

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

**ECOLE SUPERIEURE DE COMMERCE**

**ESC**

**Mémoire de fin d'études en vue de l'obtention du diplôme de  
Master en Sciences financières et comptabilité**

**Option : Finance d'entreprise**

**Thème : l'impact de l'effet de levier financier sur la  
valeur de l'entreprise.**

**Cas : Algérie Télécom Satellite « ATS ».**

**Elaboré par :**

***M<sup>lle</sup>* REZZOUG Yasmine**

**Encadré par :**

**Dr. NECIB Hafisa**

**Lieu de stage : ATS. Algérie télécom satellite. Bir Mourad Raïs. Alger**

**Période de stage : De mars 2023 à mai 2023**

**Année universitaire : 2022/2023**

## ***Dédicace***

*Du profond de mon cœur, je dédie ce modeste travail à mes très chers parents :*

*À la plus belle personne de ma vie, à la prunelle de mes yeux, à cette source  
d'amour, de tendresse, et de patience.*

***À mon inestimable mère !***

*Au meilleur papa du monde, à la source de ma force, ma fierté, et mon courage  
dans cette vie.*

***À mon cher Père !***

*Aucune dédicace ne peut exprimer mes sentiments les plus distingués, mon  
amour éternel et ma considération pour les sacrifices que vous avez consenti  
pour mon instruction et mon bien-être, merci pour votre soutien, votre patience  
et votre amour.*

*A mes précieux frères, et tout ce que j'ai dans la vie*

***À Oumaima, Abdelmoumine et Abdessalem !***

*Merci pour votre grand amour, ma vie ne serait pas aussi magique sans vous.*

# **Remerciements**

*En tout premier lieu, le plus grand remerciement revient à **Dieu** le tout puissant, de m'avoir accordé la santé, la volonté et le courage pour accomplir ce travail.*

*J'exprime mes profonds remerciements à mon encadrante, **Dr. NECIB Hafisa**, pour son soutien continu et inestimable, sa grande patience, ainsi que pour ses précieux conseils et recommandations.*

*Je tiens à remercier mon encadrante de stage Madame **MEZIANI Nabila**, pour son engagement et bienveillance, sa disponibilité, ainsi que pour son soutien.*

*Mes remerciements s'adressent aussi **aux membres du jury** d'avoir accepté d'apporter de leur savoir afin d'améliorer la qualité de ce travail.*

## **Titre : L'impact de l'effet de levier financier sur la valeur de l'entreprise.**

### **Résumé**

L'effet de levier financier est un terme général pour désigner n'importe quel mécanisme utilisé par l'entreprise afin de multiplier les rendements et les bénéfices et pour l'atteinte de l'objectif primaire de maximisation de la valeur, parmi les mécanismes l'endettement est considéré comme la technique la plus courante de levier financier.

Cependant sous contrainte du risque financier, l'effet de recours à l'endettement et la sur utilisation de levier financier peut dans le cas contraire multiplier les pertes et cela affecte la valeur de l'entreprise sur plusieurs aspects.

**Mots clés :** Effet de levier financier, Endettement, Rendement, Risque financier, Valeur de l'entreprise.

## **Title: The impact of financial leverage on firm value.**

### **Abstract**

Financial leverage is a general term for any mechanism used by the company to multiply returns and profits and also for the achievement of the primary objective of value maximization, among these mechanisms debt is considered as the most common technique of financial leverage.

However, under the constraint of financial risk, the effect of resorting to debt and the overuse of financial leverage can otherwise multiply losses and this affects the value of the company in several aspects.

**Key words:** Financial leverage, Debt, Return, Financial risk, Firm value.

**العنوان:** تأثير الرافعة المالية على قيمة المؤسسة.

### **ملخص**

تأثير الرافعة المالية هو مصطلح عام يطلق على اية وسيلة تستعملها المؤسسة من اجل مضاعفة المردودات و الارباح و تحقيق الهدف الاساسي المتمثل في تعظيم قيمة المؤسسة, من بين هاته الوسائل تعتبر الاستدانة اشهر تقنية تقوم بها المؤسسة من اجل تحقيق الرفع المالي.

