail ma reconnaissance pour tous vos efforts.*

*A la personne qui a accepté de partagé ce travail avec moi, ma binôme **Nihed**.*

*A mes chères amis : **Amine, Mehdi, Abdessatar, Karim, Adel**, je dédie ce travail dont le grand plaisir leurs revient en premier lieu pour leurs conseils, aides, et encouragements.*

A ceux qui vont lire ce modeste travail dans le futur.

ADEL

Sommaire

Introduction générale.....	A
Chapitre 01 : Les concepts et les fondements théoriques de la structure financière de l'entreprise.....	1
Section 01 : les concepts de la structure financière de l'entreprise.....	2
Section 02 : les modes de financement.....	12
Section 03 : coût de financement et la structure du capital.....	19
Chapitre 02 : Généralité sur la performance et sa relation avec la structure financière.....	29
Section 01: concepts généraux de la performance.....	30
Section 02: Notion de performance financière.....	34
Section 03 : les outils d'évaluation de la performance financière et économique.....	42
Section 04 : la relation entre la performance et la structure financière.....	50
Chapitre 03 : Étude empirique.....	55
Section 01 : démarche méthodologique.....	55
Section 02 : L'étude descriptive.....	67
Section 03 : Estimation du modèle et test des hypothèses.....	74
Conclusion générale.....	81

Liste des tableaux

N°	Titre du tableau	pages
01	Tableau synthétique des types de stratégies	16
02	Cycle de vie	17
03	Le tableau de remboursement de l'emprunt obligataire	25
04	Répartition sectorielle des entreprises étudiées	56
05	La répartition des entreprises selon la forma juridique	57
06	Quelques statistiques descriptives pour les variables dépendantes	67
07	Quelques statistiques descriptives pour les variables indépendantes	68
08	Quelques statistiques descriptives pour les variables de contrôle	69
09	Les corrélations dans le premier modèle	70
10	Les valeurs de P-value pour la matrice de corrélation du premier modèle	70
11	Statistiques de multi colinéarité dans le premier modèle	71
12	Les corrélations dans le second modèle	71
13	Les valeurs de P-value pour la matrice de corrélation du second modèle	72
14	Statistiques de multi colinéarité dans le second modèle	72
15	Les résultats du test de Durbin et Watson pour le premier modèle	72
16	Les résultats du test de Durbin et Watson pour le premier modèle	73
17	Les résultats obtenus pour le premier modèle (ROE)	74
18	Evaluation globale du modèle	74
19	Les résultats obtenus pour le second modèle (ROA)	75
20	Qualité de l'analyse	76

Liste des Figures

N°	Titre du graphe	pages
01	l'indépendance de la structure financière dans la valeur de l'entreprise	06
02	Les piliers de la performance d'une organisation	33
03	Répartition des entreprises selon le secteur d'activité	57
04	Répartition des entreprises selon la forme juridique	57

Liste des abréviations

Abréviation	Signification
CMPC	Coût Moyen Pondéré du Capital
TD	Total Dettes
CP	Capitaux Propres
Ti	Taux d'impôt
M&M	Modigliani et Miller
V_E	valeur de l'entreprise endettée
V_{NE}	valeur de l'entreprise non-endettée
TOT	Trade-Off Theory
POT	Pecking Order Theory
CAF	Capacité d'AutoFinancement
PME	Petite et Moyen Entreprise
CA	Chiffre d'Affaire
FDR	Fonds De Roulement
K	coût du capital
TIR	Taux Interne de Rendement
D	Dividende
MEDAF	Modèle d'Evaluation Des Actifs Financiers
R_f	Rendement sans risque
R_m	Rendement de marché
EVA	Economic Value Added
EBE	Excédent Brut d'Exploitation
RE	Résultat d'Exploitation
ROE	Return On Equity
ROA	Return On Assets
SIG	Soldes Intermédiaires de Gestion
BFR	Besoin de Fonds de Roulement
FR	Fond de Roulement
BTP	Bâtiments et Travaux Publics

DGE	Direction des Grandes Entreprises
SPA	Société Par Action
SARL	Société A Responsabilité Limitée
EURL	Entreprise Unipersonnelle à Responsabilité Limitée
CNRC	Centre National du Registre de Commerce
DLMT	Dettes à Long et à Moyen Terme
DCT	Dettes à Court Terme
AF	AutoFinancement
LEV	Leverage
TAN	Tangible Assets
F	Fisher
VIF	Variance Inflation Factor
DW	Durbin and Watson

Résumé

L'objet de cette recherche est d'étudier la relation entre la structure financière des entreprises privée algériennes et leurs performances. Nous essayons de tester la théorie de financement hiérarchique sur les données d'un échantillon de 96 grandes entreprises privée algériennes observées sur une année (2015), qui exercent dans quatre secteurs d'activité : BTP, commerce, industrie et prestation. nous avons essayé de modéliser la relation entre la structure financière mesurée par l'endettement et l'autofinancement et la performance de l'entreprise mesuré par la rentabilité économique et financière à travers deux modèles économétriques (la régression linéaire multiple). Les résultats de l'analyse statistique et économétrique ont montrés qu'il existe une relation significative entre ROA et DCT ainsi entre ROA et Asseturn au seuil de 5%, cependant la relation entre ROE et les variables retenues n'est pas significative à l'exception de la variable TAN qui a un impact sur ROE au seuil de 5%.

Mots clés : structure financière, l'endettement, l'autofinancement, le coût du capital, la performance, la rentabilité économique, la rentabilité financière.

Abstract:

The main goal of this research paper is to study the relationship between the financial structure of Algerian private companies and their performance. We try to test the pecking order theory on a data of 96 big Algerian private companies observed in 2015 involving four fields: building construction, trade, industry end provision. We have tried to model the relationship between the financial structure measured by the indebtedness and the self financing, and the performance of the company measured by financial and economic profitability through two economic models (multiple linear regression). the results of the statistical and econometrical analysis have revealed that there is a significant relationship between ROA and DCT, and between ROA and asseturn threshold limit at 5%. Never theless, the relationship between ROE and the adopted variables is not significant except the variable TAN which has an impact on ROE threshold limit at 5%.

Keywords: financial structure, indebtedness, self-financing, the cost of capital, performance, Return on equity, Return on asset.

Introduction générale

Introduction générale

La finance d'entreprise est le secteur de la finance qui s'intéresse à la structure financière aux décisions et opérations financières, les modes de financement et l'équilibres financiers des entreprises.

Lorsque l'entreprise dispose d'une opportunité d'investissement, elle manifeste des besoins de financement importants. La multitude des modes de financement auxquels elle peut recourir et leurs caractéristiques différentes, notamment en termes de rentabilité et de risque, souligne le caractère stratégique du choix de la structure financière. C'est ainsi que l'étude de la structure financière intéresse depuis près d'un siècle les théoriciens et les praticiens et constitue dès lors un thème central de la finance de l'entreprise.

L'entreprise est un agent économique qui occupe une place prépondérante dans le maillage économique nationale et contribue à son développement ; et pour qu'une telle entreprise puisse financer ses activités d'investissements et d'exploitations, elle exprime ses besoins de financement qui doivent être satisfaits par plusieurs modes de financement : il s'agit de mode d'autonomie, d'endettement et de découvert. Le premier mode est fondé sur l'autofinancement des activités de l'entreprise, deuxième mode consiste à recourir aux dettes financières pour financer les actifs de la firme et le troisième mode consiste à financer les investissements par des fonds propres et les actifs circulants par les concours bancaires.

Parmi les principaux débats en finance moderne concerne la question d'existence et de la détermination d'une structure financière optimale définie comme étant la répartition des ressources de l'entreprise entre dettes et fonds propres qui permet de maximiser la valeur de l'entreprise d'une part et de minimiser le coût de capital d'autre part.

Le choix d'une telle structure financière peut affecter d'une façon positive ou négative sur sa rentabilité et par conséquent sur la performance de l'entreprise même. Et pour cela, notre recherche intervient pour étudier la décision de financement et son rôle principal dans la concrétisation de l'objectif majeur de l'entreprise à travers une étude sur un échantillon d'entreprise Algériennes.

❖ **Importance du thème**

La structure financière est l'une des principales décisions financières de l'entreprise ; avoir une structure du capital adéquate peut améliorer la performance de l'entreprise et par conséquent, créer de la valeur. Et pour cela la structure financière constitue un thème de la finance d'entreprise, elle est une source d'information pour toute agent intéressée par la vie de l'entreprise, et sans oublier sans importance à évaluer la santé financière de celle - ci afin d'orienter leurs décisions dans l'utilisation rationnelle des ressources limitées dont dispose l'entreprise.

Ainsi, notre travail s'efforce de répondre à la problématique suivante :

Qu'elle est l'impact de la structure financière sur la performance des entreprises privées algériennes ?

Afin d'apporter un élément de réponse à notre préoccupation principale, nous avons jugé primordial de l'éclater en questions comme suit :

- Quels sont les concepts et les fondements théoriques de la structure financière ?
- Qu'est-ce que la performance ? et comment est elle mesurée ?
- Existe-il une structure financière optimale pour répondre aux besoins des entreprises Algériennes en termes de financement ?
- Quel est la nature de la relation entre la structure financière et la performance des entreprises algériennes ?

❖ **Hypothèses**

Pour répondre à ces questions, on a proposé les hypothèses suivantes :

H1 : La structure financière d'une firme résulte, en principe, d'une décision intégrant tout un ensemble de facteurs : la taille de l'entreprise, son activité et sa rentabilité.

H2 : Au niveau d'une entreprise, la performance exprime le degré d'accomplissement des objectifs poursuivis, une entreprise performante doit être à la fois efficace et efficiente. Il est possible de mesurer la performance financière à partir de plusieurs indicateurs : la rentabilité, la profitabilité, l'autofinancement, le niveau d'endettement.

H3 : La structure financière optimale consiste pour une entreprise à satisfaire ses besoins de capitaux en trouvant un parfait équilibre entre ses ressources provenant de son endettement et ses fonds propres.

H4: la structure financière a un impact positif sur la performance des entreprises algériennes.

❖ **Le choix du thème**

- Le thème a une relation directe avec notre spécialité (finance d'entreprise).
- Une curiosité d'acquérir des connaissances approfondies concernant les modes de financement des entreprises en général et ceux qui existent en Algérie.
- L'étude de la structure financière est devenu un thème de prédilection pour les chercheurs en finance et ce depuis la théorie de Modigliani-Miller (1958).
- Confirmer si les entreprises Algériennes se comportent conformément au moins à une théorie qui explique la structure financière.

❖ **Revue de littérature**

Il y'a plusieurs études antérieures traitant la structure financière et son impact sur la performance, exemple :

1. Etude de Mahfuzah Salim, Dr.Raj Yadav(2012) :

Cette étude est effectuée à Malaysia sur 237 entreprises cotées en bourse. Les résultats indiqués en ce thème sont comme suit : une relation négative entre la performance mesurée par ROE et ROA et la structure financière, ainsi une relation positive entre la performance mesurée par Q de Tobin et le ratio d'endettement à court terme (STD) et long terme (LTD) par contre, qu'il existe une relation positive entre la taille de l'entreprise et la performance de l'entreprise.

2. Etude de Rajan et Zingales (1995) :

L'étude a été effectuée sur un échantillon des entreprises qui se trouvent dans sept pays (les Etats unis, Allemagne, Japon, France, Italie, Canada, Royaume-Uni). En utilisant les états financiers de ces entreprises, les chercheurs viennent à conclure qu'il y a une relation positive entre l'endettement et la variable des garanties dans tous les pays sauf dans le cas de l'Italie. Par contre, ils ont trouvé qu'il y a une relation négative entre la performance mesurée par la rentabilité et l'endettement dans tous les pays.

3. Etude de Doan Thanh Ha, Hoang, Nguyen(2016) :

Cette étude a pour but d'analyser l'impact de la structure financière sur la performance des petites et moyennes entreprises en Vietnam. Les résultats obtenus par cette recherche sont : l'endettement de l'entreprise a une relation négative avec la performance économique et financière de l'entreprise. Et sur le plan macroéconomique, seulement le taux d'inflation qui a un impact sur la performance

financière, alors que le taux de croissance n'a aucune relation avec la performance de l'entreprise.

❖ Objectifs de la recherche

- Répondre à la problématique principale et aux questions secondaires et tester les hypothèses proposées afin de connaître l'impacte de la structure financière sur la performance.
- Expliquer la politique de financement des entreprises Algériennes en analysant leur comportement de financement.

❖ Méthodologie de travail

Dans le présent travail, nous allons appliquer la méthode descriptive dans la partie théorique, et la méthode analytique dans la partie pratique Cette partie est dédiée à étudier la relation entre la structure financière et la performance de l'entreprise.

Pour ce faire, nous réalisons une étude économétrique en sélectionnons un échantillon de 96 grandes entreprises privées Algériennes et calculons deux variables pour chaque entreprise. La première variable représente la structure financière, et l'autre définie la performance de chaque entreprise mesurée par la rentabilité financière et économique. Puis, nous analysons le lien entre ces deux variables à travers les techniques d'estimations économétriques.

❖ Structure du mémoire

Nous avons structuré notre travail de recherche en trois chapitres :

Le premier chapitre sera consacré à la présentation des concepts et des fondements théoriques de la structure financière, dont la 1ère section traitera les concepts de la structure financière de l'entreprise, la 2ème section traitera les modes de financement, et la dernière section de ce premier chapitre traitera le coût de financement et la structure du capital.

Le deuxième chapitre présentera la performance de l'entreprise et sa relation avec la structure financière, des concepts généraux de la performance sont traitées dans la 1 ère section, des notions de la performance financière dans la 2ème section et la dernière section traitera la relation entre la structure financière et la performance de l'entreprise.

Le troisième chapitre consiste en une étude empirique de l'impact de la structure financière sur la performance des grandes entreprises privée algériennes par la mise

en œuvre d'un modèle économétrique: la régression linéaire multiple sur des données transversales. Il présentera la démarche méthodologique, l'étude descriptive ainsi que la présentation et l'interprétation des résultats obtenus.

Chapitre 1

***Les concepts et les fondements théoriques
de la structure financière de l'entreprise***

Introduction du chapitre I

Le financement des entreprises désigne l'ensemble des ressources qu'elles doivent se procurer pour faire face à leurs besoins. Les ressources, très diverses, peuvent être regroupées en deux catégories : les capitaux propres et les capitaux empruntés.

La manière de combiner les différents moyens de financement est un élément de la structure financière qui a des conséquences directes sur la situation économique de l'entreprise, notamment sa valeur, sa solvabilité et sa rentabilité.

Dans la première partie de ce mémoire, nous tâcherons de présenter de manière synthétique les principes et les fondements théoriques de la structure financière des entreprises.

Ainsi, nous commençons dans une première section par les concepts de la structure financière de l'entreprise. Le choix des modes de financement fera l'objet d'une deuxième section. Enfin, une troisième section sera consacrée à la présentation du coût de financement et la structure du capital.

Section1 : les concepts de la structure financière de l'entreprise

Dans cette section nous allons analyser successivement les concepts de la structure financière ainsi les différents théoriques de celle-ci, les déterminants de la structure financière sur la base des travaux antérieurs. Ainsi, les différents modes de financement qu'une peut utiliser pour satisfaire ses besoins de financement.

1. Définition de la structure financière

La structure financière d'une entreprise peut être définie comme sa proportion de financement par dette et par fonds propres. Elle reflète alors le mélange réalisé par l'entreprise de dette à court et à long terme ainsi que d'actions ordinaires et privilégiées afin de financer ses investissements.¹

Dans le même le sens en affirmant que l'analyse de la structure financière est de porter un jugement sur les équilibres financiers fondamentaux.²

Dans son sens étroit, la structure financière est l'ensemble des proportions qui existent à un moment donné entre les différentes ressources de l'entreprise, propres ou empruntées, permanentes ou provisoires.³

La structure financière, ou la structure du capital de l'entreprise se définit comme étant « La combinaison de dettes bancaires et financières nettes et de capitaux propres auxquels elle a recours pour son financement. »⁴

Finalement, la structure financière représente une des décisions financières les plus importantes pour une entreprise puisqu'elle déterminera la capacité de l'entreprise à survivre dans le long terme.

A partir de cette définition, la structure financière d'une entreprise représente donc le partage de ses sources de financement entre deux grandes catégories que sont la dette et les fonds propres.

¹ Maher KOOLI, Fodil ADJAUD, Narjess BOUBAKRI, Imed CHKIR, **Finance d'entreprise Evaluation et Gestion**, éditions Chenelière éducation, canada, 2013, P : 175.

² J.BARREAU et J.DELAHAYE, **Gestion financière**, éditions Dunod, 12^{ème} édition, paris, 2003, P : 144.

³ CONSO P. LAVAUD et FAUSSE, **Dictionnaire de Gestion**, édition DUNOD, Paris 1985, P : 400.

⁴ [Http://www.Vernimmen.net](http://www.Vernimmen.net), **lexique de finance**, consulté le 16/01/2017.

Afin de mieux comprendre la problématique de la structure financière, il est important de souligner les différentes caractéristiques de ces deux types de financement. En effet, une grande distinction existe entre dette et fonds propres, fondée notamment sur le droit ayant trait aux différents flux de trésorerie de l'entreprise, sur l'administration fiscale de ces deux types de financement mais aussi sur leur degré de contrôle des activités de l'entreprise.

Une première distinction entre la dette et les fonds propres se rapporte aux différents droits qu'ont les actionnaires et les créanciers sur les flux de trésorerie de l'entreprise. En effet, un créancier détient un droit fixe sur une série de flux de trésorerie (remboursement du capital et intérêts) tandis qu'un actionnaire doit se contenter d'un droit résiduel sur ceux-ci, c'est-à-dire les flux de trésorerie restants après le remboursement de tous les engagements contractés par l'entreprise. Finalement, un créancier détient une forte priorité sur les flux de trésorerie de l'entreprise, pour les remboursements périodiques de capital et d'intérêts, mais aussi sur les actifs de la firme en cas de liquidation.

Une deuxième distinction entre dette et fonds propres découle de l'administration fiscale qui s'applique à ces deux types de financement. En effet, les frais financiers découlant de la dette sont souvent traités de manière bien plus avantageuse que les dividendes qui sont versés aux actionnaires. Ainsi, les frais financiers ayant trait à la dette sont généralement fiscalement déductibles ce qui va créer des avantages fiscaux pour la compagnie. Nous parlerons alors d'avantage fiscal de la dette.

Enfin, en conséquence de leur droit résiduel sur les flux de trésorerie de l'entreprise, les actionnaires disposent d'un contrôle partiel ou total sur le management de l'entreprise.

À l'inverse, les créanciers ont un rôle plus passif et ne peuvent souvent jouir que d'un pouvoir de veto sur les décisions financières significatives de l'entreprise, selon les différentes règles contractuelles mises en place.

2. les fondements théoriques de la structure financière

L'étude de la structure financière intéresse depuis près d'un siècle les théoriciens et les praticiens et constitue dès lors un thème central de la finance de l'entreprise.

2.1 La structure financière dans un marché parfait

On distingue la structure financière selon les classiques et selon les néoclassique.

2.1.1 La structure financière selon les classiques (approche traditionnelle)

L'approche traditionnelle avance l'hypothèse selon laquelle il existerait une structure optimale du capital qui maximiserait la valeur de l'entreprise ou de façon équivalente qui minimiserait le coût du capital en maximisant son endettement ou en opérant un choix entre dettes et fonds propres. La détermination de la structure financière optimal signifie la détermination du risque financier optimal sachant que le risque financier zéro n'est pas bon.

Définition du risque financier :

Il s'agit du risque qui n'est pas lié à la nature des activités de l'entreprise, mais à son mode de financement. En effet, la structure financière de chaque entreprise repose sur des fonds propres et des dettes. Le mode de financement par dette présente aussi un inconvénient non négligeable : plus l'entreprise est endettée plus la probabilité qu'elle soit incapable d'honorer ses engagements envers ces créanciers augmente.¹

Le fondement de cette approche est basé sur deux notions fondamentales : l'effet levier de l'endettement et le coût du capital.

2.1.1.1.Effet de levier :

C'est la variable qui dissocie le capital financier du capital économique et l'endettement dont la rémunération est fixée contractuellement alors que la rentabilité du capital économique est soumise aux aléas de l'activité économique, la rentabilité du capital financier dépend donc du volume et de la structure de l'endettement. C'est cette relation entre l'endettement et la rentabilité des capitaux propres que l'on appelle l'effet de levier. L'effet de levier est un mécanisme qui est connu depuis très longtemps mais il a été à nouveau à l'occasion des développements de la théorie financière moderne et des recherches menées sur la structure financière optimale de l'entreprise.²

¹Maher KOOLI, Fodil ADJAUD, Narjess BOUBAKRI et Imed CHKIR, **Op.cit.**, P : 122.

² Pierre CONSO et Farouk HEMICI, **gestion financière de l'entreprise**, éditions Dunod, 11ème édition, 2005, P : 272.

2.1.1.2. Le coût du capital :

Il représente le taux de rentabilité minimal que les actionnaires doivent exiger des projets d'investissement de manière à ce qu'au pire, la valeur sur le marché des actions reste inchangée.¹

La détention d'un capital économique par l'entreprise implique une immobilisation de monnaie pour ceux qui en ont fait l'apport en qualité d'associés ou de prêteurs. Où les intérêts constituent pour l'entreprise un coût de détention, ce coût explicite est un coût réel et monétaire, il en est de même pour les bénéfices dont les associés attendent la distribution. Sachant que, le coût de l'emprunt résulte d'un accord contractuel et la distribution des bénéfices dépendent d'une décision des associés, Il correspond au coût moyen pondéré des dettes et des fonds propres (CMPC). Le coefficient de pondération est égal à la part relative des différents moyens de financement dans le financement total de l'entreprise.²

$$\text{CMPC} = \frac{D}{E+D} * K_d * (1-t) + \frac{E}{E+D} * K_e.$$

Critique de cette approche :

L'approche traditionnelle est plutôt une approche intuitive car selon les classiques il existe une structure financière optimale qu'elle revient aux responsables financiers de la déterminer, cette approche a été remise en cause par Modigliani et Miller en 1958 qui ont adopté une démarche plus rigoureuse.

2.1.2 La structure financière selon les néo-classiques

Modigliani et Miller démontrent, dans un article rendu célèbre, que dans le cadre des marchés parfaits et en équilibre et sous certaines hypothèses, que la structure du capital n'a pas d'influence sur la valeur de l'entreprise. Leur résultat a révolutionné la finance d'entreprise.

2.1.2.1. La neutralité de la structure financière :

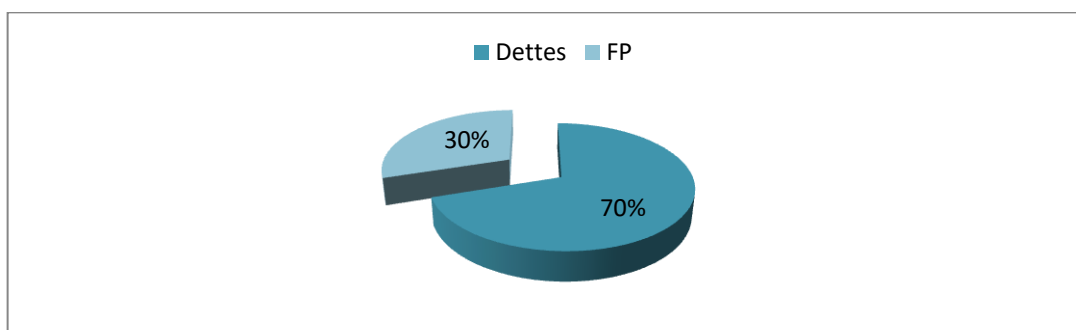
selon Modigliani et Miller en 1958, et dans un marché parfait ou il n'y a ni coût de faillite, ni coût d'asymétrie d'information entre les investisseurs, ni fiscalité, la valeur de l'entreprise et le coût du capital sont indépendants de la structure financière. En d'autre terme, l'entreprise pourrait s'endetter à 100% s'il le fallait sans que cela n'affecte sa valeur.

On peut simplifier cet argument en schématisant la valeur de l'entreprise par un diagramme circulaire comme l'indique le graphe :

¹ Maher KOOLI, Fodil ADJAOUD, Narjess BOUBAKRI et Imed CHKIR, Op.cit., P: 156.