لكن تحت قيد الخطر المالي, اثر الاستعانة بالمديونية والاستعمال المفرط للرافعة المالية يمكن له ان يؤدي في الحالة المعاكسة الى مضاعفة الخسائر مما يؤثر على قيمة المؤسسة من عدة نواحي.

**الكلمات المفتاحية :** تأثير الرافعة المالية, المديونية, المردودية, الخطر المالي, قيمة المؤسسة .

## Sommaire :

Dédicace

Remerciements

Résumé

Liste des tableaux.....I

Liste des figures ..... III

Liste des abréviations .....IV

Introduction générale.....B

**Chapitre 01 : Les aspects théoriques de l'effet de levier financier.**

Section 01 : L'endettement comme source de financement.....3

Section 02 : Les fondements théoriques de l'effet de levier de la dette.....11

**Chapitre 02 : la valeur de l'entreprise et sa relation avec l'effet de levier financier.**

Section 01 : Les déterminants de la valeur de l'entreprise.....26

Section 02 : La relation entre l'effet de levier financier et la valeur de l'entreprise. ....41

**Chapitre 03 : Étude de la relation entre l'effet de levier financier et la valeur de l'entreprise. Cas : ATS. Algérie télécom satellite.**

Section 01 : Présentation de l'organisme d'accueil.....53

Section 02 : Analyse financier d'ATS, et étude de la relation entre l'effet de levier financier et la valeur d'Algérie télécom satellite.....58

Conclusion générale.....83

Bibliographie.....87

Annexe .....95

Table des matières.....106

## Liste des tableaux

<b>N Tableau</b>	<b>Titre du Tableau</b>	<b>Page</b>
Tableau 01	Bilans financiers des exercices (2018 à 2022), partie « actif ».	58
Tableau 02	Bilans financiers en grandes masses des exercices 2018 à 2020, partie « actif ».	59
Tableau 03	Bilans financiers en grandes masses des exercices 2021 et 2022, partie « actif ».	59
Tableau 04	Les proportions moyennes des masses du bilan actif pendant la période (2018-2022).	60
Tableau 05	Bilans financiers des exercices 2018 à 2022, partie « passif ».	61
Tableau 06	Bilans financiers en grandes masses des exercices 2018 à 2020, partie « Passif ».	62
Tableau 07	Bilans financiers en grandes masses des exercices 2021 et 2022, partie « Passif ».	62
Tableau 08	Les proportions moyennes des masses du bilan passif pendant la période (2018-2022).	62
Tableau 09	Le FRNG d'ATS pour les années (2018-2022).	64
Tableau 10	Le BFR d'ATS pour les années (2018-2022).	65
Tableau 11	La trésorerie nette d'ATS pour les années (2018-2022).	66
Tableau 12	L'autonomie financière d'ATS pour les années (2018-2022).	68
Tableau 13	L'indépendance financière d'ATS pour les années (2018-2022).	68
Tableau 14	L'endettement global d'ATS pour les années (2018-2022).	69
Tableau 15	La solvabilité générale d'ATS pour les années (2018-2022).	69
Tableau 16	La liquidité générale d'ATS pour les années (2018-2022).	70

Tableau 17	Le financement propre d'ATS pour les années (2018-2022).	70
Tableau 18	Présentation des évolutions des SIG d'ATS pour les exercices (2018-2020).	71
Tableau 19	Présentation des évolutions des SIG d'ATS pour les exercices (2020-2022).	72
Tableau 20	La capacité d'autofinancement d'ATS pour les années (2018-2022).	74
Tableau 21	L'autofinancement d'ATS pour les années (2018-2022).	74
Tableau 22	Evolution de la rentabilité économique de l'entreprise ATS pour la Période (2018-2022).	75
Tableau 23	Evolution de la rentabilité financière de l'entreprise ATS pour la période (2018-2022).	76
Tableau 24	L'effet de levier financier d'ATS pour la période (2018-2022).	77
Tableau 25	Calcul de l'ANC d'ATS pour les années (2018-2022).	78
Tableau 26	Le degré du levier financier d'ATS pour les années (2018-2022).	79

### Liste des figures

N Figure	Titre de Figure	page
Figure 01	Le mécanisme de l'effet de levier financier.	13
Figure 02	Le schéma d'analyse fondé sur l'effet de levier financier.	18
Figure 03	Les déterminantes de la valeur de la firme.	29
Figure 04	Les coûts d'agence et l'endettement.	38
Figure 05	Relation structure du capital/Valeur totale de l'entreprise selon l'approche de M&M.	44
Figure 06	La valeur de l'entreprise selon la théorie du compromis.	46
Figure 07	La hiérarchie du financement selon la théorie de (POT).	48
Figure 08	Organigramme de l'entreprise.	55
Figure 09	Organigramme de la direction finances et comptabilité.	56
Figure 10	Représentation graphique des masses du bilan actif.	60
Figure 11	Représentation graphique des masses du bilan passif.	63
Figure 12	Représentation graphique du (FRNG).	64
Figure 13	Représentation graphique du (BFR).	65
Figure 14	Représentation graphique du (TN).	67
Figure 15	Représentation graphique de l'évolution du (DFL) d'ATS.	79
Figure 16	Représentation graphique de l'évolution de l'ANC d'ATS.	80

## Liste des abréviations

<b>ANC</b>	<b>Actif net corrigé</b>
<b>AGO</b>	<b>Assemblée générale ordinaire</b>
<b>ATS</b>	<b>Algérie Télécom Satellite</b>
<b>BFR</b>	<b>Besoin en fond de roulement</b>
<b>BPA</b>	<b>Bénéfice par action</b>
<b>BAII</b>	<b>Bénéfice avant intérêts et impôts</b>
<b>CAF</b>	<b>Capacité d'autofinancement</b>
<b>CP</b>	<b>Capitaux propres</b>
<b>D</b>	<b>Dettes</b>
<b>DCT</b>	<b>Dettes à court terme</b>
<b>DF</b>	<b>Dettes financières</b>
<b>DFL</b>	<b>Degree of financial leverage</b>
<b>DLMT</b>	<b>Dettes à moyen et long terme</b>
<b>EBE</b>	<b>Excédent brute d'exploitation</b>
<b>EL</b>	<b>Effet de levier</b>
<b>EPS</b>	<b>Earnings per share</b>
<b>FEM</b>	<b>Fixed Effect Panel Mode</b>
<b>FRNG</b>	<b>Fond de roulement net global</b>
<b>IBS</b>	<b>Impôt sur les bénéfices des sociétés</b>
<b>LBO</b>	<b>Leveraged Buy Out</b>
<b>M&amp;M</b>	<b>Modigliani et Miller</b>
<b>OCA</b>	<b>Obligations convertibles en actions</b>

<b>POLS</b>	<b>Pooled Ordinary Least Squares</b>
<b>RAF</b>	<b>Ratio d'autonomie financière</b>
<b>RE</b>	<b>Rentabilité économique</b>
<b>REG</b>	<b>Ratio d'endettement global</b>
<b>REM</b>	<b>Random Effect Panel Data Mode</b>
<b>RF</b>	<b>Rentabilité financière</b>
<b>RIF</b>	<b>Ratio d'indépendance financière</b>
<b>RFPR</b>	<b>Ratio de financement propre</b>
<b>RLG</b>	<b>Ratio de liquidité générale</b>
<b>ROA</b>	<b>Return on assets</b>
<b>ROE</b>	<b>Return on equity</b>
<b>ROCE</b>	<b>Return on capital employed</b>
<b>RSG</b>	<b>Ratio de solvabilité générale</b>
<b>SPA</b>	<b>Société par action</b>
<b>SIG</b>	<b>Soldes intermédiaires de gestion</b>
<b>T</b>	<b>Taux d'impôt</b>
<b>U</b>	<b>Unité monétaire</b>
<b>TN</b>	<b>Trésorerie nette</b>
<b>VD</b>	<b>Valeur disponible</b>
<b>VE</b>	<b>Valeur d'exploitation</b>
<b>VI</b>	<b>Valeur immobilisée</b>
<b>VR</b>	<b>Valeur réalisable</b>
<b>WACC</b>	<b>Weighted average cost of capital</b>