² Idem., P: 157.

Figure N° 01 : l'indépendance de la structure financière de la valeur de l'entreprise



Source : Maher KOOLI, Fodil ADJAOUD, Narjess BOUBAKRI et Imed CHKIR, Op.cit, P : 175.

Il est clair que les propositions de dette et de fonds propres ne changent en rien la valeur de l'entreprise. En effet, que celle-ci soit endettée à 70%, à 30% ou encore à 50%, sa valeur totale ne change pas. ¹

2.1.2.2. Les propositions de Modigliani et Miller :

Ils ont établi deux propositions dans un cadre de marché parfait caractérisé par la présence des impôts:

- Proposition 1 :

Modigliani et Miller démontrent la proposition suivante :

« La valeur de l'entreprise est indépendante de la façon dont elle est financée, toutes choses étant égales par ailleurs »².

Deux firmes appartenant à la même classe de risque économique doivent nécessairement se voir attribuer la même valeur par le marché, même si elles ont une structure financière différente.

Autrement dit, la valeur d'une entreprise endettée est égale à la valeur d'une entreprise non endettée en l'absence d'impôt.

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

V_E : la valeur marchande totale de l'entreprise endetté ;

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

D : la valeur marchande de la dette ;

V_{NE} : la valeur marchande totale de l'entreprise non endetté.

¹ Maher KOOLI, Fodil ADJAOUD, Narjess BOUBAKRI et Imed CHKIR, Op.cit, P : 175.

² F. Modigliani et M. Miller, The Cost of Capital, Corporate Finance and Theory of Investment, American Economic Review, vol.68, n°3,1958.

Et si l'on examine cette proposition, on note qu'il ne peut y avoir de structure financière optimale particulière qui maximise la richesse des actionnaires. Toute structure financière totale ou tout niveau d'endettement permet d'atteindre cet objectif.

- Proposition 2 :

Modigliani et Miller font une proposition sur le taux de rendement exigé par les actionnaires, ou le coût du capital de l'entreprise endettée et non endettée. Elle s'énonce comme suit :

$$K_E = K_{NE} + (K_{NE} - K_D) (D / p)$$

Avec:

K_E : le coût des fonds propres de l'entreprise endettée ;

K_{NE} : le coût des fonds propres de l'entreprise non endettée ;

K_D : le coût de la dette avant impôt.

Selon cette proposition, le coût des fonds propres d'une entreprise endettée est égal au taux de rendement d'une entreprise non endettée auquel s'ajoute une prime de risque qui correspond au terme suivant : $(K_{NE} - K_D) (D/FP)$.

Et selon cette proposition plus le niveau d'endettement augmente plus la prime de risque augmente.

Et d'autre part, Les décisions d'investissement sont indépendantes des décisions de financement, elles dépendent uniquement de la disponibilité d'investissements ayant une valeur actuelle nette positive.

✓ **Critique des apports de Modigliani et Miller :**

Comme nous l'avons mentionné, la non pertinence de l'endettement pour la valeur de l'entreprise telle que Modigliani et Miller annoncent, ces propositions reposent sur les hypothèses de marché parfait, alors que les marchés se caractérisent par l'existence de la fiscalité, par l'asymétrie d'information entre les investisseurs et les gestionnaires, et les théories qui ont été élaborées à partir du modèle de M&M renoncent une à une à ces hypothèses restrictives d'un marché parfait, résultant chaque fois en une nouvelle théories explicative du lien entre endettement et la valeur de l'entreprise.

2.2 Structure financière dans un marché imparfait :

2.2.1 L'impact de la fiscalité :

Modigliani et Miller ont modifiés leur première théorie en 1963. Cette fois-ci, ils prennent en compte l'impôt corporatif et la déductibilité des frais financiers payés sur la dette. Ils concluent alors à l'existence d'une structure de capital optimale où le recours à la dette est

maximisé. En effet, lorsque les impôts sont introduits, la dette affecte d'autant plus la valeur de l'entreprise. Par conséquent, les entreprises ne devraient alors plus recourir aux fonds propres, mais se financer entièrement par la dette, cette dernière leur permettant de bénéficier des avantages fiscaux. Dans ce cas, la structure optimale correspond à 100% dettes.¹

En 1977, Miller reprend le modèle de M&M avec impôt d'entreprise et y ajoute l'effet de la fiscalité personnelle.

Miller prend donc pour point de départ le modèle avec impôts d'entreprise, soit :

$$V_E = V_{NE} + T_C * D$$

Où :

$T_C * D$: la valeur actuelle des économies d'impôts ;

T_C : le taux d'imposition corporatif de l'entreprise.

Miller exprime ensuite la relation entre la valeur de l'entreprise endettée et la valeur de l'entreprise non endettée de la manière suivante :

$$V_E = V_{NE} + \left[1 - \frac{(1-T_C)*(1-T_S)}{(1-T_P)} \right] * D$$

T_P : le taux d'imposition personnel sur les revenus en intérêts ;

T_S : le taux d'imposition personnel sur les dividendes et les gains en capital ;

On constate que la valeur d'une entreprise endettée est plus grande que la valeur d'une entreprise non endettée. On peut déduire que la dette peut garder son aspect avantageux malgré l'existence des fiscalités d'entreprise et personnelle.²

2.3 Les coûts associés à l'endettement

Dans ce qui précède, nous avons mis l'accent sur les avantages dérivés de la dette (effet sur la valeur de l'entreprise en présence de fiscalité). Dans ce qui suit, nous abordons la possibilité de faire faillite, et les coûts de mandat (les coûts d'agence) entre actionnaires et gestionnaires et l'asymétrie informationnelle entre investisseurs et gestionnaires. Dans chaque cas, nous démontrons que la dette n'est plus neutre au sens de Modigliani et Miller.

2.3.1. Les coûts de la faillite :

Un endettement qui augmente engendre un risque financier plus élevé. Avec un tel risque financier de plus en plus élevé, l'entreprise pourrait éprouver des difficultés financières, et le échéant, faire faillite. C'est pour cette raison que les entreprises ne peuvent s'endetter à outrance. De ce fait, elles choisissent leur niveau d'endettement selon les bienfaits qu'elles

¹<http://www.analyse-sectorielle.fr>, Date de consultation : 01/02/2017 à 11h et 30min.

²Maher KOOLI, Fodil ADJAOU, Narjess BOUBAKRI et Imed CHKIR, Op.cit, pp : 176- 177.

retirent de la déductibilité des intérêts, mais aussi selon leur niveau de risque financier tolérable. Ainsi, si le risque financier est élevé, le fait que le bénéfice imposable diminue si l'on augmente le niveau d'endettement ne conduit pas nécessairement l'entreprise à contracter une dette additionnelle. Selon ce point de vue, il existe un niveau d'endettement qui permet d'équilibrer les avantages issus de l'endettement et les coûts liés aux difficultés financières qui peuvent en résulter. Dans ce cas, l'endettement n'est plus neutre, il affecte la valeur de l'entreprise. Les entreprises, selon cette théorie, font en sorte de converger vers cette structure financière optimale ou les avantages de la dette compensent ses coûts.¹

2.3.2. Les coûts de mandat :

Aussi appelés « **coûts d'agence** » résultent des relations conflictuelles pouvant exister entre les principaux agents au sein de l'entreprise, par exemple les actionnaires et les gestionnaires, ou entre les créanciers. En effet, la politique d'endettement de l'entreprise peut provoquer des conflits d'intérêts particuliers entre ces différentes parties, notamment en cas de difficultés financières.

2.3.3. La théories des préférences ordonnées, ou théorie du signal :

Cette théorie a été formulée par Myers et Majluf dans le cadre d'un modèle de choix de structure financière lorsqu'il y a une asymétrie d'information entre les dirigeants de l'entreprise et les investisseurs. Dans ce modèle, la dette devient un signal. Dans la mesure où les dirigeants connaissent mieux que les investisseurs la valeur intrinsèque de l'entreprise, ils vont choisir de financer les investissements requis à l'aide des fonds internes ou encore de la dette et, en tout dernier recours, en émettant des actions. Les dirigeants ne choisiront l'émission d'actions que si celles-ci sont surévaluées sur le marché. Les investisseurs réagissent de manière négative à l'annonce d'une émission d'actions, car ils savent pertinemment que l'entreprise n'a recours au marché boursier que si elle a épuisé les possibilités de s'endetter.²

¹ Maher KOOLI, Fodil ADJAUD, Narjess BOUBAKRI et Imed CHKIR, **Op.cit**, p : 179.

² Hindy, M, I., **La pensé moderne de la structure du capital**, Dar Almaarif, 1996, P : 100.

3. Les déterminants de la structure financière

Plusieurs études empiriques ont examiné les déterminants de la structure financière optimale des entreprises et déterminé plusieurs facteurs en relation directe avec le niveau d'endettement choisi. Parmi ces variables, des variables liées à la fiscalité, telles qu'elles ont été décrites dans le modèle de Modigliani et Miller, et des variables liées à la taille de l'entreprise et à son secteur d'activité jouent un rôle déterminant. D'autres déterminants possibles sont le niveau de risque de l'entreprise et la conjoncture économique. Ainsi, la structure des coûts de l'entreprise qui est un déterminant important de la structure du capital, dans la mesure où la variabilité élevée du chiffre d'affaires devrait être associée à un risque financier faible. De même, il semble que les perspectives de croissance jouent un rôle dans la détermination de la structure financière.¹ Les déterminants les plus fréquents dans les études antérieures sont comme suite :

3.1.La taille de l'entreprise

L'effet de la taille de l'entreprise sur la structure financière n'a pas été démontré dans le cadre d'un modèle théorique bien particulier mais que dans la plupart des études empiriques, les grandes entreprises devraient avoir un niveau d'endettement plus élevé que les petites entreprises. En effet, les grandes entreprises disposent d'un niveau élevé de diversification des activités. D'après l'étude de Rajan et Zingales 1995, les chercheurs ont constaté qu'il existe une relation positive et significative entre la taille de l'entreprise et le niveau d'endettement et cela veut dire que le niveau d'endettement augmente avec l'augmentation de la taille de l'entreprise. Selon Mahfuzah Salim, Dr.Raj Yadav, il n'existe aucune relation entre la taille de l'entreprise et la performance et cela est conforme aux plusieurs études empiriques.

3.2.La tangibilité de l'actif

La présence d'immobilisations corporelles au bilan de l'entreprise a un impact non négligeable sur son endettement. En effet, ces immobilisations corporelles constituent des garanties importantes aux yeux des créanciers (leur valeur liquidative étant importante), ce qui facilite son accès aux crédits bancaires. D'après les travaux empiriques, il existe une relation positive et significative entre l'endettement et la tangibilité de l'actif qui a été démontré par Rajan et Zingales 1995, ainsi Mouna Zerriaa et Hedi Noubbigh 2015 (Tunisie). Cette variable a été aussi utilisée dans plusieurs travaux empiriques comme une variable de contrôle pour

¹Maher KOOLI, Fodil ADJAOU, Narjess BOUBAKRI et Imed CHKIR, Op.cit., P : 181-182.

tester la relation entre la performance de l'entreprise et sa structure financière ou les résultats ont été différentes.

3.3.La rentabilité :

L'impact de la rentabilité et de la profitabilité sur la structure financière des entreprises est assez ambigu car souvent ces deux notions se confondent.

D'après la **POT** (Pecking order theory), au plus une entreprise est rentable au plus elle sera capable de s'autofinancer et par conséquent, au moins elle recourra à l'endettement. L'argument avancé par la POT se base sur la rentabilité économique comme mesure de la rentabilité de l'entreprise. Or cette mesure peut également être perçue comme étant celle de la profitabilité de l'entreprise.

Cependant, les conclusions de la **TOT** (Trade off theory) contrarient celles de la POT dans la mesure où, plus une entreprise est rentable, plus elle devra s'endetter pour profiter au maximum du principe de déductibilité fiscale des charges des dettes. La théorie de signal offre également un argument assez fort dans la mesure où l'entreprise rentable qui s'endette envoie un signal positif au marché quant à sa bonne santé financière. D'après la majorité des études empiriques, il existe une relation négative et significative entre l'endettement de l'entreprise et sa rentabilité qui est conforme aux résultats de Rajan et Zingales 1995, ainsi les résultats de Mouna Zerriaa et Hedi Noubbigh 2015.

Section2 : les modes de financement

Toute entreprise implique un besoin de moyens financiers. Il est donc primordial de bien connaître, au préalable, les différents modes de financement possibles et les critères de choix de ces modes de financement.

1. Les différents modes de financement

Le choix d'une structure financière pour l'entreprise consiste à répartir ses ressources entre les ressources internes et externes. Néanmoins, ces deux catégories de ressources comprennent une variété d'instruments de financement.

1.1 Le financement par des ressources internes

Il est défini comme le surplus monétaire conservé par l'entreprise après distribution des dividendes, du fait de l'activité de l'entreprise. L'autofinancement est connu par son importance fondamentale pour la survie et la croissance de l'entreprise. Le calcul de l'autofinancement se fera donc très simplement à partir du surplus monétaire avant distribution du bénéfice, encore appelé la capacité d'autofinancement (CAF). L'autofinancement joue donc un rôle fondamental tant au niveau de l'entreprise qu'au niveau de l'économie, au niveau de l'entreprise et d'un point de vue strictement financier, l'autofinancement :

- Est un financement interne disponible pour l'investissement tant en vue de maintenir le capital économique qu'en vue d'assurer la croissance de l'entreprise.
- Est un garant du remboursement des emprunts, donc un élément essentiel de la capacité d'endettement de l'entreprise, il évite à l'entreprise de s'endetter de manière trop lourde car il n'entraîne aucune charge d'intérêt et de remboursement, et éviter aussi les frais importants consécutifs aux opérations financières.¹

1.2 Le financement par des ressources externes

Le financement externe s'oppose au financement interne mesuré par l'autofinancement. Il implique le recours par l'entreprise à des tiers, autres agents économiques et intermédiaires financiers.

¹ Pierre Conso & Farouk Hemicci, **Op.cit**, P: 200.

1.2.1 L'augmentation du capital :

Est une opération de financement externe car l'entreprise s'adresse à des associés qui sont juridiquement des tiers par rapport à elle, cette opération fait partie des capitaux propres, elle n'entraîne pas d'engagement de remboursement suivant un échéancier.

Ces apports prennent plusieurs formes à savoir : l'augmentation de capital en numéraire, en nature, par incorporation des réserves ou par conversion des dettes. L'augmentation du capital est une opération qui consiste à augmenter le nombre de titres par la création d'actions nouvelles, les droits attachés à chacune d'elles concernant le partage du capital, du bénéfice, des droits de vote.¹

1.2.2 Financement par emprunts bancaires :

L'emprunt est le capital prêté par la banque à une personne physique ou morale pour leur financement à travers un contrat qui prévoit la stipulation d'un intérêt et le remboursement en une ou plusieurs échéances fixées lors de la conclusion du contrat.

Tout emprunt se caractérise par les paramètres déterminants à savoir : le montant, la durée, le taux et le profil de remboursement (linéaire, infinie, différé...).

Le recours à l'emprunt bancaire paraît avantageux dans la mesure où il est rapide et simple, il permet un financement important en valeur, les intérêts bancaires sont fiscalement déductibles... Toutefois, l'endettement augmente la dépendance financière de l'emprunteur à l'égard du bailleur de fonds.²

1.2.3 Financement par le crédit-bail :

Le crédit-bail est un mode de financement plutôt utilisé par les PME/PMI pour le financement de matériels, et notamment de matériels mobiles. Les opérations de crédit-bail sont des opérations de location de biens d'équipement, de matériel, d'outillage ou de biens mobiliers à usage professionnel.³

Le crédit-bail est un accord contractuel entre un locataire et un bailleur. Le contrat stipule que le locataire a le droit d'utiliser un actif moyennant des paiements périodiques au bailleur qui demeure le propriétaire de l'actif. Le bailleur soit le fabricant de l'actif, soit une société de crédit-bail indépendante. Si le bailleur est une société de crédit-bail indépendante, il doit

¹Pierre Conso & Farouk Hemici, **Op.cit.**, 2005, P: 448-450.

²**Idem.** P: 486.

³S.A.Ross & R.W.Westerfield & J.F.Jaffe, **Finance corporate**, éditions Dunod, Paris, 2005, P: 487.

acheter l'actif auprès d'un fabricant. Ensuite, le bailleur livre l'actif au locataire et le crédit-bail entre en application. On distingue deux types de crédit-bail qui sont :

1.2.3.1 Le crédit-bail d'exploitation :

Cette forme possède plusieurs caractéristiques importantes qui sont :

- Le terme du contrat de location est habituellement plus court que la durée de vie de l'actif à la fin de la durée de la location, l'actif revient au bailleur, qui pourra soit le revendre, soit le louer à quelqu'un d'autre.
- Il exige habituellement du bailleur qu'il entretienne et assure l'actif donnée en location.

1.2.3.2 Crédit-bail financier : cette forme de crédit-bail est caractérisée par :

- Le crédit-bail financier n'oblige pas le bailleur à entretenir l'actif donné en location.
- Il couvre toute la durée de vie de l'actif.
- Le locataire a d'habitude le droit de renouveler le crédit-bail à son expiration.¹

1.2.4 Financement par emprunt obligataire :

C'est une forme particulière d'emprunt à long terme par l'émission dans le public de titres négociables représentant la dette de l'entreprise émettrice. Ces titres sont placés sur le marché financier par l'intermédiaire des banques. Titre émis est appelé obligation, le porteur est l'obligataire.

L'emprunt obligataire est une opération financière importante car elle touche un large public. C'est pourquoi le législateur a imposé des règles strictes à ce type particulier de contrat.

Pour rembourser les obligataires, l'entreprise a le choix entre le remboursement en une seule fois de toutes les obligations et le remboursement échelonné dans le temps, par le remboursement annuel d'un certain nombre de titres dès la fin de la première année. Et parmi les méthodes de remboursement des emprunts obligataires on peut distinguer : la méthode de l'annuité constante, la méthode l'amortissement constant.²

1.2.5 Financement par le capital investissement :

On désigne aujourd'hui par le capital investissement toutes les interventions sur les capitaux propres des entreprises qui ne sont pas cotées en bourse. Les établissements de capital investissement ont pour vocation d'apporter des capitaux propres à certaines entreprises qui se trouvent dans une situation particulière :

¹ Maher KOOLI, Fodil ADJAOUD, Narjess BOUBAKRI et Imed CHKIR, **Op.cit**, P: 733-734.

² Pierre Conso & Farouk Hemici, **Op.cit**, pp: 475-478.

- Démarrage comportant un niveau de risque élevé (création d'entreprise) ;
- Accélération du développement de l'entreprise sur le marché national ou international ;
- Recomposition du capital à l'occasion du départ d'un actionnaire.

L'objectif du capital investissement est d'accompagner l'entreprise pendant une période et non de manière permanente. Les sociétés de capital investissement n'interviennent pas toujours dans la gestion des sociétés bénéficiaires en participant au conseil d'administration. Elle anticipe dans leurs décisions initiales, les conditions de sortie du capital soit par cession aux autres actionnaires soit par offre publique de vente en bourse.¹

2. Le choix du mode de financement

Les entreprises doivent choisir entre les sources de financement en utilisant des critères qui vont aider l'entreprise à se financer à moindre coût tout en conservant une situation financière saine et équilibrée. Le choix de la juste proportion entre le financement par fonds propres ou endettement va dépendre de plusieurs critères :

- La stratégie de l'entreprise ;
- L'étape de cycle de vie de l'entreprise ;
- Les contraintes de l'équilibre financier ;
- Le niveau d'effet de levier offert par l'emprunt.

2.1 La politique de financement et stratégie d'entreprise

En fonction des objectifs de l'entreprise et de la stratégie qu'elle choisit, certains modèles de financement seront privilégiés. Deux comportements extrêmes peuvent être isolés :

2.1.1 L'entreprise recherchant une croissance importante :

Contexte : l'entreprise se situe ou se lance dans un secteur en pleine croissance.

Objectifs : l'entreprise veut profiter de cette croissance pour augmenter ses ventes et avoir une part de marché importante.

Moyens : pour financer ses importants investissements, l'endettement est souvent indispensable.

Conséquences : cet endettement important génère donc un risque de non remboursement en cas de retournement de la conjoncture, mettant en péril la solvabilité de l'entreprise.

¹Maher KOOLI, Fodil ADJAOU, Narjess BOUBAKRI et Imed CHKIR, **Op.cit.**, P : 472.

2.1.2 L'entreprise recherchant un bénéfice maximum :

Contexte : l'entreprise se trouve à ce moment-là en difficulté financière, peut être sur un secteur en stagnation voire en crise.

Objectifs : les dirigeants vont alors chercher à restructurer l'entreprise pour la rendre plus efficace et plus rentable, la croissance des ventes n'est pas un objectif premier, le but est surtout de diminuer les charges.

Moyens : l'entreprise va procéder à l'étude des postes pour améliorer leur performance. La production va gagner en standardisation, automatisation et rationalisation. Ces méthodes s'accompagnent souvent d'un plan de réduction des effectifs.

Conséquences : l'entreprise aura un niveau d'endettement stable voire peu élevé, son objectif sera surtout de maintenir une trésorerie suffisante. De ce fait, le risque d'insolvabilité est plus faible car l'entreprise est peu endettée, et portée sur un objectif de diminution de charges qui l'amène généralement à une diminution de son seuil de rentabilité.

Evidemment, entre ces deux contextes extrêmes, nous trouvons une multitude d'entreprises ayant des situations intermédiaires et qui essaient de concilier croissance, rentabilité et prise de risque. Nous constatons dans ces entreprises un endettement moyen, et un niveau de risque globalement moyen. Le tableau ci-dessous synthétise les trois types de stratégies évoquées.

Tableau N°1: tableau synthétique des types de stratégies

	Croissance élevée	Croissance équilibré	Bénéfice maximisé
Croissance du CA	Taux de croissance important	Taux de croissance constant	Faible, n'est pas un objectif prioritaire
Rentabilité	Faible	Suffisant	Elevé
Risque	Elevé (endettement élevé, risque de conjoncture)	Modéré (endettement moyen)	Faible (désendettement)

Source : Damien Rean, Op.cit, 2012, p260.

2.2 Le caractère risqué du projet et cycle de vie de l'entreprise

Les projets dits « classiques » dans les secteurs à maturité obtiennent plus facilement des financements bancaires que les projets innovants et risqués. Pour ces derniers, il existe d'autres formes de financement plus adaptées à leurs spécificités, comme les sociétés de capital-risque. Un financement par fonds propres sera alors privilégié.

Si les produits d'une entreprise suivent un cycle de vie de type : lancement, croissance, maturité et déclin, il est possible d'adapter ce raisonnement pour une entreprise.

Tableau N°2 : cycle de vie de l'entreprise.

	Création	Croissance	Maturité	déclin
Croissance du CA	Moyenne	Forte	Moyenne	Baisse du CA
Résultat	Négatif	Important	En baisse	Proche de 0
Liquidité	Fort besoin	Equilibré	Fort surplus	Equilibré
Endettement projet classique	Important	Moyen	Faible	Faible
Endettement projet innovant	Faible voire nul	Faible	Moyen voir important	Moyen

Source : Damien Rean, Op.cit, 2012, p272.

2. 3 Les contraintes de l'équilibre financier

Le choix d'un mode de financement peut venir déséquilibrer la structure financière de l'entreprise. Ce choix doit donc être fait à la lumière et dans le respect des contraintes classiques de l'orthodoxie financière.

2.3.1 Règle de l'équilibre financier minimum :

Les emplois stables doivent être financés par des capitaux stables. Cette règle équivaut à dire que l'entreprise doit avoir un fonds de roulement(FDR) suffisant. Le respect de cet équilibre conditionne le choix entre un financement par ressources durables (augmentation de capital, emprunt), et un financement par crédits à court terme du type découvert bancaire.

2.3.2 Règle de l'autonomie financière :

Le montant des dettes financière hors trésorerie négative ne doit pas excéder le montant des fonds propres. Cette règle peut s'exprimer par le ratio d'autonomie financière qui peut prendre notamment la forme suivante : **capitaux propres / dettes financières**. Pour garantir l'autonomie financière, ce ratio doit être supérieur à 1.