# **Introduction générale**

## Introduction générale :

L'entreprise est une unité économique créatrice de richesse, qui met en œuvre différents moyens financiers, humains et matériels nécessaires à ses activités opérationnelles, ayant pour objective la recherche d'un rendement financier optimal des projets d'investissements effectués.

La mise en œuvre de projets rentables passe par une étape principale de choix de financement, dans la finalité est de trouver la meilleure structure du capital, avec une répartition optimale des ressources financières de l'entreprise entre les fonds propres et la dette. Cette répartition est optimale lorsqu'elle permet de maximiser la valeur financière de l'entreprise et de minimiser les coûts.

La valeur de l'entreprise est au cœur de la théorie financière, la littérature financière a depuis des décennies, cherché à mesurer les vertus de la décision de financement, et du choix du niveau d'endettement sur cette dite valeur, donc la question qui a été posée par l'ensemble des approches de la structure du capital est de savoir si l'effet de levier de la dette crée de la valeur, augmente la valeur de l'entreprise ou tout simplement augmente les risques financiers des actionnaires.

La valeur de l'entreprise est liée théoriquement et algébriquement aux éléments de l'analyse et de diagnostic financier. Les outils de l'analyse financier permettent d'appréhender la situation économique et financière de l'entreprise, et de détecter l'impact que peut avoir les composants de cycles d'exploitation et de financement de l'entreprise sur ses résultats et donc sur sa valeur.

### 1 La Problématique :

Notre travail a pour objet l'étude de l'incidence que peut avoir le recours à l'endettement sur la rentabilité des capitaux investis et sur la valeur d'une entreprise.

A travers cette étude, la problématique de recherche est formulée de la manière suivante :

**« Quel impact peut affecter la valeur de l'entreprise s'il est dû à une évolution transitionnel de l'effet de levier financier ? »**

De cette question principale découle les questions secondaires ci-après :

- Quel sont les aspects théoriques de l'effet de levier de la dette qui indiquent ensuite son lien avec la valeur de l'entreprise ?
- La fluctuation de la valeur de l'entreprise est-elle expliquée en grande partie par l'impact de l'effet (positif ou négatif) du recours à l'endettement ?
- La valeur de l'entreprise ATS. Algérie télécom satellite est-elle impactée par l'effet de levier financier ?

## 2 Les hypothèses proposées :

Afin de répondre aux questions posées, nous avons proposé les hypothèses suivantes :

- **H1** : L'effet de levier financier fait référence à l'incidence positive de l'endettement sur les résultats et les rendements de l'entreprise, et donc sur sa valeur.
- **H2** : La croissance ou la baisse de la valeur de l'entreprise est expliquée par plusieurs variables, et en grande partie par l'impact de la structure du capital et l'effet du recours à l'endettement par l'entreprise.
- **H3** : La valeur de l'entreprise ATC. Algérie télécom satellite, est positivement affectée par l'évolution du levier financier.

## 3 L'importance du sujet :

Pour évaluer une entreprise, on doit donner la mesure de la valeur globale de la société, cette valeur est affectée par plusieurs variables internes et externes.

Si la fluctuation de la valeur de la firme est due en grande partie par l'impact qui introduit à cette dernière par l'effet du recours à l'endettement, la capacité d'analyser et de mesurer cet impact, implique un avantage primordial en termes d'évaluation de l'entreprise lors d'opérations stratégiques, et donc un positionnement et un atout concurrentiel au sein de son secteur d'activité, face aux institutions financières et aux sociétés concurrentes.

## 4 La méthodologie de recherche :

La méthodologie suivie pour étudier l'impact de l'effet de levier sur la valeur de l'entreprise, est l'approche descriptive et analytique du traitement des données. Cette approche consiste à présenter, et interpréter les différentes connaissances et données historiques concernant le sujet d'étude, au sens global, pour, ensuite en tirer des informations utiles, voire les préparer en vue d'une analyse complémentaire.

## 5 Les études antérieures :

L'impact du levier financier sur la valeur de l'entreprise, a été abordé par plusieurs études antérieures, à travers différentes méthodes de recherches, que nous citerons ci-dessous :

### 5.1 L'étude d'Umar Abbas Ibrahim et AbdulQudus Isiaka (2020):

Cette étude a examiné l'impact de l'effet de levier financier sur la valeur de l'entreprise avec des preuves provenant d'un échantillon de sociétés cotées à la bourse nigériane. L'étude adopte une analyse de données de panel en utilisant des données secondaires obtenues à partir des états financiers des entreprises sélectionnées sur la période 2014-2018. L'échantillon (de 18 entreprises étudiées) a été sélectionné au moyen de la technique d'échantillonnage pratique. Le bras du levier financier était libellé par le ratio de la dette à long terme sur les capitaux propres. Cette étude est la première étude nigériane à utiliser le rapport « Tobin's Q » « ratio Q : « valeur boursière de l'entreprise /valeur de remplacement du capital fixe » comme proxy de la valeur de l'entreprise. D'autres variables prouvées dans la littérature est importante lors de l'examen de la valeur d'une entreprise, comme le total actif, le ROA. Les données obtenues ont été analysées par l'E-VIEWS pour déterminer l'étendue des relations de causalités et de corrélations entre les variables. L'étude a déterminé le degré de causalité à l'aide de : moindres carrés ordinaires regroupés (POLS) « the Pooled Ordinary Least Squares », Techniques d'estimation du modèle de données de panel à effets aléatoires (REM) «Random Effect Panel Data Mode » et du modèle de panel à effets fixes (FEM) « Fixed Effect Panel Mode ». Les coefficients de corrélation ont été estimés à l'aide de la matrice de corrélation par paires pour déterminer l'étendue à laquelle l'effet de levier financier peut prédire la valeur de l'entreprise ; les résultats de la régression **ont montré que le levier financier a un effet significativement négatif sur la valeur de l'entreprise** alors que le résultat de la corrélation par paires a montré qu'il n'y a pas relation linéaire significative entre l'effet de levier et la valeur de l'entreprise. Il a été conseillé à la direction de ces sociétés de contracter des dettes moins à long terme et ces sociétés devraient plutôt envisager d'émettre plus d'actions pour réduire le niveau de levier financier pour atteindre ainsi la structure de capital optimale. L'effet de levier financier s'est avéré être un faible prédicteur de la valeur de l'entreprise ; par conséquent, la direction ne devrait pas compter sur le niveau de levier financier pour prédire l'avenir de la valeur de l'entreprise.

### 5.2 L'étude de Muhammad Azhar Farooq et Ahsan Masood (2016) :

L'étude a comme but d'examiner l'impact du levier financier sur la valeur de l'entreprise dans le secteur de ciment de Pakistan. En utilisant la technique économétrique de panel appropriée entre effets fixes et effets aléatoires, l'association entre le levier financier et la valeur de l'entreprise de toutes les sociétés cimentières cotées sur la période de 2008 à 2012, ont été analysés. Le nombre total d'entreprises cimentières cotées sélectionnées est de 19 entreprises. **Les résultats empiriques montrent que le levier financier a une association positive et statistiquement significative avec la valeur de société** qui est représentée par le ratio q « Tobin's Q ».