2.3.3 Règle de la capacité de remboursement :

La capacité de remboursement d'une entreprise est un ratio financier qui exprime la disposition d'une entreprise à rembourser son endettement net au moyen de sa capacité d'autofinancement. Plus précisément, elle exprime le nombre d'années de capacité d'autofinancement (CAF) que l'entreprise consacrerait au remboursement de ses dettes. Cette règle peut se traduire par le ratio suivant : dettes financière / CAF.

L'entreprise doit pouvoir rembourser ses dettes financière en trois ou quatre ans. En principe, une entreprise qui ne respecterait pas cette règle ne pourrait contracter un nouvel emprunt, ses seules sources de financement demeurent alors les fonds propres et le crédit-bail.¹

2.3.4 Règle de minimum d'autofinancement :

L'entreprise soit s'autofinancer 30% des investissements pour lesquelles elle contracte un prêt bancaire. Cette règle s'applique particulièrement au moment de la création de l'entreprise. En phase de croissance ou de maturité, les banques peuvent accepter de financer à 100% certains investissements dont la rentabilité est prouvée.²

2.4 Le niveau d'effet de levier offert par l'emprunt

L'effet de levier représente l'incidence de l'endettement de l'entreprise sur la rentabilité de ses capitaux propres.

Un nouvel emprunt peut avoir un effet bénéfique pour l'entreprise et ses associés lorsque le taux de rentabilité économique est supérieur au taux d'intérêt.³

¹ <http://www.compta-facile.com> , consulté le 11/02/2017 à 21h et 50min.

² Beatrice et Francis Grand Guillot, **l'analyse financière**, France, lextenco édition, 17^e édition, 2014, p : 201.

³ Jean Damien, **Op.cit**, 2012, p : 223.

Section3 : coût de financement et la structure du capital

Le système financier national ou international propose aux entreprises une gamme complexe de moyens de financement diversifiés. Dès lors, les choix effectués parmi les ressources accessibles et la combinaison de ces ressources constituent deux aspects majeurs de la politique financière.

Dans la préparation des décisions de financement, l'entreprise doit donc disposer de critères rigoureux qui lui permettent de sélectionner et de combiner ces ressources.

Parmi les variables susceptibles d'intervenir pour orienter ces décisions, on doit souligner l'importance des considérations de durée, d'autonomie et de flexibilité. Mais la recherche d'une maîtrise du coût du financement constitue sans doute le principal déterminant des choix relatifs aux ressources mises en œuvre.

La relation entre le coût du capital et la structure du capital est une question centrale de la finance d'entreprise. Cette question revient à savoir si la valeur totale de l'entreprise est modifiée par un changement dans la structure du capital de l'entreprise.

Cette section comportera des éléments portant sur :

- le coût des capitaux propres et des dettes pris isolément ;
- coût global pondéré des ressources de financement.

1. Le coût spécifique d'une ressource isolée

Le coût de chacune des sources de financement désigne le taux d'actualisation qui égalise la valeur actuelle de l'ensemble des fonds reçus par l'entreprise avec la valeur actuelle des sorties de fonds résultant de l'utilisation de cette source de financement, soit sous forme des remboursements du principal de la dette, soit des intérêts, soit des dividendes. On aura donc :

$$R_0 = \sum_{j=1}^n \frac{s_j}{(1+K)^j}$$

Avec :

R₀ : les fonds reçus par l'entreprise à l'instant 0.

S_j : les sorties de fonds à l'instant j ; j=1,2,...,n.

K : coût du capital.

1.1. le coût des capitaux propres

Il s'agit de mettre en exergue la justification du coût des fonds propres et les différentes méthodes appliquées pour le mesurer.

1.1.1 la justification du coût des fonds propres

Dans une perspective juridique et comptable, la notion de coût des capitaux propres ne présente aucune signification concrète. En effet, un coût correspond dans une telle perspective à une prestation que l'entreprise s'oblige à servir à un tiers. En contrepartie de l'apport d'une ressource réelle ou financier.

Dans une telle perspective, les capitaux propres n'apparaissent pas générateurs d'un coût, puisqu'ils n'occasionnent aucune obligation juridique de rémunération au profit des associés de l'entreprise.

Mais si le recours aux capitaux propres n'entraîne pour l'entreprise aucune contrainte juridique rémunération, il entraîne cependant une contrainte économique qui lui impose d'assurer une certaine rémunération à ses associés, sous peine de se priver de toute possibilité future de financement en fonds propres.

Enfin de compte, les associés ou les propriétaires de l'entreprise expriment l'exigence d'une rémunération, quelle qu'en soit la forme. Même si ces derniers peuvent apparaître à première vue comme des ressources « gratuites », ils occasionnent une contrainte économique de rémunération, donc un coût.

1.1.2 la mesure du coût des fonds propres

Le coût des capitaux propres est beaucoup plus difficile à mesurer que celui des dettes. En revanche, les engagements pris à l'égard des propriétaires sont beaucoup plus informels et multiformes, ce qui rend la mesure du coût qu'ils occasionnent particulièrement malaisée.¹

a) Formulation du coût des capitaux propres dans un cas général :

Un investisseur envisageant d'acheter les actions d'une société au cours p_0 est confronté à un problème d'investissement .en effet, l'opération considérée entraîne

- Une dépense immédiate p_0 .
- Des recettes futures sous la forme de dividendes D_1, D_2, \dots, D_n et éventuellement, sous la forme de P_n , un prix de revente future de l'action.

¹ Maher KOOLI, Fodil ADJAOUD, Narjess BOUBAKRI et Imed CHKIR, **Op.cit**, Op.cit, 2013, P : 151.

S'il parvient à anticiper ces flux de recettes futurs, ou au moins à formuler des hypothèses sur leur évolution, l'investisseur pourra dégager le taux de rendement actuariel (TIR) associé à l'opération envisagée. Ce taux est simplement un taux d'actualisation r qui annule la valeur actuelle nette de ce projet et vérifie ainsi l'expression suivante :

$$P_0 = \frac{D_1}{(1+r)} + \frac{D_2}{(1+r)^2} + \dots + \frac{D_n}{(1+r)^n} + \frac{P_n}{(1+r)^n}$$

Comme le prix P_n sera lui-même déterminé par des anticipations de dividendes formées par l'acquéreur futur du titre, on peut écrire l'expression connue comme la Formule de **Fisher**

$$P_0 = \sum_{j=1}^{\infty} \frac{D_j}{(1+r)^j}$$

Le taux r mesure le rendement actuariel attendu ou requis par les investisseurs disposés à payer P_0 l'action de la société. Il correspond donc à une exigence de rendement formulée par les actionnaires actuels ou potentiels de la société dont les titres sont soumis à une comparaison et à une concurrence vis-à-vis des titres émis par des sociétés comparables.

b) Coût des capitaux propres pour une société assurant le versement d'un dividende stable :

Dans le cas d'une société qui assurerait à ses actionnaires un dividende par action stable à long et moyen terme, un nouvel actionnaire pourra considérer l'achat d'une action comme un investissement entraîne :

- Un coût initial correspondant au prix d'achat de l'action(ou cours) P_0 .
- Un revenu réel stable D perçu au bout de $1, 2, \dots, n$ années, l'actionnaire pourrait alors mesurer le taux interne de rendement r qui permet de vérifier l'égalité

$$P_0 = \frac{D}{(1+r)} + \frac{D}{(1+r)^2} + \dots + \frac{D}{(1+r)^n}$$

Lorsque n devient infiniment grand, l'expression:

$$P_0 = D \frac{1 - (1+r)^{-n}}{r}$$

En conséquence, P_0 tend vers l'expression suivante à la limite¹ : $P_0 = \frac{D}{r}$

¹ Maher KOOLI, Fodil ADJAOUD, Narjess BOUBAKRI et Imed CHKIR, **Op.cit**, P : 159

c) Coût des capitaux propres pour une société assurant le versement d'un dividende croissant à taux constant :

Pour évaluer le taux de rendement exigé par les détenteurs d'action ordinaires, on peut se baser sur le modèle d'évaluation de *Gordon* et *Shapiro* ou sur le modèle d'évaluation des actifs financiers (*MEDAF*).

➤ **Modèle Gordon et Shapiro**

Si les actionnaires potentiels d'une société anticipent le versement d'un dividende croissant à taux stable g , le taux interne de rendement de leur investissement en action est le taux r tel

$$\text{que : } P_0 = \frac{D_1}{(1+r)} + \frac{D_2}{(1+r)^2} + \dots + \frac{D_n}{(1+r)^n}$$

Si D_1 , est le premier dividende attend après cette acquisition :

$$D_2 = D_1 (1+g)$$

$$D_3 = D_2 (1+g) = D_1 (1+g)^2$$

$$D_n = D_{n-1}(1+g) = D_1 (1+g)^{n-1}$$

$$P_0 = D_1 \left[\frac{1}{(1+r)} + \frac{1+g}{(1+r)^2} + \dots + \frac{(1+g)^{n-1}}{(1+r)^n} \right]$$

En utilisant la Somme de la suite géométrique de raison : $R = \frac{(1+g)}{(1+r)}$ et de premier terme

$$C = \frac{1}{(1+r)} \text{ on aura } P_0 = D_1 \left[\frac{(1+g)^n / (1+r)^{n-1}}{g-r} \right]$$

Si $g < r$, $(1+g)^n / (1+r)^n$ tend vers 0 quand n croit indéfiniment. Ce qui donne la formule de *Gordon Shapiro*

Dans ces conditions $n \rightarrow \infty$:

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

Le taux r qui vérifie cette égalité représente le taux de rendement interne exigé par un investisseur qui dépense P_0 aujourd'hui pour acquérir une action dont il attend par la suite des dividendes D_1, D_2, \dots, D_n croissant à taux constant g .

Ce taux de rendement exigé par les actionnaires potentiels définit la contrainte de rémunération qui pèse sur l'entreprise et permet donc de cerner le coût de ses capitaux propres pour cette dernière :

$$r = \frac{D1}{P0} + g \quad ^1$$

➤ *Le modèle d'évaluation des actifs financiers « MEDAF »*

Le modèle d'évaluation des actifs financiers peut être utilisé pour estimer le coût des capitaux propres. Le taux de rendement obtenu à l'aide du MEDAF constitue le coût des capitaux propres pour un actionnaire. Il est égal au rendement d'un actif sans risque (R_f).

Augmenté d'une prime de risque ($[E(R_m) - R_f]$) multipliée par une mesure du risque systématique (β):

$$K = E(R_i) = R_f + [E(R_m - R_f)] * \beta_i$$

Avec:

R_f : taux de rendement sans risque

$E(R_m)$: espérance du rendement sur le marché

β_i : coefficient bêta du titre i .²

1.2 Le coût de l'endettement

Le taux de revient mesure le coût de l'endettement ; donc c'est le taux pour lequel il y a équivalence entre le capital mis à disposition de l'entreprise et l'ensemble des sommes réellement décaissées en contrepartie.³

1.2.1 L'emprunt bancaire

Les modalités de remboursement de ces emprunts peuvent être de trois sortes :

- Remboursement par amortissements constants ;
- Remboursement par annuités constants : $a = K_0 * \frac{i}{1 - (1+i)^{-n}}$

Avec :

a : annuité ;

K_0 : le capital emprunté ;

i : le taux d'amortissement.

¹ <http://www.abcbourse.com>, consulté le 13/02/2017 à 09h et 05min.

² Maher KOOLI, Fodil ADJAUD, Narjess BOUBAKRI et Imed CHKIR, **Op.cit**, P : 153.

³ Idem, P : 157.

- Remboursement in fine

Pour le calcul du coût des capitaux emprunté, il faut non seulement prendre en compte le taux d'intérêt de la dette mais également les économies d'impôt réalisées sur les charges d'intérêt.

Si l'on pose Rb le remboursement du capital emprunté ; et FF le paiement des intérêts, on

charge le taux t tel que :
$$M_0 = \sum_{i=0}^n \frac{Rbi + FFi(1+T)}{(1+t)^i}$$

Avec :

M_0 : le montant d'emprunt ;

T : le taux d'imposition ;

Rb : le remboursement du capital emprunté ;

FF : charge d'intérêts.

1.2.2 Emprunt obligataire

L'obligation est un titre de créance ; en conséquence, il se fait par appel à l'épargne qui se caractérise par les paramètres suivants :

C : la valeur nominale par titre ;

VR : la valeur de remboursement par titre ;

E : la valeur d'émission par titre ;

N : nombre de titre émis ;

n : le nombre d'année de remboursement ;

i : le taux d'intérêt nominal ;

$c = C*i$: le montant du coupon annuel ;

μp : Le nombre de titre remboursés le pe année ;

ap l'annuité de la pe année.

Avec :

- Prime d'émission = nominal fixé- prix d'émission ;

- Prime de remboursement = prix de remboursement- nominal fixé ;

Tableau N°3 : Le tableau de remboursement de l'emprunt obligataire dans le cadre générale

période	Intérêt	Remboursement du principal	Annuité	Titres restant en circulation en fin de période
1	$I_1=N*c$	$\mu_1 * VR$	$a_1=\mu_1*VR+N*c$	$N_1=N-\mu_1$
2	$I_2=N_1*c$	μ_2*VR	$a_2=\mu_2*VR+N_1*c$	$N_2=N_1-\mu_2$
:				
P	$I_p=N_{p-1}*c$	μ_p*VR	$a_p=\mu_p*VR+N_{p-1}*c$	$N_p=N_{p-1}-\mu_p$
P+1	$I_{p+1}=N_p*c$	$\mu_{p+1}*VR$	$a_{p+1}=\mu_{p+1}*VR+N_p*c$	$N_{p+1}=N_p-\mu_{p+1}$
:				
N	$I_n=N_{n-1}*c$	μ_n*VR	$a_n=\mu_n*VR+N_{n-1}*c$	$N_n=N_{n-1}+\mu_n$

Source : Nathalie GARDES, OP-CITE, 2006, p33

Par ailleurs, si l'emprunt obligataire remboursable infine :

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

1.2.3 Le crédit-bail

Le contrat de crédit-bail est un contrat de location, portant sur un bien meuble ou immeuble, assorti d'une option d'achat à prix fixé d'avance par conséquent, le taux de revient est déterminé par le taux t tel que :

$$M_0=\sum_{i=0}^n \frac{Li(1-T)+Ai-T}{(1+t)^i}$$

Avec :

L : montant de loyer ;

T : taux d'impôt

2. le coût global du financement

A première vue, il semble aisé de dégager le coût global du financement grâce à la prise en compte du coût spécifique des différentes ressources mises en œuvre par l'entreprise.

Mais l'assimilation du coût global du financement au coût moyen pondéré des ressources soulève des difficultés analytiques complexes car la structure financière choisie par l'entreprise exerce une influence sur le coût de chaque ressource mise en œuvre.¹

¹Maher KOOLI, Fodil ADJAOU, Narjess BOUBAKRI et Imed CHKIR, Op.cit., P : 155.

2.1 La détermination du coût moyen pondéré du financement

Pour la détermination du coût moyen pondéré du capital, on suppose dans un premier temps que le recours à une combinaison diversifiée de ressources financières n'exerce aucune influence sur le dégagement du coût associé à chaque ressource.

Le coût du capital peut être défini comme étant le coût moyen pondéré (CMPC) des différentes sources de capital mises en œuvre. Pour estimer ce paramètre, il faut calculer le coût de chaque composante du capital (coût spécifique), puis en déduire le CMPC en multipliant le coût de chaque composante par sa proportion dans le capital

Dans le cas d'une entreprise mettant en œuvre des actifs financés par des capitaux propres pour un montant S et par endettement pour D , on écrira donc :

$$K_n = K_e \frac{S}{S + D} + K_d \frac{D}{D + S}$$

Avec :

K_n : coût moyen pondéré

K_e : coût des capitaux propres S

K_d : coût net d'impôt des dettes D

2.2 Les difficultés rencontrées pour la détermination du coût moyen pondéré

Sans remettre en cause le cadre de cette démarche, il faut immédiatement souligner deux problèmes pratiques soulevés par son application.

-Le premier problème concerne le système de pondération à employer. Pour la mesure des coefficients $E/(E+D)$ et $D/(E+D)$ doit-on retenir les valeurs comptables des capitaux propres et des dettes telles qu'elles apparaissent au bilan ?

-Le second problème analytique et technique soulevé par la détermination du coût moyen pondéré concerne le montant des dettes à retenir dans l'analyse.

Pour déterminer les pondérations de chaque source de financement, on peut se baser sur la valeur comptable ou sur la valeur marchande.

➤ Les pondérations selon la valeur comptable :

Ces pondérations sont calculées en fonction des états financiers de l'entreprise. Elles sont fondées, essentiellement, sur les montants historiques.

➤ Les pondérations selon la valeur marchande :

Ces pondérations sont plus intéressantes, car elles sont liées à la véritable valeur de l'entreprise, mais elles sont sujettes aux fluctuations temporaires du marché financier.

En général, il est préférable d'utiliser les valeurs marchandes si elles sont disponibles, car elles reflètent mieux les prévisions des investisseurs.¹

2.3 Les conditions d'utilisation du cout moyen pondéré du capital

-Le risque d'exploitation du projet doit être identique à celui de l'entreprise. si le risque d'exploitation du projet est plus faible que celui de l'entreprise, on risque de refuser le projet si on l'actualise au CMPC. Il faut donc l'actualiser à un taux plus faible, l'inverse est juste.

-Le rapport des composantes de la structure financière à leur valeur marchande doit demeurer constant.

¹ Maher KOOLI, Fodil ADJAUD, Narjess BOUBAKRI et Imed CHKIR, Op.cit, P : 160.

Conclusion du chapitre I

Dans ce chapitre, nous avons abordé les concepts de la structure financière de l'entreprise, les différents modes de financement, le coût de financement et la structure du capital.

Les concepts de la structure financière ont été passés en revue dans une première section, dans laquelle nous avons abordé la définition de la structure financière, les fondements théoriques de la structure financière et ces déterminants. Nous avons conclu que pour répondre à ses besoins de financement, l'entreprise se ressource par des fonds propres, des capitaux empruntés ou mixte. Le partage des ressources entre fonds propres et dettes constitue la structure financière de l'entreprise.

Nous avons présenté, dans une deuxième section, les différents modes de financement utilisés par une entreprise, et nous avons constaté qu'il en existe principalement trois : les fonds propres, les moyens hybrides et la dette.

Le coût de financement et la structure du capital ont été l'objet d'une troisième section qui nous a menés à conclure que l'assimilation du coût global du financement au coût moyen pondéré des ressources soulève des difficultés analytique complexes car la structure financière choisie par l'entreprise exercer une influence sur le coût chaque ressource mise en œuvre.

***Chapitre II : Généralité sur la
performance et sa relation avec la
structure financière.***

Introduction du chapitre II

Le concept de performance occupe une place centrale dans les recherches en gestion. Il est couramment utilisé dans les appréciations portées sur les entreprises, c'est un véritable gage pour la survie et le développement de celle-ci. Elle exprime le degré d'accomplissement des objectifs poursuivis.

Une entreprise performante doit être à la fois efficace et efficiente. Elle est efficace lorsqu'elle atteint les objectifs qu'elle s'est fixés. Elle est efficiente lorsqu'elle minimise les moyens mis en œuvre pour atteindre les objectifs qu'elle s'est fixés.

C'est pour cela l'objectif visé par ce chapitre est de bien comprendre le concept de la performance.

Dans ce deuxième chapitre, nous allons tout d'abord traiter les concepts généraux de la performance, ensuite nous allons présenter la notion de la performance financière et les outils de mesure la performance financière et économique, enfin nous allons aborder la relation entre la performance et la structure financière.

Section 1 : concepts généraux de la performance

La notion de performance d'une organisation s'exprime différemment selon les acteurs auxquels elle s'adresse, internes ou externes à l'organisation, et selon le contexte de sa réalisation.

1. Définition de la performance

La littérature ne peut pas parvenir à un consensus sur la définition de la notion de performance. Toutefois, de nombreuses tentatives ont été faites par quelques chercheurs pour définir ce concept.

Selon Annick Bourguignon, la performance signifie « En matière de gestion, la performance est la réalisation des objectifs organisationnels, quelques que soient la nature et la variété de ces objectifs. »¹

Selon Michel Lebas, la performance est « c'est faire mieux que le concurrent sur le moyen et le long terme. »²

D'après Philip Lorino, la performance est « tout ce qui, et seulement ce qui contribue à atteindre les objectifs stratégiques. »³

La performance est un terme « connoté »: sa définition varie a priori pour chacun d'entre nous et en fonction du contexte. Plusieurs définitions ont été ainsi recueillies lors des contacts en France et à l'étranger. La performance peut-être entre autres :

- La réalisation des objectifs dans les délais ;
- L'obtention des meilleurs coûts ;
- La hausse du résultat et du chiffre d'affaires ;
- La rentabilité d'aujourd'hui et de demain ;
- La position par rapport aux autres concurrents.⁴

¹B.DORIATH et C.GOUJET, **gestion prévisionnelle et mesure de la performance**, éditions Dunod, 2ème édition, Paris, 2005, p : 166.

² Brigitte DORIATH, Michel LOZATO, Paula MENDES, Pascal NICOLLE, **comptabilité et gestion des organisations**, éditions Dunod, paris, 2008, p : 313.

³ Philip LORINO, **méthode et pratique de la performance : guide de pilotage**, les éditions d'organisation, paris, 1998, p : 87.

⁴ Jean-Paul BAILLY, **comment accroître la performance par un meilleur management**, paris, 2005, P : 25.

Autre définition de la performance, elle correspond à l'atteinte d'objectifs ou de résultats attendus, et plus largement à la création de valeur. Si dans le monde de l'entreprise, la création de valeur est généralement associée à l'accroissement du profit, elle doit être entendue dans le secteur public comme une optimisation des services rendus aux citoyens.¹

2. Les différents types de la performance

Les différents types de performance dans l'entreprise sont :

2.1 La performance externe :

Dans le but d'informer les différentes parties prenantes de l'entreprise (actionnaires, fournisseurs, clients, institutions financières) sur les grands équilibres grâce à une analyse financière.

L'objectif de l'information sur la performance revient à orienter la finalité du capital investi vers la création de richesse pour l'actionnaire, l'information sur la performance est utile pour leur prise de décision économique. Cette information aide les actionnaires et investisseurs à optimiser l'allocation de leurs ressources.

La performance affecte la perception des tiers quant à sa situation économique et de ses perspectives. Pour s'assurer de la solvabilité et de la continuité de l'entreprise, les partenaires commerciaux, soit pour des besoins de la relation, soit en tant que créanciers, utilisent l'information sur la performance de l'entreprise, notamment dans le cadre de contrats à long terme.

2.2 La performance interne :

Afin d'évaluer le degré de réalisation des objectifs, d'en rechercher les causes pour définir les axes d'action futurs et de coordonner les actions de chaque acteur afin de converger vers un même but.² On peut distinguer des différents types de la performance interne :³

¹Virginie GALDEMAR, Léopold GILLES, Marie-Odile SIMON, **Performance ; efficacité ; efficience : les critères d'évaluation des politiques sociales sont-ils pertinents ?**, Paris, 2012, P : 09.

² Bernard MARTORY, **Contrôle de gestion social**, librairie Vuibert, Paris, 1999, P : 236.

³Brigitte DORIATH, Michel LOZATO, Paula MENDES, Pascal NICOLLE, **comptabilité et gestion des organisations, OP.cit**, P : 313.

2.2.1 La performance économique :

La performance économique correspond aux résultats présentés par la comptabilité, il s'agit principalement des soldes intermédiaires de gestion.

2.2.2 La performance financière :

Réside dans la mobilisation effective et l'utilisation rationnelle des moyens financiers disponibles.

2.2.3 La performance sociale :

Au niveau de l'organisation, la performance sociale est souvent définie comme le rapport entre son effort social et l'attitude de ses salariés. Cependant cette dimension de performance est difficile à mesurer quantitativement.

2.2.4 La performance managériale :

La performance managériale est définie comme la capacité du manager et de l'équipe dirigeante à atteindre les objectifs fixés.

2.2.5 La performance organisationnelle :

Elle est définie comme « les mesures portant directement sur la structure organisationnelle et non pas sur ses conséquences éventuelles de nature sociale ou économique. Ces indicateurs sont intéressants dans la mesure où ils permettent de discerner les difficultés organisationnelles au travers de leur première manifestation, avant que les effets induits par celles-ci ne soient ressentis d'un point de vue économique »¹.

2.2.6 La performance stratégique :

Elle est définie comme le maintien d'une distance avec les concurrents, entretenue par une forte motivation (système d'incitation et de récompense) de tous les membres de l'organisation et une focalisation sur le développement durable.

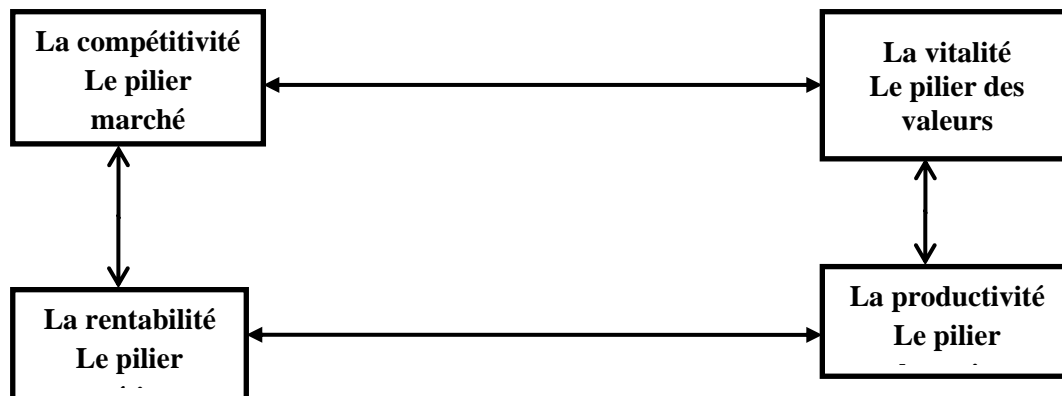
3. Les piliers de la performance d'une organisation

Les déterminants de la performance constituent la base de la performance d'une organisation. Selon PINTO « la performance de l'entreprise est directement impactée par l'effort que les dirigeants consacrent à maintenir leur entreprise au niveau des meilleures pratiques sur chacun de ses territoires ». En effet, l'auteur indique que la

¹ M. Kalika, structures d'entreprises : réalités, déterminants et performances, éditions Economica, Paris, 1998, p : 340.

performance repose sur quatre piliers qui entretiennent des relations synergiques très fortes : les valeurs, les marchés, les hommes et les métiers.¹ Ils sont illustrés par le schéma ci-dessous :

Figure N°2 : les piliers de la performance d'une organisation



Source : Paul Pinto, **la performance durable**, Dunod, Paris, 2003, P : 12.

1.1 La compétitivité pour le pilier marché :

La compétitivité d'une entreprise est d'abord sa maîtrise du marché et sa capacité à apporter des produits et/ou services adéquats aux besoins de ses clients.

1.2 La vitalité pour le pilier des valeurs :

La vitalité d'une entreprise est en rapport avec ses valeurs. Car ce dernier constitue un système de protection contre les menaces qui pèsent sur l'entreprise.

1.3 La rentabilité pour le pilier métier :

Le territoire métier est un enjeu majeur de la performance stratégique, la rentabilité. C'est le domaine de l'excellence stratégique et opérationnelle dans lequel l'entreprise va puiser une grande partie de sa performance. Les exigences en termes de création de valeur conduit à s'interroger si l'entreprise utilise de façon rationnelle ses ressources. Il convient cependant d'étudier la performance financière qui traduit la santé financière de l'entreprise.

1.4 La productivité pour pilier du personnel :

L'être humain constitue la principale ressource des entreprises et sans doute un des éléments de différenciation et d'avantage concurrentiel, et pour que le personnel soit productif, il suffit de le motiver en instaurant un système de communication permanent avec les collaborateurs.

¹Paul PINTO, **la performance durable**, éditions Dunod, Paris, 2003, P : 11.

Section 2 : Notion de performance financière

Dans cette section nous allons présenter successivement les points suivant : définition de la performance financière, les déterminants de la performance, les indicateurs de la performance et les outils d'évaluation de la performance financière.

1. Définition de la performance financière :

La performance financière est étroitement liée à la performance économique, elle est mesurée par plusieurs ratios (ratio de rentabilité, valeur ajoutée économique(EVA) et la valeur ajoutée du marché), cette performance est appelée parfois performance boursière lorsqu'elle est mesurée par des indicateurs de nature boursière.

Elle possède deux principales caractéristiques. En premier lieu, elle semble facile à exprimer car la finance étant par essence plus quantitative que qualitative, un instrument de mesure est plus aisé à élaborer. Mais en second lieu, la performance financière reflète indirectement les résultats des divers services dont elle exprime la partie visible, dans ces conditions un consensus sur un critère unique de performance nécessite un accord préalable sur ses facteurs déterminants.

Ces deux caractéristiques techniques de performance financière ne peuvent éliminer les fondements théoriques. Il est facile d'élaborer un instrument quantitatif, dont au préalable, il y a eu accord sur sa finalité. Dans la firme entrepreneuriale la réunion des qualités de manager et de propriétaire rend le problème méthodologique simple : les notions de bénéfice, de capacité d'autofinancement ou le concept d'EBE peuvent, en première approche donner des éléments de réponse. Encore faut-il ne pas considérer ces indicateurs dans le seul court terme mais les envisager dans une perspective longue, seule manière d'assurer l'autonomie et la pérennité de l'entreprise. En revanche, dans la firme managériale la dissociation des qualités d'associés et de manager donne une autre dimension à la détermination d'un critère de performance.¹

¹Sous la direction de Robert le DUFF, **Encyclopédie de gestion et du management**, éditions Dalloz, Paris, 1999, P : 900.

Il existe plusieurs critères de la performance financière mais les plus utilisés sont les suivants : l'efficacité, l'efficacité et l'économie des ressources.¹

- L'efficacité : l'utilisation des moyens pour obtenir des résultats données dans le cadre d'objectifs fixés ; c'est-à-dire l'atteinte des objectifs.
- L'efficacité : le rapport des objectifs avec le moindre coût.
- L'économie des ressources : le rapport entre les moyens déployés et les objectifs à atteindre c'est-à-dire la bonne allocation des ressources.

2. Les déterminants de la performance

La multiplicité des facteurs influençant la performance des entreprises économiques a compliqué la mission de les identifier correctement et de les accepter par les chercheurs, en particulier quand il s'agit de déterminer leurs intensités et leurs impacts sur les performances.

Ils sont étroitement imbriqués les uns avec les autres, ils ont plusieurs classifications. Ali El- SILMI a classé les facteurs influents sur la performance en deux groupes : le groupe des facteurs techniques et le groupe des facteurs humains.

KUKOLECA les a classés en deux groupes : groupe des facteurs objectifs et groupes des facteurs subjectifs.

Mais R-A-THIETART voit que les principaux facteurs influant sur la performance sont les suivants : la motivation, les compétences, le niveau d'activité et de la pratique.² Certains chercheurs les ont classés en à des facteurs sous la manipulation de l'entreprise et des facteurs en dehors de la manipulation de l'entreprise.³

2.1. Les facteurs relativement sous manipulation de l'entreprise :

La maîtrise de l'entreprise sur les facteurs internes est relative, vu le lien des facteurs internes entre eux, et aussi l'influence des variables de l'environnement extérieur. La manipulation de l'entreprise sur ses facteurs internes à ces limites. Il est difficile de faire l'inventaire de ces facteurs, mais les plus importants qui ont un lien étroit avec la performance, sont :

¹Nicolas MARANZANA, **Amélioration de la performance en conception par l'apprentissage en réseau de la conception innovante**, Thèse de doctorat, Ecole Doctorale Mathématique, Science de

² Raymond-Alain THIETART, **La dynamique de l'homme au travail**, éditions d'organisation, Paris, 1997, P : 51.

³ عبد المالك مزهود، **الإداء بين الكفاءة والفعالية: مفهوم و تقييم**، مجلة للعلوم الانسانية، العدد الاول، بسكرة ، 2001، ص:94-91

2.1.1. La motivation

La motivation dans l'entreprise est « le besoin ou la capacité intérieure qui poussent l'individu à travailler sur un objectif ciblé »¹.

La motivation des travailleurs se fera à travers la connaissance de leurs besoins et de tenter d'y répondre, ou d'attirer leur attention sur leurs capacités qui leur permettront d'atteindre les objectifs. L'entreprise, grâce à une bonne motivation du personnel, peut être en mesure d'atteindre ses objectifs et réaliser une bonne performance.

2.1.2. Les compétences

Les compétences peuvent être structurées en trois niveaux :

- Compétences de tradition qui a été en mesure de faire ou d'accomplir les activités répétitives selon des actions spécifiées à l'avance.
- Compétence de projection qui permet, à partir de la situation donnée, de faire face à d'autres situations semblables.
- Compétences de créativité pour faire face au nouveau problème, l'individu est obligé de retourner à sa collection de connaissance pour l'exploiter dans la recherche des solutions.²

2.1.3. Formation

La formation est une sorte d'investissement dans l'élément humain qui a pour objectif d'améliorer la performance globale de l'entreprise. Son rôle dans l'amélioration de la performance paraît à travers les points suivants :

- Elever le niveau des connaissances des individus, et améliorer la diffusion des travaux avancés.
- Permettre d'améliorer l'organisation et la coordination des tâches.
- Faciliter le processus de communication et la circulation de l'information dans toutes les directions.³

2.2. Facteurs en dehors de la manipulation de l'entreprise

L'ensemble des variables et de contraintes que l'entreprise ne peut manipuler, alors qu'elles appartiennent à l'environnement extérieur, qui est une source d'opportunités pour l'entreprise une source des risques imposés à l'entreprise de s'adapter à la

¹ George R.TERRY et Stephan G.FRANCLIN, **Les Principes du management**, éditions Economica, 8e édition, Paris, 1985, P: 348.

² www.e-rh.org, consulté le 25/04/2017 à 17 :05.

³ Bernard MARTORY, **Contrôle de gestion social, Op.cit**, P: 256.

réduction de l'intensité. L'environnement extérieur à un impact significatif sur la performance. Ces facteurs peuvent être répartis en fonction de leur nature à des facteurs économiques, sociaux, technologique, politiques et juridiques.¹

2.2.1. Facteurs économiques

L'ensemble des facteurs tel que le système économique, dans lequel se trouve, la situation économique (crise économique et la détérioration de la situation économique des prix, la hausse de la demande extérieur...) peut fournir des éléments positifs à l'entreprise.²

2.2.2. Facteurs sociaux

Les « les éléments extérieurs associés aux changements de comportement des consommateurs, les relations entre les différents groupes dans la société et l'influence exercée par ces éléments sur l'entreprise »³. La définition montre que les facteurs sociaux ont des liens étroits avec le facteur humain, tel que la croissance démographique, les groupes d'âges.

2.2.3. Facteurs technologiques

L'ensemble des changements et d'évolution causés par la technologie comme : l'invention de nouvelles machines permettant la réduction des coûts de production ou le temps de l'industrie.⁴

2.2.4. Facteurs politiques et juridiques

Il s'agit de la stabilité politique et sécuritaire de l'Etat, le système de politique, les relations avec le monde extérieur, les lois, les résolutions.

Grâce à ce qui a été présenté sur les facteurs influençant sur la performance, il est possible de dire que cette dernière est fonction de nombreuses variables par quantitatives et qualitatives, certaines d'entre elles peuvent être contrôlées par l'entreprise d'autres non.

¹Abdelmalik MEZHOUD, **Op.cit**, P: 93.

² Gilles BRESSY et Christian KONKUYT, **Economie d'entreprise**, éditions Sirey, Paris, 1990, P : 16.

³ Pierre BERGERON, **La gestion moderne : Théorie et cas**, Gaetan Morin éditeur, Québec, 1993, P : 38.

⁴**Idem**, PP : 37-38.

3. Les indicateurs de la performance financière :

Avant de citer les indicateurs de la performance financière on doit définir l'indicateur de performance.

3.1. Définition de l'un indicateur de performance :

Un indicateur de performance peut se définir « comme une donnée quantifiée qui mesure l'efficacité de tout ou partie d'un processus ou d'un système, par rapport à une norme, un plan ou un objectif qui aura été déterminé et accepté, dans le cadre d'une stratégie d'ensemble. »¹

Un indicateur de performance est une donnée quantifiée. Cela signifie qu'on fait référence à la nécessaire quantification d'un phénomène. Lorsqu'il s'agit des phénomènes physiques, la quantification ne pose en général que peu ou pas de problème. En revanche, quand on fait par exemple référence à des phénomènes psychologiques comme la motivation du personnel, la quantification pose problème.

Un indicateur mesure l'efficacité, donc l'aptitude d'un processus à générer une performance. Il paraît ainsi indissociable d'une démarche d'amélioration continue. Le fait de mesurer doit servir à prendre des décisions d'action pour l'amélioration.

Un indicateur s'exprime dans le cadre d'une stratégie d'ensemble. Il est nécessaire de vérifier la cohérence de l'ensemble des indicateurs, utilisés à tous les niveaux, dans l'entreprise. Selon P. Lorino, « les indicateurs de performance ne doivent pas constituer une mosaïque de logiques locales, mais un système collectif de logiques partielles traduisant une stratégie globale ». Cela nous paraît essentiel. Tous les acteurs de l'entreprise doivent travailler dans le sens imposé par la stratégie globale de l'entreprise.²

Les indicateurs de la performance financière sont nombreux on peut en citer : la rentabilité, la rentabilité et l'autofinancement.

¹Alain courtois, Maurice pillet, Chantal Martin, **Gestion de production**, éditions d'organisation, 4^{ème} édition, Paris, 2003, P : 361.

²**Idem**, p : 362

3.2. La profitabilité :

La profitabilité d'une entreprise est sa capacité à générer des profits à partir de la réalisation des ventes. Elle compare le résultat net comptable au chiffre d'affaire hors taxes de l'exercice comptable.

$$\text{Taux de profitabilité} = (\text{résultat net comptable} / \text{chiffre d'affaires}) * 100$$

3.3. L'autofinancement :

L'autofinancement est un financement interne disponible pour l'investissement à l'effet de maintenir le capital économique et d'assurer la croissance de l'entreprise.

C'est le mode de financement le plus répondu par les entreprises pour financer ses investissements en utilisant les ressources engendrées par leurs activités sans recourir à l'emprunt bancaire ou au marché financier.

La source de l'autofinancement est la capacité d'autofinancement (CAF).

$$\text{Autofinancement} = \text{CAF} - \text{dividendes}$$

3.4. La rentabilité :

La rentabilité est un indicateur qui représente la capacité d'une entreprise à réaliser des bénéfices à partir des moyens mis en œuvre. Et comme la rentabilité représente l'évaluation de la performance des ressources investis par des apporteurs de capitaux, c'est donc, l'outil d'évaluation privilégié par l'analyse financière, et on distingue deux types de rentabilité : la rentabilité économique et la rentabilité financière.

1.5 La rentabilité économique :

Mesure l'utilisation des capitaux investis par l'entreprise sans tenir compte de la façon dont ils sont financés (emprunt, apports des actionnaires ou autofinancement),

La rentabilité économique est utilisée par les dirigeants et les prêteurs pour évaluer et comparer la performance de l'activité de l'entreprise. Elle est mesurée par le ratio :

$$\text{Rentabilité économique} = \text{résultat d'exploitation après impôts} / \text{actif économique}.$$

Le résultat d'exploitation permet d'apprécier la performance de l'entreprise indépendamment des facteurs de productions employés qui sont le capital et le travail et du mode de financement. Elle dépend du taux de profitabilité économique et du taux de rotation des capitaux investis.

$(RE \text{ après impôts} / \text{ actif économique}) = (RE \text{ après impôts} / CA) * (CA / \text{ actif économique}).$

Sachant que :

CA : le chiffre d'affaire.

RE : le résultat d'exploitation.

En effet, la rentabilité économique mesure la performance économique de l'entreprise, elle est utile pour comparer les entreprises qui exercent dans le même secteur d'activité. On peut mesurer la performance économique par le ratio de rendement « return on assets, **ROA** » qui exprime de façon assez globale le rendement des actifs.

$$ROA = \text{résultat net} / \text{total actif}$$

1.6 La rentabilité financière :

La rentabilité financière mesure la capacité de l'entreprise à rémunérer ses actionnaires. Plus elle est élevée, plus les dividendes distribués pourront être confortables. Elle Compare les bénéfices générés par l'organisation avec les capitaux propres de l'entreprise. La mesure de la rentabilité financière permet aux actionnaires de porter un jugement sur leur investissement dans le capital d'une entreprise. Elle est mesurée par le ratio suivant :

$$\text{Rentabilité financière} = \text{résultat net} / \text{capitaux propres.}$$

Il y a souvent une corrélation entre la rentabilité économique et la rentabilité financière donnée par l'équation suivante :

$$RF = RE + (RE - i) * (D/CP)$$

Sachant que :

RE : la rentabilité économique.

RF : la rentabilité financière.

i: le taux d'emprunt auprès des établissements de crédit.

CP : les capitaux propres de l'entreprise.

-Si RE est supérieur à i : l'effet de levier est positif. Donc, l'excédent de la rentabilité économique bénéficie aux actionnaires, la rentabilité des capitaux propres croît avec l'endettement.

-Si la RE est inférieur à i : l'effet de levier est négatif. Donc, la rentabilité économique est insuffisante pour absorber le coût de la dette, ainsi plus l'entreprise est endettée plus la rentabilité des capitaux propres diminue.

-Si la RE est égale à i : l'effet de levier est nul. Donc, l'endettement n'a aucun effet sur la rentabilité financière. Dans ce cas il y a neutralité de la structure financière.¹

¹Jérôme Caby et Jacky Koehl, **gestion appliquée et analyse financière**, éditions Pearson Education, France, 2003, p : 114.

Section 03 : les outils d'évaluation de la performance financière et économique:

La pérennité d'une entité dépend de ses résultats, qui sont liés à son activité et aux effets de son environnement. De là on peut dire que la performance constitue un défi pour toute entreprise afin de perdurer sur un marché, d'où l'importance de la mesure de performance qui a constitué un thème de recherche privilégié, qui par sa complexité rend cette mesure indispensable.

1. L'évaluation par les outils de l'analyse financière

Cette approche est utilisée afin d'évaluer la performance financière et économique, cette approche d'évaluation s'appuie sur les outils de l'analyse financière à savoir l'équilibre financier, les soldes intermédiaires de gestion (SIG), les ratios et l'analyse de la rentabilité.

1.1 Définition et source de l'analyse financière

L'analyse financière a pour but de connaître la santé financière de l'entreprise, elle se définit comme « un ensemble d'outils et de méthodes permettant de porter une appréciation sur la situation financière et la performance de l'entreprise ». ¹

L'analyse financière est menée à partir des documents de synthèses, publiés par une telle entreprise d'une façon annuelle (imposé par la loi), il s'agit principalement des états financiers : bilan, comptes de résultat et annexes, ces documents représentent la matière première de l'analyse financière.

1.1.1 L'analyse par l'équilibre financier

L'équilibre financier peut être apprécié soit à un moment donné soit sur une période, on distingue ainsi, l'analyse statique et l'analyse dynamique. L'analyse de l'équilibre financier s'applique par l'analyse des éléments suivants : l'analyse du fond de roulement (FR), l'analyse du besoin de fonds de roulement (BFR), l'analyse de la trésorerie. ²

¹E.COHEN, **Analyse financière**, éditions Economica, Paris, 4 édition, 1999, p : 304.

² Pierre CONSO et Farouk HEMICI, **gestion financière de l'entreprise**, éditions Dunod, 11ème édition, 2005, P : 145.

1.1.1.1 Analyse du fond de roulement (FR) :

Le fond de roulement constitue une source de financement structurelle mise à la disposition de l'entreprise pour assurer son fonctionnement.

Le FR est défini par « la marge de sécurité représenté par la fraction des capitaux circulants qui n'est pas financée par les dettes à court terme, mais une partie des capitaux permanents ». ¹

Fond de roulement = actifs circulants – capitaux circulants.

Dans la pratique, on retrouve couramment la formule de calcul du fonds de roulement suivante :

Fonds de roulement = Ressources stables – Emplois durables

L'actif circulant est composé des stocks, des créances clients et autres, des placements financiers et de la disponibilité de l'entreprise. Les capitaux circulants représentent les dettes à court terme dont la durée de leur exigibilité est généralement moins d'une année.

L'interprétation du fond de roulement :

Le FR peut prendre les trois positions suivantes :

-FR positif : cela signifie que l'entreprise dégage un surplus de ressources permanentes par rapport à l'actif stable, dont l'utilisation sera destinée au financement des besoins de l'entreprise. Donc, il y a une cohérence entre la politique d'investissement de l'entreprise et celle de financement. Et dans ce cas seulement l'entreprise pourra :

- Gérer ses affaires sans aucune contrainte ;
- Faire face à ces besoins cyclique et s'assurer de son bon fonctionnement ;
- Rembourser ses dettes.

-FR négatif : C'est la situation la plus critique pour l'entreprise, les investissements durables ne sont pas intégralement financés par des ressources de la même nature. La structure des financements est déséquilibrée. Donc, il y a un manque de cohérence entre la politique d'investissement et celle de financement. Il est dû principalement :

¹H.Hutain, **Gestion financière**, Edition d'organisation, Paris, 2000, P : 82.

- A des pertes durant le cycle d'exploitation ou hors exploitation ;
- Au manque des moyens de financement.

-FR nul : lorsque les ressources stables et les emplois durables sont égaux. Ici, les ressources couvrent les emplois sans qu'un excédent ne soit généré. L'entreprise devra financer son BFR avec un découvert bancaire par exemple.

1.1.1.2 L'analyse du besoin de fonds de roulement (BFR) :

Le besoin en fonds de roulement, plus couramment appelé BFR, est un indicateur très important pour les entreprises. Il représente les besoins de financement à court terme d'une entreprise résultant des décalages des flux de trésorerie correspondant aux décaissements et aux encaissements liés à l'activité opérationnelle. Le BFR d'exploitation représente le solde des emplois et des ressources d'exploitation, il se calcule de la manière suivante :

$$\text{BFR} = \text{valeur d'exploitation} + \text{valeurs réalisables} - \text{dettes à court terme.}$$

Les valeurs d'exploitations sont constituées essentiellement des stocks. Les valeurs réalisables sont constituées de l'ensemble des créances de l'entreprise envers ses créanciers tel que les créances clients. Tout au long de la vie de l'entreprise, le BFR est un indicateur de la santé financière d'une entreprise. Un BFR qui explose est un signe de mauvaise santé pouvant très vite amener à des difficultés de trésorerie irrémédiables pour une entreprise. Il peut être calculé de manière périodique (toutes les semaines, tous les mois, tous les trimestres, tous les semestres ou tous les ans).¹

1.1.1.3 l'analyse de la trésorerie :

La trésorerie est étroitement liée au fonds de roulement et au besoin en fonds de roulement, et un bon fonctionnement d'une entreprise nécessite l'application d'une trésorerie efficace. La trésorerie se calcule de la manière suivante :

$$\text{Trésorerie} = \text{FR} - \text{BFR.}$$

- La trésorerie est positive lorsque le FR est strictement supérieur au BFR.
- La trésorerie est négative lorsque le FR est strictement inférieur au BFR.
- La trésorerie est nulle lorsque le FR est égal au BFR.

¹Huitain, Gestion financière, Op.cit., p:84.

Sachant que la trésorerie répond à un seul objectif, c'est de maintenir l'équilibre entre les besoins et les ressources de l'entreprise.

-Si la trésorerie nette de l'entreprise est positive, cela signifie que les ressources financières de l'entreprise sont suffisantes pour couvrir les besoins. L'entreprise pourra ainsi financer d'autres projets sans avoir à recourir à l'emprunt.

-Si la trésorerie est nulle, cela signifie que l'entreprise dispose de ressources financières permettant de satisfaire à la limite ces besoins. L'entreprise dispose ainsi de réserves limitées en vue de faire face à d'éventuelles dépenses d'investissement ou bien même d'exploitation.