Il ressort de ces conclusions que les sociétés cimentières du Pakistan peuvent augmenter leur valeur en créant une combinaison appropriée de capitaux propres et la dette dans leur structure de capital. Parmi les variables de contrôle, la taille de l'entreprise est négativement et de manière non significative liée à la valeur (Tobin's Q). La tangibilité des actifs à l'inverse a une relation positive et significative avec la valeur de l'entreprise (Tobin's Q).

### **5.3 L'étude de Zaher Abdel Fattah Al-Slehat (2020):**

L'étude vise à révéler le levier financier, la taille et la structure des actifs et leur impact sur la valeur de l'entreprise. Le chercheur a utilisé l'approche méthodologique analytique pour un échantillon de 13 entreprises du secteur minier et extraction et le secteur industriel cotées à la bourse d'Amman de la période 2010-2018. Le modèle de régression linéaire simple a été utilisé pour tester les hypothèses de l'étude en utilisant à la fois les programmes (E-vues, STATA) en plus, de deux programmes de test de racine unitaire et facteur d'inflation de la variance pour s'assurer de la stabilité des données et de l'absence de relation entre variables.

**L'étude a conclu la non existence de l'impact du levier financier sur la valeur de l'entreprise**, la relation entre le levier financier et le ratio de Tobin's Q était négatif. Cependant, il y avait un impact de la taille et structure de l'actif sur la valeur de l'entreprise, la relation entre le logarithme naturel de la taille « ln » et la structure de l'actif a été positif avec le Tobin's Q.

**6 L'organisation de recherche :**

Dans le but d'apporter une réponse à notre problématique ainsi que les autres interrogations, nous avons opté à tracer un plan qui nous permet de bien structurer ce travail qui s'articule en trois (03) chapitres, présentés ci-après :

L'objectif du Chapitre I intitulé "les aspects théoriques de l'effet de levier financier" est de fournir les éléments nécessaires à la compréhension des principales notions liées à l'endettement et l'effet de levier financier.

Ce chapitre est subdivisé en deux (2) sections et qui sont :

- **Section 01** : L'endettement comme source de financement
- **Section 02** : Les fondements théoriques de l'effet de levier de la dette.

L'objectif du Chapitre II intitulé "la valeur de l'entreprise et sa relation avec l'effet de levier financier" est de présenter les principaux éléments affectant la valeur de l'entreprise. Cet objectif sera centré autour de la relation entre la structure du capital et la valeur de l'entreprise qui débouchera sur sa relation avec le levier financier

Ce chapitre sera traité à travers les deux sections suivantes :

- **Section 01** : Les déterminants de la valeur de l'entreprise.
- **Section 02** : La relation entre l'effet de levier financier et la valeur de l'entreprise.

Quant au Chapitre III, intitulé " Étude de la relation entre l'effet de levier financier et la valeur de l'entreprise. Cas : ATS. Algérie télécom satellite" ; celui-ci sera consacré à une étude pratique sur l'effet de levier financier au sein d'ATS et leurs impacts sur sa valeur. Ce chapitre sera développé dans les deux sections (2) suivantes :

- **Section 01** : Présentation de l'organisme d'accueil
- **Section 02** : Analyse financier d'ATS, et étude de la relation entre l'effet de levier financier et la valeur d'Algérie Télécom Satellite.

**Chapitre 01 : Les aspects théoriques  
de l'effet de levier financier.**

### *Introduction*

*"Donnez-moi un point d'appui et un levier et je soulèverai la terre " Archimède.*

Cette citation nous permet d'avoir une idée sur la force d'appui. De là nous pourrions dire que :

L'effet de levier désigne la force nécessaire pour soulever des charges ou pour les déplacer. Celle-ci est produite par un levier, en physique et en technique est appelé l'avantage mécanique<sup>1</sup>. C'est-à-dire, le coefficient par lequel une machine simple multiplie une force appliquée.

En finance, l'effet de levier n'est pas très différent, est un concept courant qui implique la capacité d'amplifier les profits à un coût comparativement faible, bien qu'elle puisse également amplifier les pertes.