-Si le résultat de la trésorerie nette est négatif, cela signifiera que l'entreprise ne dispose pas des fonds nécessaires pour couvrir ses dépenses et encore moins pour penser à investir. Elle devra donc solliciter de nouvelles sources de financement (emprunts bancaires...) pour satisfaire ses besoins de financement. Si l'entreprise ne parvient pas à accroître ses ressources financières, elle encourt un risque financier.¹

1.1.2 l'analyse par les soldes intermédiaires de gestion (SIG)

Le calcul des soldes intermédiaires de gestion permet :

- De comprendre la formation du résultat net en décomposant ;
- D'apprécier la création de richesse générée par l'activité de l'entreprise ;
- De suivre dans l'espace et dans le temps l'évolution de la performance et de la rentabilité de l'activité de l'entreprise à l'aide de ratio d'activité, de profitabilité et de rentabilité. Le tableau des soldes intermédiaires de gestion comprend neuf soldes successifs obtenus par différences entre certains produits et certaines charges.²

➤ La marge commerciale :

La marge commerciale concerne uniquement les entreprises commerciales ou les entreprises industrielles exerçant une activité commerciale. La marge commerciale est un indicateur essentiel pour les entreprises commerciales, elle doit être suffisante pour couvrir toutes les charges en dehors du coût d'achat des marchandises vendues. Le calcul de la marge commerciale est le suivant

Marge commerciale = ventes nettes de marchandises – coût d'achat des marchandises vendues.

¹ <https://www.easybourse.com>, consulter le 23/02/2017 à 13 :16.

² Béatrice et Francis GRANDGUILLOT, Analyse financière, Gaulino éditeur, 4 édition, paris, 2006, P : 41.

➤ **La production de l'exercice :**

La production de l'exercice permet d'apprécier l'ensemble de l'activité de production des entreprises industrielles et de services pour une période.

$$\text{Production de l'exercice} = \text{production vendue} + \text{production stockée} + \text{production immobilisée.}$$

➤ **La valeur ajoutée :**

La valeur ajoutée représente l'accroissement de la valeur apportée par l'entreprise aux biens et services en provenance des tiers dans l'exercice de son activité principale¹. Elle détermine la richesse créée et constitué par le travail du personnel, elle calculé de la manière suivante :

$$\text{Valeur ajoutée} = \text{marge commercial} + \text{production de l'exercice} - \text{consommations de l'exercice en provenance des tiers.}$$

➤ **L'excédent brut d'exploitation (EBE) :**

L'excédent brut d'exploitation représente la part de la valeur ajoutée qui revient à l'entreprise et aux apporteurs des capitaux. Il indique la ressource générée par l'exploitation de l'entreprise indépendamment de la politique d'amortissement et mode de financement (charges financière). Il est un indicateur de la performance industrielle et commerciale, cet indicateur est privilégié pour la comparaison interentreprises dans la mesure où il ne prend pas en compte les choix des dirigeants en matière de politiques d'amortissement, de financement, de distribution de dividendes et de mode d'imposition. Il s'obtient à partir du calcul suivant :

$$\text{EBE} = \text{valeur ajoutée} + \text{subventions d'exploitions} - \text{impôts, taxes et versements assimilés} - \text{charges de personnel.}$$

➤ **Le résultat d'exploitation :**

Le résultat d'exploitation représente le profit ou la perte généré par l'activité qui conditionne l'existence de l'entreprise, elle est calculée de la manière suivante :

$$\text{Résultat d'exploitation} = \text{EBE} + \text{Reprises et transferts sur charges d'exploitation} + \text{Autres produits de gestion} - \text{Dotations sur charges d'exploitation} - \text{Autres charges de gestion.}$$

¹Béatrice et Francis GRANDQUILLOT, Analyse financière, Op.cit, P : 44.

➤ **Le résultat courant avant impôts :**

Le résultat courant avant impôts mesure la performance des activités d'exploitation et financière de l'entreprise. Il est intéressant de le comparer au résultat d'exploitation pour analyser l'indice de la politique financière sur la formation du résultat. Il est égal au calcul suivant ¹:

$$\text{Résultat courant avant impôts} = \text{résultat d'exploitation} + \text{Quotes parts de résultat sur opérations faites en commun} + \text{produit financiers} - \text{charges financière.}$$

➤ **Le résultat exceptionnel :**

Le résultat exceptionnel n'est pas calculé à partir d'un solde précédent. Mais, calculé directement à l'aide du regroupement des opérations ayant un caractère exceptionnel.

$$\text{Résultat exceptionnel} = \text{produits exceptionnels} - \text{charges exceptionnelles.}$$

➤ **Le résultat net de l'exercice :**

Le résultat net de l'exercice représente ce qui reste à la disposition de l'entreprise après versement de la participation des salariés et paiement de l'impôt sur les sociétés, une partie de ce résultat est distribué aux associés et une autre est réservée à la constitution de l'autofinancement de l'entreprise pour assurer sa croissance. Il s'obtient de la manière suivante :

$$\text{Résultat net de l'exercice} = \text{résultat courant avant impôts} + \text{résultat exceptionnel} - \text{participation des salariés} - \text{impôts sur les bénéfices.}$$

1.1.3L'analyse par les ratios

La définition d'une ration, ainsi les différents types de ratios se présentent comme suit :

1.1.3.1 Définition du ratio :

Un ratio est un rapport significatif entre deux grandeurs, c'est-à-dire entre deux postes de bilan ou du compte de résultats ainsi que des données plus élaborées telles que le

¹Béatrice et Francis GRANDGUILLOT, Analyse financière, Op.cit, P : 51.

fonds de roulement, la valeur ajoutée qui permettent de porter un jugement sur la situation financière de l'entreprise.¹

1.1.3.2 Les types de ratios :

Il existe plusieurs ratios qui ont classés selon plusieurs catégories, et qui sont comme suit :

- Ratio de structure :

Les ratios de structures expriment les conditions dans lesquelles l'entreprise assure son équilibre financier à partir des opérations du cycle de financement et des opérations du cycle d'investissement. Il existe plusieurs ratios de structure :

Financement des emplois stables = ressources stables / emplois stables.

Ce ratio mesure la couverture des emplois stables par les ressources stables détenues par l'entreprise.

Autonomie financière = capitaux propres / total dettes.

Ce ratio mesure la capacité de l'entreprise à s'endetter.

Capacité de remboursement = Dettes global / CAF.

Ce ratio indique le délai théorique minimum de remboursement des capitaux empruntés à long et à moyen terme par l'intermédiaire de la capacité d'autofinancement(CAF). L'endettement ne doit pas excéder 3 ou 4 fois la capacité d'autofinancement.²

- Ratio de liquidité :

La liquidité mesure la capacité de l'entreprise à régler ses dettes arrivées à échéances.

Et on distingue les ratios suivants :

Ratio de liquidité générale = Actifs à court terme / Dettes à court terme.

Exprime la capacité à faire face à son passif exigible de court terme avec son actif circulant Ce ratio doit être supérieur à 1.

Ratio de liquidité restreinte = (Actifs à court terme – stocks) / Dettes à court terme.

¹J.Barreau et J. Delahaye, **Gestion financière : manuel et application**, éditions Dunod, Paris, 2001, p : 54.

² Béatrice et Francis GRANDGUILLOT, **Analyse financière, Op.cit**, P : 155.

Ratio de liquidité auquel on a retiré les stocks car ceux-ci ont une liquidité incertaine (ce n'est pas parce que l'on décide de vendre son stock qu'il sera immédiatement acheté). Ce ratio mesure la capacité de l'entreprise à payer ses dettes à court terme à l'aide de l'encaissement des créances et de la trésorerie disponible. Il doit être proche de 1.

Ratio de liquidité immédiate = Liquidité / Dettes à court terme.

Ce ratio mesure la capacité de l'entreprise à payer ses dettes à court terme en utilisant ses disponibilités.¹

¹<http://www.lesclesdelabanque.com>, consulté le 23/03/2017 à 13h et 57min.

Section 04 : la relation entre la performance et la structure financière

Cette section sera consacrée aux travaux antérieurs qui traitent la relation entre la structure financière et la performance des entreprises, et on remarque qu'il y a des études abondantes telles que :

1. Etude de Mahfuzah Salim, Dr.Raj Yadav « 2012 »

Cette fois l'étude est effectuée à Malaysia sur 237 entreprises cotées en bourse et qui exercent dans six secteurs d'activité entre 1995 et 2011, il s'agit donc, d'une étude dynamique. En ce papier, la performance est mesurée par deux ratios : ROE et ROA. Par contre, la structure financière est mesurée par cinq ratios en ajoutant le ratio de la taille comme une variable de contrôle. Les résultats indiqués en ce thème sont comme suit : une relation négative entre la performance mesurée par ROE et ROA et la structure financière, ainsi une relation positive entre la performance mesurée par Q de Tobin et le ratio d'endettement à court terme (STD) et long terme (LTD) par contre, qu'il existe une relation positive entre la taille de l'entreprise et la performance de l'entreprise.¹

2. Etude de Rajan et Zingales « 1995 »

A partir de cette étude qui a été effectuée sur un échantillon des entreprises qui se trouvent dans sept pays (les Etats unis, Allemagne, Japon, France, Italie, Canada, Royaume-Uni). En utilisant les états financiers de ces entreprises, les chercheurs viennent à conclure qu'il y a une relation positive entre l'endettement et la variable des garanties dans tous les pays sauf dans le cas de l'Italie qui n'est pas significatif à un niveau d'alpha égal à 10%. Par contre, ils ont trouvé qu'il y a une relation négative entre la performance mesurée par la rentabilité et l'endettement dans tous les pays.²

3. Etude de Doan Thanh Ha, Hoang, Nguyen « 2016 »

Cette étude a pour but d'analyser l'impact de la structure financière sur la performance des petites et moyennes entreprises en Vietnam. Dans cette étude, les chercheurs utilisent 1885 entreprises entre 2006 et 2014. Les résultats obtenus par cette recherche sont : l'endettement de l'entreprise a une relation négative avec la performance économique et financière de l'entreprise sachant que le ratio

¹Mahfuzah Salim, Dr.Raj Yadav, **Capital Structure and Firm Performance: Evidence from Malaysian Listed Companies**, Procedia - Social and Behavioral Sciences 65 (2012), P: 156 – 166.

²Rajan and Zingales, **What Do We Know about Capital Structure? Some Evidence from International Data**, the Journal of Finance, VOL L, N°5, December 1995, p 1453.

d'endettement à court terme influence sur la performance d'entreprise mais cette influence est faible. Et sur le plan macroéconomique, seulement le taux d'inflation qui a un impact sur la performance financière, alors que le taux de croissance n'a aucune relation avec la performance de l'entreprise.¹

4. Etude de Toufik Abdeljalil « 2014 »

Cette étude analyse la relation qui existe entre la structure financière et la performance des entreprises industrielles cotées en bourse en Jordanie entre 2008 et 2012. Cette étude a utilisé le modèle de régression multiple pour qu'elle puisse déterminer l'impact de la structure financière mesurée par des différents ratios d'endettement en ajoutant quelques ratios de contrôle tel que le taux de croissance mesuré par la variations des actifs et asset turnover, sur la performance des entreprises mesuré par ROA et ROE. Et les résultats sont comme suit : une relation négative à un niveau de signification $\alpha=10\%$ entre l'endettement et la performance, et une relation positive à un niveau de signification α égale à 1% entre asset turnover et la performance.²

5. Etude de Matthew Adeolu Abata, Stephen Oseko Migiro «2016»

Dans cette étude empirique effectuée pratiquement au Niger sur un échantillon de 30 entreprises entre 2005 et 2014, afin de trouver une relation entre la structure financière et la performance en utilisant la régression multiple et les outils de statistique descriptive et les données de panel, ils arrivent à conclure qu'il y a une relation négative l'endettement et ROA et ROE à la fois. Donc, il recommandé que les entreprises doivent utiliser des dettes à long et à moyen terme et mélanger les dettes et les capitaux de manière appropriée en veillant à ce que le ratio de financement de l'endettement soit inférieur pour financer les activités de l'entreprise pour améliorer la performance et la pérennité de l'entreprise.³

¹Doan Thanh Ha, Hoang, Nguyen, **capital structure and firm's performance of medium and small enterprises: Evidence from Vietnam**, Asian journal of management sciences 04 (13), 2016, P: 1-5.

²توفيق عبد الجليل، أثر هيكل رأس المال على الشركات الصناعية المساهمة العامة الأردنية، المجلة الأردنية في إدارة الأعمال، المجلد 10، العدد 3، 2014، ص: 390-403

³ Matthew Adeolu Abata, Stephen Oseko Migiro, **Capital Structure and Firm Performance in Nigerian-Listed Companies**, Journal of Economics and Behavioral Studies (ISSN: 2220-6140), Vol. 8, No. 3, pp. 54-74, June 2016.

6. Etude de Nguyen Tristan et HuyHuy-Cuong Nguyen « 2015 »

Cette étude est effectuée sur 147 entreprises cotées en bourse entre 2006 et 2014, cette étude a étudié la relation qui existe entre la structure financière et la performance qui a été trouvée négative, en utilisant les ratios d'endettement à court terme et d'endettement à long et à moyen terme pour voir leur effet sur la maturité de dette. Ils ont trouvé que la taille de l'entreprise et le taux de croissance a une relation positive car les grandes entreprises ont un coût de faillite faible et un fort taux de croissance qui est lié avec la performance.¹

7. Etude de Hoesli, M., Gaud, P., Jani, E., Bender, A « 2005 »

Dans cette étude, les chercheurs analysent les déterminants de la structure financière pour des données de panel de 106 entreprises cotées dans la bourse de Suisse durant 1991-2000. Les résultats de l'analyse statistique et économétriques ont montré que la taille de l'entreprise et les garanties ont une relation positive et significative, cependant la rentabilité économique et le taux de croissance ont une relation négative et significative ce qui explique le comportement de financement de ces entreprises qui s'orientent vers l'autofinancement au premier lieu.²

8. Etude de Mouna Zerriaa Hedi Noubbigh « 2015 »

Cette étude empirique a pour but d'examiner les déterminants de la structure financière des entreprises. Pour ce faire, les chercheurs ont utilisé les données de panel de 32 entreprises cotées dans la bourse de Tunisie durant 2005-2010. A travers l'analyse des résultats dégagés de modèle économétrique qui viennent à montrer qu'il existe une relation négative et significative au seuil de 1% entre l'endettement et la rentabilité économique, cependant la relation entre l'endettement est positive et significative au seuil de 5% avec la variable des garanties et la variable de la taille, positive au seuil de 1% avec le taux d'intérêt.³

¹ Tristan et HuyHuy-Cuong Nguyen, **capital structure and firm's performance: Evidence from Vietnam stock exchange**, international journal of Economics and finance, Vol.7, No 12, pp.: 1- 10, 2015.

² Hoesli, M., Gaud, P., Jani, E., Bender, A., **The capital structure of Swiss companies: an empirical analysis using dynamic panel data**, 2005, European Financial Management, Vol. 11, issue 1, pp. 51-69.

³ Mouna Zerriaa Hedi Noubbigh, **Determinants of Capital Structure: Evidence from Tunisian Listed Firms**, International Journal of Business and Management; Vol. 10, No. 9; 2015, pp: 121-136.

9. Etude de Bouflissi Nedjma « 2016 »

Cette étude a pour but de déterminer l'ensemble des facteurs ayant un impact sur la structure financière des petites et moyennes entreprises algériennes PME en utilisant les données de 82 entreprises durant 2012-2014. Le recours au modèle de régression multiple est primordiale afin d'analyser la relation entre les variables indépendantes (la taille de l'entreprise, la rentabilité, les garanties, la croissance et la forme juridique) et la variables dépendante (le ratio d'endettement total). Les résultats ont montré que qu'il existe une relation inverse et significative entre le ratio d'endettement total et la rentabilité ce qui est conforme à la théorie de financement hiérarchique, cependant, les autres variables n'ont aucun impact sur la structure financière vue que la non significativité des paramètres.¹

10. Etude de Hamza Alzobaidi et Hocine Salameh « 2014 »

Cette étude a pour objective d'examiner l'impact de quelques facteurs sur la structure financière des entreprises. Et pour ce faire, le chercheur a utilisé des données de panel de 64 entreprises cotées dans la bourse de l'Arabie Saoudite durant 2003-2007, ces entreprises exercent dans 13 secteurs d'activité. Les résultats de l'analyse statistiques montrent qu'il existe une relation négative et significative entre l'endettement et la rentabilité économique ainsi avec le ratio de garantie. Cependant, les autres variables ne sont pas significatives.²

11. Etude de Sánchez-Vidal, J. & Martín-Ugedo, « 2005 »

Cette étude a pour but d'analyse l'implication de la théorie du financement hiérarchique en Espagne. Dans cette investigation, les chercheurs ont utilisé les données de panel de 1566 entreprises durant 1994-2000. Les résultats montrent que les entreprises s'orientent en premier lieu vers l'autofinancement pour couvrir leur besoins de financement car ils ont constaté que lorsque l'entreprise s'endette elle réalisera des pertes car les résultats de l'analyse statistique confirme la relation négative entre l'endettement et la rentabilité économique.³

بوفليسي نجمة، العوامل المحددة لهياكل تمويل المؤسسات الصغيرة و المتوسطة الجزائرية، مجلة البحوث و الدراسات الإنسانية العدد 12-2016 ص: 339-362.

حمزة الزبيدي و حسين السلامي، اختبار أثر بعض العوامل المحددة لهيكل رأس المال: دراسة تحليلية للشركات المدرجة في السوق المالية السعودية، مجلة جامعة الملك عبد العزيز، م28 العدد 1، ص: 27-70 (2014).

³ Sánchez-Vidal, J. & Martín-Ugedo, J.F. Rev Quant Finan, **Financing Preferences of Spanish Firms: Evidence on the Pecking Order Theory, Review of Quantitative Finance and Accounting**, December 2005, Volume 25, Issue 4, pp 341–355.

Conclusion du chapitre II

A travers les sections qui composent le deuxième chapitre, nous pouvons conclure que ; la performance a été réduite à sa dimension financière. Cette performance étant définie, il convient à présent de s'intéresser à sa mesure.

La capacité de survie d'une entreprise, quelle que soit sa structure financière, dépend de sa capacité de réaliser des bénéfices. Si sa rentabilité est sérieusement amputée, sa survie est menacée.

Dans ce cas, il serait difficile de bien fonder un système analytique de mesure de la performance si cette dernière n'était pas bien définie.

D'après ce chapitre, nous constatons que la performance financière peut être mesuré par plusieurs outils, ce qui peut remettre en cause l'utilisation des différentes mesures financières comme seul système permettant d'apprécier l'atteinte des objectifs et la réussite des entreprises.

D'après les travaux antérieurs qui parlent sur la relation entre la structure financière et la performance de l'entreprise, on constate qu'il y a une relation significative entre les deux variables, et ce qu'on va essayer de confirmer cette relation en utilisant les données d'une économie émergente d'un échantillon des grandes entreprises algériennes dans le chapitre suivant.

Chapitre III: Etude empirique

Introduction du chapitre III

Notre objectif à travers le présent chapitre est d'étudier l'impact positif ou négatif de la structure financière sur la performance de l'entreprise.

Pour ce faire, nous procéderons à l'analyse de deux modèles économétriques. Le premier concerne la régression linéaire multiple qui consiste à établir une relation entre la rentabilité financière et les différents ratios qui mesurent la structure financière. Le deuxième, consiste à établir une relation entre la rentabilité économique et les mêmes ratios utilisés dans le premier modèle.

Ainsi, nous débuterons dans une première section par la démarche méthodologique en mettant l'accent notamment sur la construction de l'échantillon, la présentation de la source des données, la définition des différentes variables dépendantes et indépendantes, la spécification du modèle, ainsi que la méthode et les outils statistiques utilisés.

Nous procéderons, par la suite, à l'étude descriptive à travers des statistiques descriptives des variables et la matrice de corrélation qui fera l'objet de la deuxième section.

Nous terminerons, le chapitre, par la troisième section qui sera consacrée à la présentation et l'interprétation des résultats obtenus.

Section 01 : démarche méthodologique.

Cette section est consacrée à la présentation de notre échantillon ainsi la structure d'accueil du stage, les différentes variables retenues pour construire les modèles économétriques et les différents outils statistiques utilisés.

1. Présentation de l'échantillon :

Notre échantillon regroupe 96 grandes entreprises privées Algériennes qui exercent dans quatre secteurs d'activité: le secteur bâtiments et travaux publics (BTP), le secteur du commerce, le secteur d'industrie, et le secteur de prestation.

Selon les dispositions relatives à la structure chargée des grandes entreprises, article 160 : « Les sociétés de capitaux ainsi que les sociétés de personnes ayant opté pour le régime fiscal des sociétés de capitaux telles que visées par l'article 136 du code des impôts directs et taxes assimilées dont le chiffre d'affaires, à la clôture de l'exercice, est supérieur ou égal à cent millions de dinars (100.000.000 DA.).

Les groupements de sociétés de droit ou de fait, lorsque le chiffre d'affaires annuel de l'une des sociétés membres est supérieur ou égal à cent millions de dinars (100.000.000 DA.).

Les sociétés implantées en Algérie membres de groupes étrangers ainsi que celles n'ayant pas d'installation professionnelle en Algérie telles que visées par l'article 156-1 du code des impôts directs et taxes assimilées. »¹

La répartition des entreprises par secteur d'activité est présentée dans le tableau suivant :

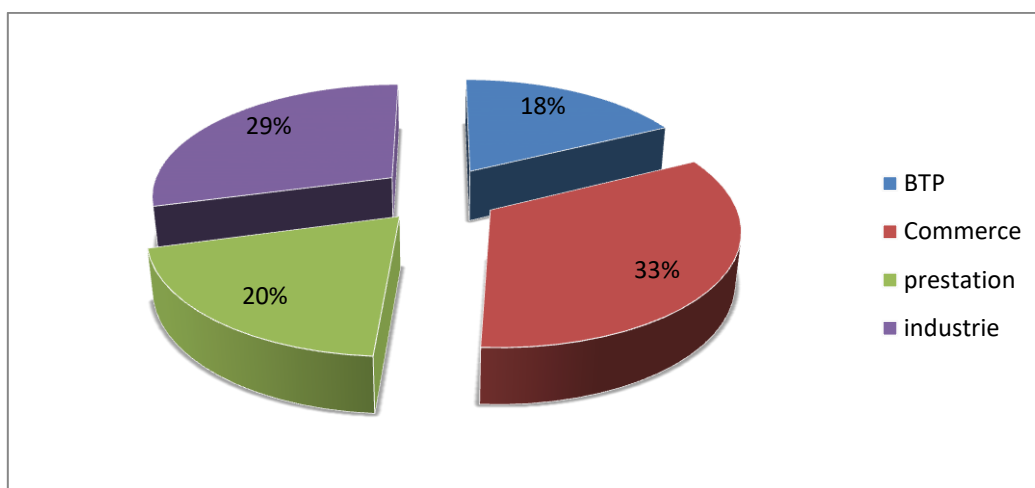
Tableau N°04: Répartition sectorielle des entreprises étudiées.

Le secteur d'activité	BTP	Commerce	Prestation	Industrie	Total
Le nombre d'entreprise	17	32	19	28	96
Le pourcentage	17.71%	33.33%	19.79%	29.17%	100%

Source : à partir des données collectées.

¹ Article 160, code des procédures fiscales.

Figure N° 03 : Répartition des entreprises selon le secteur d'activité



Source : à partir des données collectées.

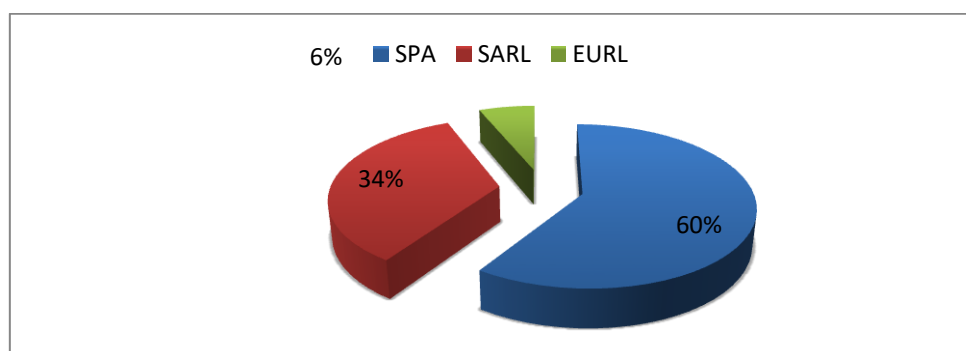
Concernant la forme juridique qui exprime le statut d'une entreprise défini par le législateur, on distingue que les entreprises de cet échantillon sont réparties en trois catégories qui sont : **SPA**, **SARL** et **EURL**.

Tableau N° 05: la répartition des entreprises selon la forma juridique

La forma juridique	SPA	SARL	EURL	TOTAL
Le nombre d'entreprises	57	33	6	96
Le pourcentage	59.38%	34.37%	6.25%	100%

Source : à partir des données collectées.

Figure N° 04: Répartition des entreprises selon la forme juridique



Source : à partir des données collectées.

On constate que la majorité des entreprises de cet échantillon sont des sociétés par action SPA (59.38%) et 34.37% des entreprises sont des sociétés à responsabilité limitée

SARL, le reste des entreprises (6.25%) sont des Entreprise unipersonnelle à responsabilité limitée EURL .

Les grandes entreprises de notre échantillon s'endettent auprès des établissements financiers en se bénéficiant des crédits à court terme avec un pourcentage de 95.53%, tandis qu'elles optent à s'endetter pour avoir des crédits à long et moyen terme avec un pourcentage de 4.47%, et on remarque aussi que les grandes entreprises financent leur activités en comptant sur leur fonds propres avec un pourcentage de 44.55% et 55.45% d'endettement auprès de l'établissement des crédits.

2. Collecte et source des données :

Pour mener notre étude empirique, nous avons besoin de quelques données comptables relatives à l'exercice 2015 sur les entreprises constituant notre échantillon. En conséquence, avoir les états financier de ces entreprise notamment les bilans et les comptes de résultats est considéré comme une condition nécessaire pour la réalisation de cette étude.

Les données exclusivement quantitatives utilisées, dans la présente étude, sont issues d'une base de données que nous avons personnellement créée à partir des déclarations Statistiques et fiscales des entreprises et déposées auprès du Centre National du Registre de Commerce (CNRC) et aussi à partir des informations comptables des entreprises algériennes de grande taille lors de notre stage pratique au sein de la Direction des grandes entreprises du 15 mars au 02 mai 2017.

La DGE est un service extérieur opérationnel à caractère national. Il est l'interlocuteur fiscal unique des grandes entreprises relevant de sa compétence. Elle comprend cinq (05) Sous-directions :

- La Sous-direction de la Fiscalité des Hydrocarbures;
- La Sous-direction de Gestion;
- La Sous-direction de recouvrement;
- La sous-direction du Contrôle Fiscal;
- La Sous-direction du Contentieux.

La direction des Grandes Entreprises a plusieurs missions :

- Gestion et contrôle sur pièces et sur place des dossiers des entreprises du secteur des hydrocarbures (fiscalité pétrolière et para-pétrolière);
- Gestion et contrôle sur pièces des dossiers fiscaux des entreprises des autres secteurs (fiscalité des droits communs);
- Recouvrement des impôts et taxes, tenue de la comptabilité et poursuites ;
- Contrôle fiscal externe des dossiers des entreprises relevant de la fiscalité de droit commun ;
- Traitement des réclamations et des demandes de remises gracieuses ou pénalités;
- Information des contribuables concernés.

3. Définition et mesure des variables:

Nous définissons dans ce qui suit toutes les variables retenues pour l'analyse statistique ainsi que leurs mesures. Sont alors décrites la variable à expliquer puis les variables explicatives. Ensuite, nous récapitulons les modèles explicatifs testés ultérieurement.

3.1. Les variables dépendantes :

Il s'agit des variables à expliquer à l'aide des variables indépendantes, on distingue deux variables dépendantes que nous allons tester dans deux modèles séparés. La première variable à expliquer est la performance financière mesuré par le ratio de rentabilité financière ROE.

$$\text{ROE} = \frac{\text{résultatnet}}{\text{capitauxpropres}}$$

La deuxième variable à expliquer est la performance économique mesuré par le ratio de rentabilité économique ROA.

$$\text{ROA} = \frac{\text{resultatnet}}{\text{totalactif}}$$

Les deux variables sont retenus dans plusieurs études empiriques dans le même contexte tel que l'étude de Guangchen Shen et l'étude de Mahfuzah Salim, Dr.Raj Yadav.

3.2. Les variables indépendantes :

Le choix des variables explicatives est effectué en se basant principalement sur la théorie de la structure financière de l'entreprise ainsi que sur les études empiriques passées. Nous commençons tout d'abord par la définition des variables liées à la structure financière puis les variables de contrôle.

3.2.1. Les ratios d'endettement :

Le ratio d'endettement ; c'est-à-dire l'endettement total rapporté au passif ; il s'avère insuffisant. Ainsi, et dans le but d'éviter d'éventuelles erreurs dans l'interprétation des résultats, nous avons opté, dans la présente étude, pour l'utilisation des mesures différentes largement utilisées dans les études empiriques.

3.2.1.1. le ratio d'endettement à court terme

La première mesure retenue est le ratio d'endettement à court terme noté DCT qui se calcule en rapportant l'ensemble des dettes à court terme au total bilan. Cette mesure a été adoptée par Mahfuzah Salim et Dr.Raj Yadav.

3.2.1.2. Le ratio d'endettement à moyen et à long terme

La deuxième mesure retenue concerne l'endettement à moyen et à long terme (DMLT). Le ratio DMLT qui se calcule en rapportant les dettes à moyen et à long terme au total bilan a été retenu par plusieurs études empiriques telles que Richard Dumont et Robert Svensson 2014.

$$\text{➤ DCT} = \frac{\text{Dette à court terme}}{\text{Total bilan}}$$

$$\text{➤ DLMT} = \frac{\text{Dette à long et à moyen terme}}{\text{Total bilan}}$$

Plusieurs études empiriques, tel que l'étude de Guangchen Shen indiquent que le niveau d'endettement a un impact négatif sur la performance des entreprises. D'où l'hypothèse suivante :

H1: le degré d'endettement financier influence négativement la performance.

3.2.2. Le ratio d'autofinancement:

L'autofinancement est principalement formé des bénéfices non distribués et des dotations aux amortissements. Cette variable est au cœur de notre investigation empirique dans la mesure où elle est sujette à controverse en théorie.

Les modèles hiérarchiques accordent à l'autofinancement un effet négatif sur l'endettement en se basant sur l'hypothèse que les entreprises préfèrent les financements internes aux financements externes. Ce ratio nous permet de mesurer le pourcentage de dépendance financière des entreprises, c'est le rapport entre la capacité d'autofinancement (CAF) et les capitaux propres.

Il est calculé par le rapport suivant : $AF = \frac{CAF}{Capitauxpropres}$

Plusieurs études empiriques, telle que l'étude de Guerrache Mohammed 2014, indiquent que le niveau d'endettement a un impact positif sur la performance. D'où l'hypothèse suivante :

H2 : l'autofinancement a un effet positif sur la performance.

3.2.3. L'effet de levier financier (Leverage) :

Selon la théorie d'agence prédit que, lorsque l'entreprise utilise plus de dettes, plus les gestionnaires (manager) font face au risque de faillite et l'entreprise devient plus efficiente. Donc, une relation positive entre la structure et la performance de l'entreprise. Par contre, la théorie de financement hiérarchique, qui suppose que l'entreprise peut générer plus de rentabilité avec moins d'endettement.

Ce ratio se calcule comme suit : $LEV = \frac{totaldette}{capitauxpropres}$

Plusieurs études empiriques, telle que l'étude de Guangchen Shen 2012, indiquent que le niveau d'endettement a un impact négatif sur la performance de l'entreprise. D'où l'hypothèse suivante :

H3 : l'effet de levier financier influence négativement la performance.

3.3. Les variables de contrôle :

De plus des variables de la structure financière, on trouve aussi un autre type de variables, qui permet de tester l'effet de la structure financière. Il s'agit des variables de contrôle. Selon les travaux antérieurs sur le même thème on a pu extraire trois variables de contrôle les plus fréquents, et on distingue :

3.3.1. Les garanties :

Cette variable permet de mesurer la garantie offerte par l'entreprise en cas de difficultés financières, c'est le rapport entre la valeur nette des immobilisations corporelles et total actif (TAN).

H4 : les garanties influence négativement la performance.

3.3.2. La taille de l'entreprise (size) :

Cette variable nous permet de calculer la taille de l'entreprise, sachant que la taille d'une telle entreprise est considéré un déterminant important pour la performance de l'entreprise, cette variable peut être calculé de plusieurs manière, soit par le logarithme du total actif, le logarithme du chiffre d'affaire CA, le logarithme du nombre des employés. Mais dans notre étude on va utiliser le logarithme du total actif car la majorité des études empiriques ont utilisées cette relation.

H5 : la taille influence positivement la performance.

3.3.3. La vitesse de rotation du capital (asset turnover) :

Cette variable de contrôle est très efficace pour mesurer la capacité de l'entreprise à générer des ventes (un chiffre d'affaire) en utilisant son actif total. C'est le rapport entre le chiffre d'affaire réalisé par l'entreprise et son total actif, il exprime combien de chiffre d'affaire que l'entreprise à générer de chaque 1 DA du total actif.

H6 : la vitesse de rotation du capital influence positivement la performance.

4. Spécification du modèle

Cette étude propose deux modèles Pour tester les hypothèses de recherche. Le premier modèle vise à étudier l'effet des différentes variables retenus tel que : l'endettement, l'autofinancement, l'effet de levier financier, la garantie, la taille, la vitesse de rotation du capital sur la performance financière, alors que le deuxième modèle test l'effet des mêmes variables sur la performance économique. Par conséquent, les deux modèles sont présentées comme suit :

$$\text{Modèle 1} \longrightarrow \text{ROE}(t) = b_0 + \beta_1 * \text{DCT}(t) + \beta_2 * \text{DLMT}(t) + \beta_4 * \text{AF}(t) + \beta_5 * \text{LEV}(t) + \beta_6 * \text{TAN}(t) + \beta_7 * \text{SIZE}(t) + \beta_8 * \text{CA/TA}(t) + \varepsilon(t).$$

$$\text{Modèle 2} \longrightarrow \text{ROA}(t) = b_0 + \beta_1 * \text{DCT}(t) + \beta_2 * \text{DLMT}(t) + \beta_4 * \text{AF}(t) + \beta_5 * \text{LEV}(t) + \beta_6 * \text{TAN}(t) + \beta_7 * \text{SIZE}(t) + \beta_8 * \text{CA/TA}(t) + \varepsilon(t).$$

5. La méthode et les outils statistiques utilisés:

L'objectif principal de cette étude est d'étudier la relation existante entre la structure financière, qui est mesuré par quatre ratios d'endettement en ajoutant le ratio de l'effet de levier, et la performance mesurée par ROE et ROA. Afin de tester la théorie du financement hiérarchique proposé par Myers (1984), sur des données des grandes entreprises algériennes en utilisant leurs états financier de l'exercice 2015.

Pour tester la relation entre la structure financière et la performance des entreprises plusieurs outils statistiques sont utilisées telles que : la régression multiple, les statistique descriptives ainsi que d'autres tests statistiques.

5.1. Modèle de régression multiple :

Notre but à travers cette investigation empirique est de confronter les résultats théoriques et empiriques à la réalité des grandes entreprises privées algériennes, en vue de déceler l'impact de la structure financière sur la performance financière et économique. Pour ce faire, le choix d'un modèle économétriques est indispensable.

La plupart des études empiriques disponibles sur la structure financière utilisent la régression linéaire multiple sur des données transversales. Ainsi, pour notre étude, cette technique sera également retenue pour estimer la relation entre la performance mesurée par la rentabilité économique et financière et les différentes variables explicatives.

Une coupe transversale est un échantillon comportant un certain nombre d'unités observées qui sont toutes tirées à la même période de temps. Ainsi, Le modèle de régression linéaire multiple sur des données en coupe transversale est une technique qui permet, en utilisant des données en coupe transversale, d'étudier la relation entre une variable dépendante et une ou plusieurs variables indépendantes. Sa forme générique est la suivante :

$$Y_i = b_0 + \beta * X_i + \varepsilon_i$$

Sachant que :

b_0 : un terme constant.

Y_i : valeur prise par la variable dépendante pour l'individu i .

X_i : vecteur ligne contenant les valeurs prises par les variables explicatives pour l'individu i .

ϵ_i : un terme d'erreur.

Pour la présente investigation, les individus représentent les entreprises, les variables représentent la structure financière sur l'année 2015 pour chaque entreprise et la variable dépendante est la mesure du niveau de performance.

5.2. Les tests utilisés :

Plusieurs tests ont été utilisés, le test de student, le test de Fisher et le test de VIF:

5.2.1. Test de student :

Ce test est très souvent utilisé pour tester la nullité d'un coefficient dans le cadre d'une régression linéaire, c'est-à-dire de voir c'est les paramètres des variables sont significatifs ou non en faisant la comparaison entre la valeur t calculé et t tabulé.

5.2.2. Test de Fisher :

Ce test est souvent très utilisé dans la régression linéaire pour confirmer ou infirmer la significativité d'un modèle de régression simple ou multiple.

H_0 : le modèle n'est pas significatif.

H_1 : le modèle est significatif.

Dans le cas où F_c est supérieurs à F_t on accepte H_1 , sinon on accepte H_0 .

5.2.3. Test de VIF :

Dans une régression, la multicolinéarité est un problème qui survient lorsque certaines variables de prévision du modèle sont corrélées avec d'autres. Une multicolinéarité prononcée s'avère problématique, car elle peut augmenter la variance des coefficients de régression et les rendre instables et difficiles à interpréter. Pour mesurer la multicolinéarité, on va examiner les facteurs d'inflation de la variance (VIF), Cet indice mesure le degré d'augmentation de l'erreur standard engendré par les corrélations d'une variable avec les autres. Ainsi, le degré de tolérance qui égale à $1/VIF$.

Lorsque le VIF est inférieur à 10, et le degré de tolérance est supérieur à 0.1, on peut supposer l'absence de multicollinéarité.²

5.2.4. Test de Durbin and Watson :

Le test de Durbin-Watson est utilisé pour détecter l'autocorrélation entre les résidus d'une régression linéaire.

Dans la pratique, les termes d'erreurs sont souvent auto corrélés, ce qui peut entraîner une mauvaise estimation des paramètres. La statistique DW du test s'écrit :

$$DW = \frac{\sum_{t=2}^n (\xi_t - \xi_{t-1})}{\sum_{t=1}^n \xi_t^2}$$

La statistique DW est comprise entre zéro et quatre. L'hypothèse nulle d'absence d'autocorrélation des erreurs est acceptée lorsque la valeur de cette statistique est proche de deux. Des valeurs critiques au seuil de 5% (respectivement d1 et d2, avec d1>d2) ont été tabulées. L'interprétation du test de Durbin et Watson est alors la suivante :

- Si la valeur calculée de la statistique DW est inférieure à la valeur tabulée d1 alors il existe une autocorrélation positive.
- Si la valeur calculée de la statistique DW est comprise entre d2 et 4-d2, il n'est pas possible de rejeter l'hypothèse nulle d'absence d'autocorrélation des résidus. Cet intervalle est autrement dit l'intervalle pour il n'existe pas d'autocorrélation des erreurs.
- Si la valeur calculée de la statistique DW est supérieure à la valeur tabulée 4-d1 alors il existe une autocorrélation négative.³

5.3. Les outils de statistique descriptive :

Les statistiques descriptives sont la base de toute analyse de données. En effet, avant d'approfondir l'analyse dans les détails, il faut commencer par la description globale à l'aide de quelques statistiques. Les statistiques descriptives utilisées comportent deux types de mesures : les mesures de la tendance centrale (la moyenne, la médiane, le mode) et les mesures de la dispersion par la variance et l'écart type (la variance autour la moyenne).

²V. Linderhof ET autres, **Manual for the Tests of Spatial Econometric Model**, Spatial Analysis of Rural Development Measures, August 2011, p: 29.

³ Bruno Crépon, **Econométrie linéaire**, paris, 2005, p : 127.

Le calcul de la moyenne et de la médiane qui sont deux indicateurs très importants, si la moyenne est supérieure à la médiane alors, il y a plus de 50% des valeurs qui sont inférieures à la moyenne.

Ainsi, d'autres indicateurs tels que Skewness qui correspond à une mesure de l'asymétrie de la distribution d'une variable aléatoire réelle, et Kurtosis ou le coefficient d'aplatissement, correspond à une mesure de l'aplatissement de la distribution d'une variable aléatoire réelle.

Section 02 : L'étude descriptive.

Dans la section précédente, nous avons présenté les différentes variables des modèles. Dans ce qui suit, nous allons analyser ces variables par quelques statistiques et calculer la matrice de corrélation dans le but d'étudier l'impact de la structure financière sur la performance de l'entreprise.

1. Statistique descriptive pour les modèles :

Ce point a été consacré pour analyser quelques statistiques descriptives sur les variables de l'étude. Afin d'avoir un résultat sur la distribution de ces variables.

1.1. Statistique descriptive pour les variables dépendantes :

Le tableau suivant présente quelques statistiques descriptives relatives aux variables dépendantes des deux modèles présentés ci-dessus.

Tableau N°06: quelques statistiques descriptives pour les variables dépendantes.

les variables dépendantes	ROE	ROA
Mean	0.116982	0.047614
Median	0.098656	0.029229
Maximum	3.194228	0.799782
Minimum	-1.658261	-0.427927
Std. Dev.	0.504903	0.157069
Skewness	1.972107	2.055418
Kurtosis	18.00468	13.67635
Jarque-Bera	962.7895	523.5338
Probability	0.000000	0.000000
Sum	11.23032	4.570898
Sum Sq. Dev.	24.21808	2.343725
Observations	96	96

Source : l'analyse statistique par logiciel Eviews 9.

Les statistiques descriptives des variables dépendantes montrent que la moyenne de la rentabilité économique est proche de 4.76% avec une valeur maximal de 79.97% est une valeur minimale de -42.79%. Tandis que la moyenne de la rentabilité financière est proche de 11.69% avec une valeur maximal de 3.1942 et une valeur minimal de -1.6582.

La rentabilité négative indique que l'entreprise concernée a enregistré un résultat négatif durant l'année d'observation. La rentabilité résulte de la comparaison entre les produits et les charges, éléments du compte de résultats. Cette comparaison permet de dégager le résultat de l'entreprise : un bénéfice ce lorsque les produits sont supérieurs aux charges, une perte dans la situation inverse. Lorsque l'entreprise enregistre une perte durant plusieurs exercices comptables successifs, cela se répercute défavorablement sur les fonds propres de l'entreprise.

1.2.Statistique descriptive pour les variables indépendantes :

Les deux modèles de notre étude comportent les mêmes variables explicatives, dans ce qui suit nous allons présenter quelques statistiques descriptives relatives à ces variables, nous commençons par les variables indépendantes puis les variables de contrôle.

Tableau N° 07:quelques statistiques descriptives pour les variables indépendantes.

les variables indépendantes	DCT	DLMT	AF	LEV
Mean	0.561246	0.114841	0.110022	26.06500
Median	0.494843	0.033446	0.065148	2.084904
Maximum	4.671645	0.720453	9.094434	414.5238
Minimum	0.008568	0.000000	-3.985616	0.000129
Std. Dev.	0.553519	0.163173	1.138481	63.93643
Skewness	4.862962	1.801840	4.536943	3.785790
Kurtosis	34.83680	5.817268	43.54474	19.01195
Jarque-Bera	4432.701	83.69400	6904.844	1254.845
Probability	0.000000	0.000000	0.000000	0.000000
Sum	53.87963	11.02471	10.56214	2502.240
Sum Sq. Dev.	29.10638	2.529411	123.1331	388347.3
Observations	96	96	96	96

Source : l'analyse statistique par logiciel Eviews 9.

A partir le tableau ci-dessus, on constate que 56.12% de cette structure d'endettement présente des dettes à court terme, cependant, les dettes à long et à moyen terme ne représente que 11%, cependant les entreprises s'orientent vers l'autofinancement avec un pourcentage de 11%. Ces chiffres viennent à confirmer que les grandes entreprises algériennes s'appuient sur les dettes à court terme pour financer leurs activités d'exploitations.

1.3. Statistique descriptive pour les variables de contrôle :

Le tableau suivant présente quelques statistiques descriptives relatives aux variables de contrôle des deux modèles.

Tableau N° 08: quelques statistiques descriptives pour les variables de contrôle.

les variables de contrôle	TAN	SIZE	ASSET_TURNOVER
Mean	0.223451	9.544201	1.345940
Median	0.122034	9.717916	0.823316
Maximum	0.998794	11.81497	36.73151
Minimum	2.50E-07	7.108068	0.000000
Std. Dev.	0.240886	0.944285	3.749284
Skewness	1.188790	-0.352785	8.902027
Kurtosis	3.468334	2.975488	84.41425
Jarque-Bera	23.48891	1.993721	27781.06
Probability	0.000008	0.369036	0.000000
Sum	21.45128	916.2433	129.2103
Sum Sq. Dev.	5.512499	84.70909	1335.427
Observations	96	96	96

Source : l'analyse statistique par logiciel EvIEWS 9.

En ce qui concerne le coefficient de Skewness on constate que les variables dépendantes, indépendantes et de contrôle ont un fort coefficient, ceci explique que ces variables ne sont pas symétriques, cela peut être remarque par les valeurs élevée de la médiane et la moyenne.

2. Les matrices de corrélation :

Une analyse des coefficients de corrélation est importante dans le but de tester la relation entre les variables dépendantes et indépendantes et de tester par conséquent la multi colinéarité qui peut exister entre les variables indépendantes d'autre part.

2.1. La matrice de corrélation pour le premier modèle :

Le premier modèle a pour objectif d'expliquer la rentabilité économique ROE, Le tableau suivant présente les coefficients de corrélation entre les variables du premier modèle :

Tableau N° 09: les corrélations dans le premier modèle

Variables	ROE	DCT	DLMT1	AF	size	TAN	lev	asseturn
ROE	1	-0,040	-0,102	0,018	-0,022	0,251*	0,028	0,218*
DCT	-0,040	1	-0,280*	-0,097	-0,061	0,011	0,082	-0,090
DLMT1	-0,102	-0,280*	1	0,131	0,192	0,054	-0,116	-0,072
AF	0,018	-0,097	0,131	1	0,154	-0,043	-0,063	0,006
size	-0,022	-0,061	0,192	0,154	1	0,150	-0,537*	-0,007
TAN	0,251*	0,011	0,054	-0,043	0,150	1	-0,215*	0,198
lev	0,028	0,082	-0,116	-0,063	-0,537*	-0,215*	1	-0,025
asseturn	0,218*	-0,090	-0,072	0,006	-0,007	0,198	-0,025	1

Source : l'analyse statistique par XLSTAT 2010.

(*)Niveau de signification de 5%.

A partir de ce tableau, on remarque que la rentabilité financière mesuré par ROE est négativement corrélée avec les différents ratios d'endettement et cette corrélation est faible, par contre ROE est faiblement corrélé avec le ratio d'autofinancement AF (1.8%). Cependant, ROE est corrélé positivement avec le ratio assturn (21.8%) et le ratio TAN (25.1%) et cette corrélation est significative à un niveau de signification alpha = 0.05. On constate que les variables indépendantes ne sont pas auto corrélées entre eux car les valeurs de corrélations bilatérales ne sont pas significatives sauf dans le cas de corrélation entre DLMT et DCT mais cette corrélation est négative (28%) d'une part, qui peut signifier une présence de multicollinéarité qu'on va la confirmer ou infirmer en utilisant le test de VIF dans le tableau N°11.

Ces valeurs en gars sont significatives car leurs p-value est inférieur à 0.05 comme le montre le tableau ci-dessous.

Tableau N° 10 : les valeurs de P-value pour la matrice de corrélation du premier modèle.

Variables	ROE	DCT	DLMT	AF	size	TAN	lev	asseturn
ROE	0	0,698	0,321	0,864	0,828	0,014	0,788	0,033
DCT	0,698	0	0,006	0,349	0,553	0,913	0,425	0,384
DLMT	0,321	0,006	0	0,204	0,061	0,598	0,261	0,484
AF	0,864	0,349	0,204	0	0,133	0,674	0,540	0,957
size	0,828	0,553	0,061	0,133	0	0,144	<0,0001	0,943
TAN	0,014	0,913	0,598	0,674	0,144	0	0,036	0,053
lev	0,788	0,425	0,261	0,540	<0,0001	0,036	0	0,807
asseturn	0,033	0,384	0,484	0,957	0,943	0,053	0,807	0

Source : l'analyse statistique par XLSTAT 2010.

A partir de ce tableau, on vient à conclure que les corrélations bilatérales significatives correspondent aux P values strictement inférieure à 0,05.

Tableau N° 11 : Statistiques de multi colinéarité dans le premier modèle

Statistique	ROE	DCT	DLMT1	AF	size	TAN	lev	asseturn
Tolérance	0,887	0,897	0,861	0,954	0,681	0,853	0,687	0,914
VIF	1,128	1.115	1,162	1,048	1,469	1,173	1,456	1,094

Source : l'analyse statistique par XLSTAT 2010.

D'après le tableau N° 11, on vient à constater que les valeurs de VIF pour tous les variables est inférieure à 10 le degré de tolérance est strictement supérieur à 0.1 pour tous les variables indépendantes. Donc, il y a une absence de multicollinéarité entre les variables indépendantes.

2.2. La matrice de corrélation pour le second modèle :

Le second modèle pour expliquer la rentabilité financière ROA, et le tableau suivant montre les corrélations qui existent entre les différents variables.

Tableau N° 12 : les corrélations dans le second modèle.

Variables	ROA	DCT	DLMT	AF	size	TAN	lev	asseturn
ROA	1	-0,226*	-0,076	0,004	-0,046	0,124	-0,044	0,513*
DCT	-0,226*	1	-0,280*	-0,097	-0,061	0,011	0,082	-0,090
DLMT	-0,076	-0,280*	1	0,131	0,192	0,054	-0,116	-0,072
AF	0,004	-0,097	0,131	1	0,154	-0,043	-0,063	0,006
size	-0,046	-0,061	0,192	0,154	1	0,150	-0,537*	-0,007
TAN	0,124	0,011	0,054	-0,043	0,150	1	-0,215*	0,198
lev	-0,044	0,082	-0,116	-0,063	-0,537*	-0,215*	1	-0,025
asseturn	0,513*	-0,090	-0,072	0,006	-0,007	0,198	-0,025	1

Source : l'analyse statistique par XLSTAT 2010.

A partir de ce tableau, on remarque que la rentabilité économique mesuré par ROA est négativement corrélée avec les trois ratios d'endettement. Ce tableau montre que la corrélation est significative entre (ROA, DCT) qui arrive à -22.6%.

ROA est positivement corrélé avec TAN et asseturn 12.4%, et 5.13% respectivement, il semble que la corrélation est significative avec asseturn.

On constate que les variables indépendantes ne sont pas auto corrélées entre eux car les valeurs de corrélations bilatérales ne sont pas significatives sauf dans le cas de corrélation entre DLMT et DCT mais cette corrélation est négative (28%) qui peut

signifier une présence de multicolinéarité qu'on va la confirmer ou infirmer en utilisant le test de VIF dans le tableau N°14.

Tableau N° 13 : les valeurs de P-value pour la matrice de corrélation du second modèle.

Variables	ROA	DCT	DLMT	AF	size	TAN	lev	asseturn
ROA	0	0,027	0,460	0,968	0,653	0,229	0,674	< 0,0001
DCT	0,027	0	0,006	0,349	0,553	0,913	0,425	0,384
DLMT	0,460	0,006	0	0,204	0,061	0,598	0,261	0,484
AF	0,968	0,349	0,204	0	0,133	0,674	0,540	0,957
size	0,653	0,553	0,061	0,133	0	0,144	<0,0001	0,943
TAN	0,229	0,913	0,598	0,674	0,144	0	0,036	0,053
Lev	0,674	0,425	0,261	0,540	<0,0001	0,036	0	0,807
Asseturn	<0,0001	0,384	0,484	0,957	0,943	0,053	0,807	0

Source : l'analyse statistique par XLSTAT 2010.

A partir de ce tableau, on remarque que les corrélations bilatérales significatives correspondent aux P values strictement inférieur à 0,05.

Tableau N° 14 : Statistiques de multi colinéarité dans le second modèle

Statistique	ROA	DCT	DLMT	AF	size	TAN	lev	asseturn
Tolérance	0,690	0,851	0,863	0,956	0,677	0,904	0,688	0,716
VIF	1,449	1,175	1,159	1,046	1,477	1,107	1,454	1,397

Source : l'analyse statistique par XLSTAT 2010.

D'après le tableau N° 14, on constate que les valeurs de VIF pour tous les variables est inférieur à 10 ainsi, le degré de tolérance est strictement supérieur à 0.1 pour tous les variables indépendantes. Donc, il y a une absence de multicolinéarité entre les variables indépendantes.

3. Test de Durbin et Watson :

Ce test a pour but de voir si les résidus sont auto corrélés entre eux ou pas, pour confirmer ou infirmer l'hypothèse $Var(\xi) = \sigma$. Les résultats obtenus apparaissent dans le tableau suivant :

Tableau N° 15 : les résultats du test de DW pour le premier modèle

$(\xi_t - \xi_{t-1})$ square	43,3553392
ξ_t square	21,438588
DW₁	2,015993

Source : analyse par Excel 2010.

Pour interpréter le résultat obtenu, on doit comparer DW_1 avec deux valeurs : d_l et d_u qui sont extraites du tableau de Durbin et Watson pour un nombre d'observation 96 et 8 valeurs explicatives. On tire les deux valeurs suivantes : $d_l = 1.489$ et $d_u = 1.852$

Et comme : $d_u < 2.015 < 4 - d_u$ alors, il n'existe pas d'autocorrélation des erreurs dans le premier modèle.

Les résultats obtenus pour le second modèle apparaissent dans le tableau suivant :

Tableau N° 16 : les résultats du test de DW pour le premier modèle

$(\xi_t - \xi_{t-1})$ square	3,027441179
ξ_t square	1,602868946
DW_2	1.883594

Source : analyse par Excel 2010.

Et comme : $d_u < 1.88 < 4 - d_u$. Alors, il n'existe pas d'autocorrélation des erreurs.

Section 03 : Estimation du modèle et test des hypothèses

Notre objectif à travers la présente section est de présenter les résultats de l'impact de la structure financière sur la performance de l'entreprise dans le contexte algérien.

Pour ce faire, et vu la disponibilité d'une année d'observation, nous procéderons à l'analyse de deux modèles économétriques. Le premier concerne la régression linéaire multiple qui consiste à établir une relation entre la rentabilité financière et les variables de la structure financière. Le deuxième, consiste à établir une relation entre la rentabilité économique et les mêmes variables de la structure financière utilisées dans le premier modèle.

1. Présentation et interprétation des résultats des estimations du premier modèle :

Comme nous avons vu dans la première section, le premier modèle test l'effet des variables qui mesure et influence la structure financière sur la performance financière des entreprises. Les résultats d'estimation du premier modèle sont présentés dans les tableaux suivant :

Tableau N° 17 : les résultats obtenus pour le premier modèle : (ROE)

Les variables	Le signe attendu	Coefficient	T statistic	probabilité
Constant		0.057012	0.090044	0.9285
DCT	-	-0.058695	-0.608313	0.5445
DLMT	-	-0.365871	-1.100394	0.2742
AF	+	0.018809	0.413196	0.6805
LEV	+	0.000601	0.629343	0.5308
TAN	+	0.514628	2.327156**	0.0223
size	-	-0.002749	-0.042253	0.9664
ASSETURN	+	0.021133	1.514393	0.1335

Source : analyse des données par Eviews 9.

ROE est la variable dépendante. ** significatif au seuil de 5%.

Tableau N° 18 : Evaluation globale du modèle

	Résultats obtenus pour le premier modèle
Le coefficient de détermination R ²	0.113465
Le coefficient de détermination ajusté	0.042946
Durbin et Watson	1.608986
F – Fisher / probabilité (F- Fisher)	2.015993 / 0.143316

Source : analyse des données par Eviews 9.

A partir du tableau N° 17, on constate que T statistic de l'ensemble des variables est inférieur au T tabulé à l'exception de la variable TAN où le T statistic est strictement supérieur au T tabulé. Cela signifie que la seule variable significative est la variable TAN à un niveau de signification de 5%. Le coefficient est positif, ce qui est conforme à ce qui a été prévu. La statistique de Fisher donnée dans le tableau ci-dessus est de 2.015993, cette statistique est assez forte pour accepter l'hypothèse de la nullité simultanée de tous les coefficients et constaté la non significativité globale du modèle.

On remarque également que seulement 11.34% de la variation de ROE est expliqué par les différentes variables indépendantes retenues dans notre modèle, qui signifie l'existence d'autres variables explicatives pour expliquer la performance financière mesuré par ROE. Ainsi, le test de Durbin et Watson confirme l'absence totale de la corrélation des erreurs dans le modèle car sa valeur est proche de 2.

2. Présentation et interprétation des résultats des estimations du second modèle :

Le deuxième modèle test l'effet des variables qui mesure et influence la structure financière sur la performance économique des entreprises .Les résultats d'estimation du deuxième modèle sont présentés dans les tableaux suivant :

Tableau N° 19 : les résultats obtenus pour le second modèle : (ROA)

Les variables	Le signe attendu	Coefficient	T statistic	probabilité
Constant		0.180470	1.038539	0.3019
DCT	-	-0.059586	-2.250098**	0.0269
DLMT	-	-0.091774	-1.005704	0.3173
AF	+	0.000409	0.032751	0.9739
ASSETURN	+	0.020010	5.224690**	0.0000
LEV	-	-0.000140	-0.535317	0.5938
SIZE	-	-0.012302	-0.689052	0.4926
TAN	+	0.023320	0.384233	0.7017

Source : analyse des données par Eviews 9.

ROA est la variable dépendante. ** le niveau de significativité au seuil de 5%.

Tableau N° 20 : qualité de l'analyse.

	Résultats obtenus pour le premier modèle
Le coefficient de détermination R ²	0.309973
Le coefficient de détermination ajusté	0.255085
Durbin et Watson	1.883594
F – Fisher / probabilité (F- Fisher)	5.647331 / 0.000021

Source : analyse des données par Eviews 9.

A partir du tableau N°19, on constate que T statistic de l'ensemble des variables est inférieur au T tabulé à l'exception de la variable Asseturn et la variable DCT où le T statistic est strictement supérieur au T tabulé. Cela signifie que seulement ces deux variables qui sont significatives au seuil de 5%. Le coefficient de la variable Asseturn est positif ainsi le signe de la variable DCT est négatif, il est conforme à ce qui a été prévu. La statistique de Fisher donnée dans le tableau ci-dessus est de 5.647331, cette statistique est assez forte pour rejeter l'hypothèse de la nullité simultanée de tous les coefficients et constaté la significativité globale du modèle.

On remarque également que seulement 30.9973% de la variation de ROA est expliqué par les différentes variables indépendantes retenues dans notre modèle, qui signifie l'existence d'autres variables explicatives pour expliquer la performance économique mesuré par ROA. Ainsi, le test de Durbin et Watson confirme l'absence totale de la corrélation des erreurs dans le modèle car sa valeur est proche de 2.

3. Analyse et interprétation des résultats :

L'interprétation des résultats des deux modèles est présentée comme suit :

3.1. Les ratios de la structure financière :

D'après la matrice de corrélation bilatérale entre les différentes variables dépendantes et indépendantes, les corrélations entre les variables qui mesurent la performance (ROA et ROE) et les ratios d'endettement sont toujours négatives.

Tandis que les résultats de la régression multiple montrent également des coefficients négatifs à l'exception de la variable AF a paru dans le tableau avec un signe positif. Par contre, la performance est positivement corrélée avec le ratio d'autofinancement. Ainsi, le test de student pour les différents paramètres de structure financière montre

qu'aucun paramètre n'est significatif à l'exception de la variable DCT ou T statistic est strictement supérieur au T calculé. Le signe négatif des différents ratios d'endettement et le signe positif du ratio d'autofinancement sont conformes aux études antérieures, mais en terme de significativité des paramètres, la plus parts des études antérieures ont trouvé une relation négative et significative aux différents niveaux de signification. Alors qu'on a trouvé une relation négative et non significative pour expliquer la performance financière ROE, tandis qu'on a trouvé une relation négative et significative pour expliquer la performance économique ROA.

La relation entre les deux variables de la rentabilité est les différents ratios de la structure financière a connu plusieurs explication sur le plan théoriques. Du point de vue de la théorie d'équilibre, il existe une relation positive entre les ratios de la structure financière et la performance, car les entreprises qui réalisent des taux élevés de rentabilité préfèrent financer leur besoins par le biais d'endettement en se bénéficiant des avantages fiscaux car l'entreprise s'oriente vers l'endettement. Cependant, la théorie de financement hiérarchique POT suppose qu'il y a une relation inverse entre l'endettement et la performance (ROA et ROE) car les entreprises qui réalisent des taux élevés de rentabilité préfèrent financer leurs besoins par le biais d'autofinancement et puis, elle s'oriente vers l'endettement si le financement interne ne suffit pas. Plusieurs études empiriques ont démontré cette relation inverse telle que Rajan et Zingales 1995.

Dans notre étude, on a constaté qu'il y a une relation inverse entre les ratios d'endettement et la performance mais elle n'est pas significatives pour expliquer la performance financière, cependant elle est négative et significative pour expliquer la performance économique (confirmé par le test de student).

Donc, ces résultats peuvent être expliqués seulement par la théorie du financement hiérarchique (POT) qui vient aussi d'expliquer le comportement des grandes entreprises algériennes.

On a constaté aussi qu'il existe une relation positive mais non significatif entre AF et la performance, alors, ce résultat se contredit avec la théorie de financement hiérarchique qui suppose que l'entreprise s'oriente au premier lieu vers

l'autofinancement. Cela peut être expliqué par le mauvais choix de la variable qui mesure la capacité d'autofinancement dans les grandes entreprises algériennes.

3.2. Les variables de contrôle :

Les résultats obtenus concernant les variables de contrôle sont présentés comme suit :

3.2.1. La taille de l'entreprise (size):

La taille de l'entreprise mesurée par le logarithme du total actif est corrélée négativement et non significativement avec la performance mesurée par ROA et ROE.

Selon les travaux antérieurs dans le même contexte, il existe une relation entre la taille de l'entreprise et l'endettement. Donc, la taille de l'entreprise détermine seulement la structure financière et cela est bien clair dans la matrice de corrélation bilatérale entre les différentes variables des deux modèles, où la corrélation entre la taille et les différents ratios de la structure financière est estimée à (0.061) avec DLMT et (0.553) avec DCT dans les deux modèles, cela signifie que les grandes entreprises sont bien réputé dans le marché garce à leur tailles. Donc, une grande entreprise peut se bénéficier des crédits à court terme ou des crédits à long et à moyen terme en comptant sur sa taille comme une garantie supplémentaire. Ce résultat est confirmé par plusieurs études empiriques Rajan et Zingales 1995.

On conclut de cette étude qu'il n'y a aucun rapport entre la taille et la performance de l'entreprise. Donc, la taille ne détermine pas les deux types de la rentabilité, et ce résultat vient de confirmer le résultat trouvé par Richard Dumont et Robert Svensson 2014.

3.2.2. Les garanties :

Le ratio de garantie est le rapport entre la valeur nette des immobilisations corporelles et total actif.

Les immobilisations corporelles sont faciles à surveiller et fournir des bonnes garanties qui permettent à l'entreprise de renforcer sa capacité à s'endetter.

Elles ont davantage recours à la dette qui est un moyen de financement externe moins sensible aux asymétries d'informations que s'orienter vers l'augmentation du capital.

D'après cette étude, on conclut que les garanties qu'une grande entreprise algérienne détient déterminent seulement la performance financière mesuré par ROE, et ce résultat vient de confirmer le résultat trouvé par Guangchen Shen 2012.

3.2.3. La vitesse de rotation du capital :

La vitesse de rotation du capital mesurée par le rapport du chiffre d'affaires au total actif est en relation positive avec la performance économique.

Les entreprises ayant des grandes vitesses de rotation de leurs actifs sont les entreprises les plus liquides qui disposent de capacité de financement.

D'après cette étude, on constate que plus la vitesse de rotation augmente plus le taux de rentabilité économique augmente. On conclut que cette variable de contrôle détermine seulement la rentabilité économique, et ce résultat vient de confirmer le résultat trouvé par Richard Dumont et Robert Svensson 2014.

Conclusion du chapitre III

Ce dernier chapitre a été consacré à la recherche de l'impact de la structure financière sur la performance des grandes entreprises privées algériennes qui appartiennent aux différents secteurs d'activités: BTP, commerce, prestation et industrie. Le travail économétrique s'est porté sur un modèle de régression linéaire multiple sur des données transversales de 96 entreprises observées sur une année.

Pour tenir compte des dimensions de cette étude deux variables dépendantes sont retenues. La première est le ratio de rentabilité financière(ROE) rapportant le résultat net aux capitaux propres. La deuxième est le ratio de rentabilité économique (ROA) rapportant le résultat net au total actif. Les variables indépendantes sont celles qui mesurent la structure financière : l'endettement à moyen et à long terme, l'endettement à court terme, l'autofinancement, les garanties, la taille et la vitesse de rotation du capital. La méthodologie adoptée consiste à mettre en œuvre deux modèles économétriques. Le premier met en relation la rentabilité financière avec les différentes variables explicatives retenues. Le deuxième met en relation la rentabilité économique avec les mêmes variables explicatives.

Les résultats des deux modèles montrent que les ratios d'endettement sont négativement corrélée avec la performance par contre, cette dernière est positivement corrélée avec le ratio d'autofinancement, et cela peut être expliqué par la théorie du financement hiérarchique (**POT**).tandis que les garanties et le ratio de rotation du capital ont un impact positif sur la performance.

Conclusion générale

Conclusion général

La problématique de la structure financière demeure une question centrale en finance moderne d'entreprise. En effet, plus d'un demi-siècle après la publication des premiers travaux de Franco *MODIGLIANI* et Merton *MILLER*, la question de la recherche sur cette dernière, sur son impact sur la performance de l'entreprise et notamment sur son optimalité s'est progressivement insérée au cœur d'un débat qui s'est éternisé.

Ce travail porte sur la relation entre la structure financière et la performance de l'entreprise, il a pour objectif principal de déterminer l'impact de la structure financière sur la performance des entreprises.

Pour répondre à la problématique centrale de notre recherche, nous avons scindé notre mémoire en deux parties : la première partie est de nature théorique, qui traite les concepts liés à la structure financière et la performance d'entreprise ainsi que la relation qui existe entre ces deux variables. La seconde est consacrée à l'étude empirique, notre travail s'est intéressé à l'analyse de l'impact de la structure financière sur la performance des grandes entreprises privées algériennes. A travers une étude, sur des données transversales de 96 entreprises observées sur une année (2015), nous avons tenté de modéliser la relation entre la structure financière mesurée par les ratios d'endettement (DLMT, DCT, TD, l'effet de levier) et de l'autofinancement ainsi que les variables de contrôle (la taille, les garanties, la vitesse de rotation du capital) et la performance de l'entreprise mesuré par la rentabilité économique (ROA) et financière (ROE) à travers deux modèles économétriques (la régression linéaire multiple).

Ainsi, notre travail s'efforce de répondre à la problématique suivante :

Qu'elle est l'impact de la structure financière sur la performance des grandes entreprises algériennes ?

La régression linéaire multiple, à l'aide du logiciel Stata 11, de chaque ratio de performance qu'on a essayé d'expliquer par les variables retenues, a donné des résultats suivants :

La corrélation entre les différents ratios de la structure financière et les ratios de la performance est toujours négative et non significative à l'exception de la variable DCT qui est négative et significative, cependant le ratio d'autofinancement qui est positivement corrélée avec les ratios de la performance. Ce qui confirme partiellement l'hypothèse **H1** et infirme l'hypothèse **H2** et ces résultats viennent à confirmer le résultat de la théorie du financement hiérarchique (POT).

Concernant les variables de contrôle, il existe une relation positive et significative entre la variable de la garantie TAN et la variable de la performance financière ROE, cependant la relation entre la variable TAN et la variable de la performance économique est positive et non significative ce qui confirme partiellement l'hypothèse (**H4**) et ce résultat vient de confirmer le résultat trouvé par Guangchen Shen 2012.

Il existe une relation non significative entre la taille et les deux variables dépendantes de la performance ROE et ROA, donc la taille de l'entreprise n'a aucun impact significatif sur la performance, ce qui infirme l'hypothèse (**H5**) et ce résultat vient de confirmer le résultat trouvé par Richard Dumont et Robert Svensson 2014.

il existe une relation positive et significative entre la variable de la performance économique ROA et la variable de vitesse de rotation du capital, cependant la relation entre cette dernière et la variable de la performance financière ROE est non significative ce qui confirme partiellement l'hypothèse (**H6**).et ce résultat vient de confirmer le résultat trouvé par Richard Dumont et Robert Svensson 2014.

Le test d'évaluation des modèles (tests de Fisher) a donné des résultats satisfaisants sur l'acceptation seulement d'un seul modèle (celui qui explique ROA). Le test de Student montre que certains déterminants sont significatifs et d'autres sont moins significatifs.

Après ce constat, il conviendrait d'émettre quelques recommandations dans le but de remédier à ces imperfections, nous suggérons les points suivants :

- Amélioration de la base d'information sur les entreprises financières avec des données algériennes afin que les chercheurs traitera les questions liées au financement de la structure avec plus de précision, et de ne pas gaspiller l'effort et le temps des chercheurs dans leurs études.
- Donner plus d'importance à la relation entre la performance et la structure financière en réalisant plus d'études empiriques.
- Réalisations d'autres études sur le même thème avec d'autres mesures de variables.

L'apport de ce travail réside tout d'abord dans le fait d'étendre la littérature financière moderne issue essentiellement du cadre des pays développés à un nouveau cadre institutionnel, celui d'un pays en voie de développement qu'est l'Algérie. Ce modeste travail confirme le comportement des grandes entreprises algériennes en termes de choix de financement. D'où plusieurs études empiriques confirment que l'autofinancement joue un rôle primordial dans le financement des entreprises et qu'elle vient au premier lieu selon la théorie de financement hiérarchique POT, car cette source de financement permet à l'entreprise

d'assurer son indépendance financière, ainsi qu'elle est disponible. L'entreprise peut dépendre sur ses ressources internes pour renforcer ses capacités productives dans le but est d'assurer sa pérennité et sa croissance.

On peut résumer les limites de cette recherche dans les deux points suivantes :

- Les résultats obtenus de cette étude pratique concernent seulement un nombre limité d'entreprises (96 entreprises seulement) donc la taille de cette échantillon n'est pas assez importante, en utilisant les états financier d'un seul exercice comptable(2015) ce qui limite la portée de ces résultats et leur généralisation à l'ensemble des grandes entreprises privée en Algérie.

- Dans notre étude, nous avons travaillé avec des données comptables tirées directement des états financiers, ces données risquent d'être affectées par les effets de la manipulation comptable « la comptabilité créative », l'effet négatif de cette dernière vise à présenter les comptes de la société de sorte à donner une meilleure image de celle-ci en utilisant plusieurs techniques en profitant de la souplesse des règles juridiques et comptables. Ou l'intérêt se manifeste aussi bien pour l'entreprise que pour le dirigeant, au niveau de l'entreprise, la comptabilité créative vise principalement la minimisation des charges d'impôts, tandis que, au niveau des dirigeants, elle peut avoir pour objectif l'augmentation de sa rémunération.

Notre travail est une contribution modeste à la littérature empirique sur l'impact de la structure financière sur la performance des entreprises. Cette littérature se base sur les théories financières et leurs résultats et s'efforce d'examiner si elles restent validées dans le contexte algérien. Cette question ouvre une voie large pour un champ d'investigation important qui peut faire l'objet de plusieurs recherches ultérieures, telles que :

- Impacte de la structure financière sur la performance d'entreprises après l'élimination des effets négative de la comptabilité créative.
- Etudier la relation entre la structure financière et la performance dans la présence du marché financier.
- Examiner la relation entre la structure financière et la performance en utilisant la méthode des données de panel pour prendre en considération les deux dimensions temporelles et individuelles à la fois.

BIBLIOGRAPHIE

Bibliographie :

Livre :

1. Alain courtois, Maurice pillet, Chantal Martin, **Gestion de production, éditions d'organisation**, 4^{émé} édition, Paris, 2003, P : 361.
2. Alain courtois, Maurice pillet, Chantal Martin, **Gestion de production**, éditions d'organisation, 4^{émé} édition, Paris, 2003, P : 361
3. BARREAU et DELAHAYE J, **Gestion financière**, 12^{ème} édition Dunod, paris, 2003, P.144.
4. Barreau et J. Delahaye, **Gestion financière : manuel et application**, Paris, Dunod, 2001, p : 54.
5. Beatrice et Francis Grand Guillot, **l'analyse financière**, France, lextenco édition, 17^e édition, 2014, p 201.
6. Béatrice et Francis Grandguillot, **Analyse financière**, Gaulino éditeur, 4 édition, paris, 2006, P : 41.
7. BÉATRICE ET FRANCIS GRANDGUILLOT, **Analyse financière**, Paris, 20^{eme} édition, 2016, P : 155.
8. Brigitte Doriath, Michel Lozato, Paula Mendes, Pascal Nicolle, **comptabilité et gestion des organisations**, DUNOD, paris, 2008, p313.
9. Bruno Crépon, **Econométrie linéaire**, paris, 2005, p : 127.
10. CONSO P. LAVAUD et FAUSSE, **Dictionnaire de Gestion**, édition DUNOD, Paris 1985 P.400
11. E. Cohen, **Analyse financière**, Economica, Paris, 4 édition, 1999, p : 304.
12. Gilles BRESSY et Christian KONKUYT, **Economie d'entreprise**, éditions Sirey, Paris, 1990, P : 16.
13. Jean-Paul BAILLY, **comment accroître la performance par un meilleur management**, paris, 2005, P 25.
14. Jérôme Caby et Jacky Koehl, **gestion appliquée et analyse financière**, PEARSON Education, France, 2003, p : 117.
15. M. Kalika, **structures d'entreprises : réalités, déterminants et performances**, Economica, paris, 1998, p : 340.
16. Maher Kooli Fodil Adjaoud Narjess Boubakri & Imed Chkir, **Finance d'entreprise Evaluation et Gestion**, Chenelière éducation, canada, 2013, P : 175
17. Paul Pinto, **la performance durable**, Dunod, Paris, 2003, P : 12
18. Philip Lorino, **méthode et pratique de la performance : guide de pilotage**, les éditions d'organisation, paris, 1998, p : 87.
19. Pierre BERGERON, **La gestion moderne : Théorie et cas**, Gaetan Morin éditeur, Québec, 1993, P : 38.
20. Pierre Conso & Farouk Hemici, **Gestion financière de l'entreprise**, Dunod 11^{ème} édition, Paris, 2005, P : 200.
21. Raymond-Alain THIETART, **La dynamique de l'homme au travail**, éditions d'organisation, Paris, 1997, P : 51.

22. S.A.Ross & R.W.Westerfield & J.F.Jaffe, **Finance corporate**, Dunod, Paris, 2005, P: 733-734.
23. Salah Eddine Kartobi, **Les déterminants de la structure financière et réaction du marché boursier aux décisions de financement**, Casablanca, 2013, P 202-205.
24. Sous la direction de Robert le DUFF, **Encyclopédie de gestion et du management**, éditions Dalloz, Paris, 1999, P : 900.
25. V. Linderhof ET autres, **Manual for the Tests of Spatial Econometric Model, Spatial Analysis of Rural Development Measures**, August 2011, p29.
26. Virginie GALDEMAR, Léopold GILLES, Marie-Odile SIMON, **Performance, efficacité, efficience : les critères d'évaluation des politiques sociales sont-ils pertinents ?**, 2012, P : 09.

Les articles:

A. Les articles en langue étrangères:

27. Doan Thanh Ha, Hoang, Nguyen, **capital structure and firm's performance of medium and small enterprises: Evidence from Vietnam**, Asian journal of management sciences 04 (13), 2016, P: 1-5.
28. Hoesli, M., Gaud, P., Jani, E., Bender, A., The capital structure of Swiss companies: an empirical analysis using dynamic panel data, 2005, European Financial Management, Vol. 11, issue 1, pp. 51-69.
29. Mahfuzah Salim, Dr.Raj Yadav, **Capital Structure and Firm Performance: Evidence from Malaysian Listed Companies**, Procedia - Social and Behavioral Sciences 65 (2012), P: 156 – 166.
30. Matthew Adeolu Abata, Stephen Oseko Migirow, **Capital Structure and Firm Performance in Nigerian-Listed Companies**, Journal of Economics and Behavioral Studies (ISSN: 2220-6140), Vol. 8, No. 3, pp. 54-74, June 2016.
31. Mouna Zerriaa Hedi Noubbigh, Determinants of Capital Structure: Evidence from Tunisian Listed Firms, International Journal of Business and Management; Vol. 10, No. 9; 2015, pp: 121-136.
32. Rajan and Zingales, **What Do We Know about Capital Structure? Some Evidence from International Data**, the Journal of Finance, VOL L, N°5, December 1995, p 1453.
33. Sánchez-Vidal, J. & Martín-Ugedo, J.F. Rev Quant Finan, Financing Preferences of Spanish Firms: Evidence on the Pecking Order Theory, Review of Quantitative Finance and Accounting, December 2005, Volume 25, Issue 4, pp 341–355.
34. Tristan ET HuyHuy-Cuong Nguyen, **capital structure and firm's performance: Evidence from Vietnam stock exchange**, international journal of Economics and finance, Vol.7, No 12, pp.: 1- 10, 2015.

B. Les articles en langue Arabe:

35. عبد المالك مزهود، الاداء بين الكفاءة و الفعالية: مفهوم و تقييم،مجلة للعلوم الانسانية،العدد الاول،بسكرة ، 2001،ص:91-94
36. توفيق عبد الجليل، أثر هيكل رأس المال على الشركات الصناعية المساهمة العامة الأردنية، المجلة الأردنية في إدارة الأعمال، المجلد 10، العدد 3، 2014، ص: 390
37. بوفليسي نجمة، العوامل المحددة لهياكل تمويل المؤسسات الصغيرة و المتوسطة الجزائرية، مجلة البحوث و الدراسات الإنسانية العدد 12-2016 ص: 339-362.

Les thèses :

1. Nicolas MARANZANA, Amélioration de la performance en conception par l'apprentissage en réseau de la conception innovante, Thèse de doctorat, Ecole Doctorale Mathématique, Science de l'information et de l'ingénieur, Strasbourg, Soutenue publiquement le 2 décembre 2009, P : 56.
2. Salim Seghir, le crédit-bail mode de financement des investissements, mémoire pour l'obtention le Master en science financière et comptabilité, Ecole supérieur de commerce, Alger, 2014.

Les sites internet :

3. <http://www.analyse-sectorielle.fr..>
4. www.e-rh.org.
5. <http://www.abcbourse.com>.
6. [Http://www.Vernimmen.net](http://www.Vernimmen.net), lexique de finance.
7. <https://www.easybourse.com>.
8. <https://www.easybourse.com>.
9. <http://www.abcbourse.com> .

ANNEXES

Annexe 02 : les résultats obtenus à partir l'analyse par logiciel Eviews 9.

Dependent Variable: ROE
 Method: Least Squares
 Date: 05/21/17 Time: 00:43
 Sample: 1 96
 Included observations: 96

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
DCT	-0.058695	0.096489	-0.608313	0.5445
DLMT	-0.365871	0.332491	-1.100394	0.2742
AF	0.018809	0.045520	0.413196	0.6805
LEVERAGE	0.000601	0.000954	0.629343	0.5308
TAN	0.514628	0.221140	2.327156	0.0223
SIZE	-0.002749	0.065049	-0.042253	0.9664
ASSET_TURNOVER	0.021133	0.013955	1.514393	0.1335
C	0.057012	0.633159	0.090044	0.9285
R-squared	0.113465	Mean dependent var		0.116982
Adjusted R-squared	0.042946	S.D. dependent var		0.504903
S.E. of regression	0.493942	Akaike info criterion		1.506860
Sum squared resid	21.47017	Schwarz criterion		1.720556
Log likelihood	-64.32928	Hannan-Quinn criter.		1.593239
F-statistic	1.608986	Durbin-Watson stat		2.015993
Prob(F-statistic)	0.143316			

Dependent Variable: ROA
 Method: Least Squares
 Date: 05/21/17 Time: 00:49
 Sample: 1 96
 Included observations: 96

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
DCT	-0.059586	0.026482	-2.250098	0.0269
DLMT	-0.091774	0.091253	-1.005704	0.3173
AF	0.000409	0.012493	0.032751	0.9739
ASSET_TURNOVER	0.020010	0.003830	5.224690	0.0000
LEVERAGE	-0.000140	0.000262	-0.535317	0.5938
SIZE	-0.012302	0.017853	-0.689052	0.4926
TAN	0.023320	0.060693	0.384233	0.7017
C	0.180470	0.173773	1.038539	0.3019
R-squared	0.309973	Mean dependent var		0.047614
Adjusted R-squared	0.255085	S.D. dependent var		0.157069
S.E. of regression	0.135564	Akaike info criterion		-1.079088
Sum squared resid	1.617232	Schwarz criterion		-0.865393
Log likelihood	59.79624	Hannan-Quinn criter.		-0.992709
F-statistic	5.647331	Durbin-Watson stat		1.883594
Prob(F-statistic)	0.000021			

Annexe 01 : les listes des grandes entreprise.

1. Les grandes entreprises qui exercent dans le secteur d'industrie :

Raison sociale	RC
SOCIETE DE FABRICATION DE DERIVES DE COTON	99B0009260
SPA PHARMAL	99B0007654
SARL EMBALAGE TONIC	98B0522133
SPA PFIZER SAIDAL MANUFACTURING	99B007218
SARL FROMAGERIE NOBLE	97B0002493
SPA FLASH ALGERIE	98B0005633
SPA SOCIETE DES TABACS ALGERO EMIRATIE STAEM	02B0020081
SPA BIOPHARM ALGERIA	98B0004216
SARL BISCUITERIE BIMO	98B4199
SPA FRUITAL	98B000539100
SPA CEVITAL	98B0003802
SPA el kendi industrie du medicaments	05B0971374
SARL CARTONNERIE MODERNE	99B0802871
SARL SEMOULERIE AMOUR SAM	00B0802953
SPA DANONE DJURDJURA ALGERIE	01B0183769
EURL PHARMALLIANCE	00B001308300
SPA SANOFI-AVENTIS ALGERIE	98B0005416
SEMOULERIE INDUSTRIELLE DE LA MITIDJA	98B0802473
SPA HENKEL ALGERIE	00B0012792
SARL FRERES ZAHAF BOISSONS GAZEUSES	98B0802456
SPA COJEK	98B0182171
SPA FROMAGERIE BEL ALGERIE (ex: spa sawsen)	99B0008301
SARL HIKMA PHARMA ALGERIA EX TRUST PHARMA	00B12263
SARL PROMASIDOR DJAZAIR	01B001735600
SARL TANGO	99B0009097
SARL CERAMIQUE HYPPOCAMPE	98B0522212
SPA PRODUITS LAITIERS TREFLE	99B0802672
SARL VITAJUS	99B0802866

2. Les entreprises qui exercent dans le secteur de prestation :

Raison sociale	RC
SOCIETE ALGERIENNE D' HOTELLERIE ET D' APPROVISIONNEMENT	00B0011305
SPA DIVONA ALGERIE	04B0966858
SOCARAM/ SPA	99B6747
ENTRASER	98B0004663
SARL ALMAFRIQUE	99B0122529
societe immobiliere exploitation hoteliere algerienne spa	05B0971528
SPA MAERSK ALGERIE	00B0012571
SIEMENS SPA	98B0005077
WATANIYA TELECOM ALGERIE	04B0963273
SOCIETE EGYPTO ALGERIENNE DE COMMERCE ET D'INDUSTRIE	02B0019961
SPA NUMILOG	07B0976526
DJAZAIR PORT WORLD	09B0982702
SARL ERICSSON ALGERIE	04B0966181
DAEWOO ALGERIE HOTELERIE LOISIRS ET IMMOBILIERS	00B0013023
SPA MOBISERVE ALGERIE	01B0016021
CEVITAL-MTP SPA	08B0979864
SPA ORASCOM TELECOM ALGERIE (OTA)	01B0015635
SARL MEDETTERRANEAN SHIPPING COMPANY ALGERIA	00B0013032
SARL HEWLETT PACKARD EL DJAZAIR	04B0965993

3. Les entreprises qui exercent dans le secteur du BTP :

Raison sociale	RC
SPA ALSTOM ALGERIE	02B0018371
SPA ETRHB MINIER	
SARL RAZEL ALGERIE	99B08822
SPA SOLAR POWER PLANT ONE	06B080566900
SPA YOUKAIS CONSTRUCTOR	07B0974017
GROUPE ETRHB HADDAD	98B0042349
SARL TRAVOMED	99B0009164
SARL GESIRET	05B0969679
SPA INFRA RAIL	98B0003443
SARL TOPECAL BATIMENTS INDUSTRIELS	04B0965131
SPA FOREMHYD	99B0802906
SARL ARTIGIAN SERVICE BY LIMONTA	99B0007879
EURL FIORENTINI ALGERIE	09B0979551
TEIXEIRA DUARTE ALGERIE SPA	06B0975226
KOU GC SARL	99B0009731
CEVITAL ENTREPRISES SPA	07B0978394
SPA ORASCOM CONSTRUCTION INDUSTRIES ALGERIA	01B0016858

4. Les entreprises qui exercent dans le secteur du commerce :

Raison sociale	RC
EURL GM TRADE	04B0967814
SPA TISSETANCHE	06B0972531
SARL VECO PHARM	99B0009823
SARL DIAM GRAIN	07B0974573
SPA JANSSEN CILAG	10B0981113
SPA ELSECOM	99B0009606
SPA STAR BRANDS	02B0021086
SPA TOYOTA ALGERIE	00B13467
SPA ALLIANCE CHIMIE ALGERIE	00B001391600
SARL SIPCA	99B0007386
ALSTOM GRID ALGERIE (ex AREVA T D ALGERIE)	04B0964765
SARL FORTIS PHARMACEUTIQUE	00B0011957
SARL FLECOMAT	99B0802540
SARL SANAMED	99B0008892
SPA AT PHARMA	05B0969939
SARL BBK PHARM	99B000645200
SARL WOOD-PAN	02B0018402
SARL CHEMIPRO	98B0003497
SPA A.HYPERDIST	01B0015209
SARL KIA MOTORS	99B0010515
SPA PEUGEOT ALGERIE	00B0011842
SPA BERGERAT MONNOYEUR ALGERIE	98B00122400
SPA SOVAC ALGERIE	03B962806
SARL MATCOME METAL	02B0017507
EURL RENAULT TRUKCS ALGERIE	02B0018797
SARL NISSAN ALGERIE	99B0010908
SPA ELSECOM AUTOMOBILE	09B0983580
SARL SARENS ALGERIE	01B086259400
SARL MAGHREBINE DE TRANSPORT ET AUXILLIAIRE	99B0010146
SARL KARAOUI AND KARAOUI PUBLICITE ET COMMUNICATION	04B966488
COMPAGNIE MARITIME D'AFFRETEMENT D'ALGERIE	99B0008956
SARL CIEPTAL CATERING INTERNATIONAL OFF SHORE	98B0122353

Table des matières

Remerciement

Dédicaces

Sommaire.....I

Liste des tableaux.....II

Liste des Figures III

Liste des abréviationsIV

Introduction générale.....A

Chapitre1: Les concepts et les fondements théoriques de la structure financière de l'entreprise.....1

Section1:les concepts de la structure financière de l'entreprise.....2

1. Définition de la structure financière.....2

2. Les fondements théoriques de la structure financière.....4

2.1 La structure financière dans un marché parfait..... 4

2.1.1 La structure financière selon les classiques (approche traditionnelle).....4

2.1.1.1 Effet de levier.....4

2.1.1.2 Le coût du capital.....5

2.1.2 La structure financière selon les néo-classiques5

2.1.2.1 La neutralité de la structure financière.....5

2.1.2.2 Les propositions de Modigliani et Miller.....6

2.2 Structure financière dans un marché imparfait7

2.2.1 L'impact de la fiscalité.....7

2.2.2 Les coûts associés à l'endettement8

2.2.2.1Les coûts de la faillite.....8

2.2.2.2Les coûts de mandat.....9

2.2.3.La théories des préférences ordonnées, ou théorie du signal.....9

3. Les déterminants de la structure financière de l'entreprise.....11

3.1. La taille de l'entreprise..... 11

3.2.La tangibilité de l'actif..... 11

3.3. La rentabilité.....12

Section 2 : Les modes de financement12

1. Les différents modes de financement12

1.1 Le financement par des ressources internes (L'autofinancement).....	12
1.2 Le financement par des ressources externes.....	12
1.2.1L'augmentation du capital.....	13
1.2.2Financement par emprunt bancaire	13
1.2.3Financement par le crédit bail.....	13
1.2.4Financement par emprunt obligataire	14
1.2.5Financement par le capital investissement.....	14
2. Le choix du mode de financement.....	15
2.1 La politique de financement et stratégie d'entreprise	15
2.1.1 L'entreprise recherchant une croissance importante.....	15
2.1.2 L'entreprise recherchant un bénéfice maximum	16
2.2 Le caractère risqué du projet et cycle de vie de l'entreprise.....	16
2.3 Les contraintes de l'équilibre financier.....	17
2.3.1 Règle de l'équilibre financier minimum.....	17
2.3.2 Règle de l'autonomie financière.....	17
2.3.3 Règle de la capacité de remboursement.....	17
2.3.4 Règle de minimum d'autofinancement.....	18
2.4 Le niveau d'effet de levier offert par l'emprunt.....	18
Section 3: coût de financement et la structure du capital	19
1. coût spécifique d'une ressource isolée	19
1.1. le coût des capitaux propres.....	20
1.1.1la justification du coût des fonds propres.....	20
1.1.2 mesure du coût des fonds propres.....	20
1.2. Le coût de l'endettement.....	23
1.2.1 L'emprunt bancaire	23
1.2.2 Emprunt obligataire.....	24
1.2.3 Le crédit-bail.....	25
2. coût global du financement.....	25
2.1 La détermination du coût moyen pondéré du financement.....	26
2.2 Les difficultés rencontrées pour la détermination du coût moyen pondéré.....	26
2.3 Les conditions d'utilisation du cout moyen pondéré du capital	27
Conclusion de premier chapitre	28

Chapitre2:Généralité sur la performance et sa relation avec la structure financière..... 29

Section 1 : concepts généraux de la performance.....30

1. Définition de la performance.....	30
2. Les différents types de la performance.....	31
2.1 La performance externe.....	31
2.2 La performance interne.....	31
2.2.1 La performance économique.....	32
2.2.2 La performance financière.....	32
2.2.3 La performance sociale.....	32
2.2.4 La performance managériale.....	32
2.2.5 La performance organisationnelle.....	32
2.2.6 La performance stratégique.....	32
3. Les piliers de la performance d'une organisation.....	32
3.1. La compétitivité pour le pilier marché.....	33
3.2. La vitalité pour le pilier des valeurs.....	33
3.3. La rentabilité pour le pilier métier.....	33
3.4. La productivité pour pilier du personnel.....	33

Section 2 : Notion de performance financière.....34

1. Définition de la performance financière.....	34
2. Les déterminants de la performance.....	35
2.1.Les facteurs relativement sous manipulation de l'entreprise.....	35
2.1.1. La motivation.....	36
2.1.2. Les compétences.....	36
2.1.3. Formation.....	36
2.2. Facteurs en dehors de la manipulation de l'entreprise.....	36
2.2.1. Facteurs économiques.....	37
2.2.2. Facteurs sociaux.....	37
2.2.3. Facteurs technologiques.....	37
2.2.4. Facteurs politiques et juridiques.....	37
3. Les indicateurs de la performance financière.....	38
3.1. Définition de l'un indicateur de performance.....	38
3.2. La profitabilité.....	39
3.3. L'autofinancement.....	39

3.4. La rentabilité.....	39
3.5. La rentabilité économique.....	39
3.6. La rentabilité financière.....	40
Section03 : les outils d'évaluation de la performance financière.....	42
1. L'évaluation par les outils de l'analyse financière.....	42
1.1. Définition et source de l'analyse financière.....	42
1.1.1. L'analyse par l'équilibre financier.....	42
1.1.1.1. Analyse du fond de roulement (FR).....	43
1.1.1.2. L'analyse du besoin de fonds de roulement (BFR).....	44
1.1.1.3. l'analyse de la trésorerie.....	44
1.1.2. l'analyse par les soldes intermédiaires de gestion (SIG).....	45
1.1.3. L'analyse par les ratios.....	47
1.1.3.1. Définition du ratio.....	47
1.1.3.2. Les types de ratios.....	48
Section 04 : la relation entre la performance et la structure financière.....	50
1. Etude de Mahfuzah Salim, Dr.Raj Yadav « 2012 ».....	50
2. Etude de Rajan et Zingales « 1995 ».....	50
3. Etude de Doan Thanh Ha, Hoang, Nguyen « 2016 ».....	50
4. Etude de Toufik Abdeljalil « 2014 ».....	51
5. Etude de Matthew Adeolu Abata, Stephen Oseko Migiro«2016».....	51
6. Etude de Nguyen Tristan et HuyHuy-Cuong Nguyen « 2015 ».....	52
7. Etude de Hoesli, M., Gaud, P., Jani, E., Bender, A « 2005 ».....	52
8. Etude de Mouna Zerriaa Hedi Noubbigh « 2015 ».....	52
9. Etude de Bouflissi Nedjma « 2016 ».....	53
10. Etude de Hamza Alzobaidi et Hocine Salameh « 2014 ».....	53
11. Etude de Sánchez-Vidal,J. & Martín-Ugedo, « 2005 ».....	53
Conclusion du deuxieme chapitre.....	54
Chapitre3 : Étude empirique.....	55
Section 1 : démarche méthodologique.....	55
1. Présentation de l'échantillon	55
2. Collecte et source des données	58
3. Définition et mesure des variables.....	59
3.1. Les variables dépendantes	59
3.2. Les variables indépendantes.....	60
3.2.1. Les ratios d'endettement.....	60
3.2.1.1. le ratio d'endettement à court terme.....	60
3.2.1.2. Le ratio d'endettement à moyen et à long terme.....	60

3.2.2. Le ratio d'autofinancement.....	60
3.2.3. L'effet de levier financier (Leverage).....	61
3.3. Les variables de contrôle.....	61
3.3.1. Les garanties	62
3.3.2. La taille de l'entreprise.....	62
3.3.3. La vitesse de rotation du capital.....	62
4. Spécification du modèle.....	62
5. La méthode et les outils statistiques utilisés.....	63
5.1. Modèle de régression multiple.....	63
5.2. Les tests utilisés	64
5.2.1. Test de student.....	64
5.2.2. Test de Fisher.....	64
5.2.3. Test de VIF.....	64
5.2.4. Test de Durbin and Watson.....	65
5.3. Les outils de statistique descriptive.....	65
Section 2 : L'étude descriptive.....	67
1. Statistique descriptive pour les modèles.....	67
1.1. Statistique descriptive pour les variables dépendantes.....	67
1.2. Statistique descriptive pour les variables indépendantes.....	68
1.3. Statistique descriptive pour les variables de contrôle.....	69
2. Les matrices de corrélation.....	69
2.1. La matrice de corrélation pour le premier modèle.....	69
2.2. La matrice de corrélation pour le second modèle.....	71
3. Test de Durbin et Watson.....	72
Section 03 : Estimation du modèle et test des hypothèses.....	74
1. Présentation et interprétation des résultats des estimations du premier modèle.....	74
2. Présentation et interprétation des résultats des estimations du second modèle.....	75
3. Analyse et interprétation des résultats.....	76
3.1. Les ratios de la structure financière.....	76
3.2. Les variables de contrôle.....	78
3.2.1. La taille de l'entreprise.....	78
3.2.2. Les garanties.....	78
3.2.3. La vitesse de rotation du capital.....	79

Conclusion du troisième chapitre.....	80
Conclusion générale.....	81
Bibliographies	
Annexes	