Il existe deux types de levier dans l'analyse et la gestion financier, sont utilisé pour augmenter les actifs, les flux de trésorerie et les rendements : levier opérationnel (d'exploitation), peut être atteint en augmentant les revenus ou les marges bénéficiaires. Et le levier financier de l'endettement, en empruntant des capitaux soit directement auprès d'un prêteur ou bien en émettant des titres. Aussi par d'autres techniques de levier plus spécifiques comme les produits dérivés, et le rachat d'entreprise par endettement- le Leveraged Buy Out- le LBO.

L'effet de levier financier est un des outils d'analyse les plus diffusés auprès les responsables d'entreprises. La notion de ce dernier illustre en effet une des préoccupations essentielles des dirigeants et actionnaires concernant : l'impact de la structure d'endettement d'une entreprise sur la rentabilité de ses capitaux propres.

L'effet de levier de la dette implique que sous contrainte de l'endettement qui constitue un moyen de financement et un moyen de création de la richesse. L'entreprise agit sur la structure du capital en prenant en considération la capacité d'atteindre son objectif principal de maximisation de la valeur.

Le présent chapitre vise à présenter en premier lieu une généralité sur l'endettement comme source de financement. Et en second lieu les fondements théoriques de l'effet de levier de la dette.

---

<sup>1</sup> <https://www.jungheinrich-profishop.fr/fr/guide-pro/effet-levier/> (15/03/2023 à 14:20)

**Section 01 : l'endettement comme source de financement.**

Les décisions du choix de financement occupent une place importante dans le développement des entreprises, et ceci est dû à la nécessité de maximiser la rentabilité des fonds investis d'une part et d'assurer la solvabilité d'autre part, par la constitution d'une structure de financement optimal qui combine entre les capitaux propres et les dettes.

Donc pour financer ses besoins, l'entreprise face une panoplie de moyens de financement qui ils peuvent être internes à l'entreprise tels que l'autofinancement et l'augmentation du capital ou externes obtenus auprès des pourvoyeurs externe en faisant appel à l'emprunt et les ressources assimilées.

En effet, quelle que soit la taille de l'entreprise, dans la plupart des cas elle ne peut pas se contenter uniquement de ses ressources propres pour satisfaire continuellement tous ses besoins de financement. De ce fait, elle devrait recourir aux autres modes de financement à savoir, l'endettement pour en bénéficier d'un effet de levier sur résultat de l'entreprise.

**1 La notion de l'endettement :****1.1 Définition:**

Selon *CHIHA, K. (2005)*<sup>2</sup> « L'endettement est une notion globale pour déterminer la nature de l'ensemble des moyens de financement d'une entreprise, octroyée par les prêteurs.

Selon *HONORE et ROYER (2003)*, l'endettement de l'entreprise correspond à l'ensemble des capitaux fournis par ses partenaires financiers, industriels ou commerciaux qu'elle utilise pour financer ses investissements tant en immobilisations qu'en besoin en fonds de roulement.<sup>3</sup>

L'endettement est l'ensemble des dettes d'une entreprise. implique une opération par laquelle un agent( à besoin de financement) emprunte une somme d'argent auprès d'un autre (à capacité de financement) pour une période donnée moyennant une rémunération donnée définie par un taux d'intérêt, la première partie étant le débiteur tandis que la seconde est le créancier.

L'endettement, selon la distinction entre les différentes échéances d'exigibilité des dettes « long / moyen et court terme », fait apparaître deux comportements tout à fait différents<sup>4</sup> :

1. L'un est « normale », financement partiel des actifs fixes par des crédits à moyen et long terme, normale: pas de stratégie dans ce comportement ;
2. L'autre « subi » faire appel au financement bancaire sous forme de concours bancaires ou de facilités, ce comportement peut induit un risque si les négociations ne sont pas bien menées.

<sup>2</sup> **CHIHA, K.** : « *Gestion et stratégie financière* », 1ere Edition, éd HOUMA, Alger, 2005.P176.

<sup>3</sup> **GUETSOP, S. F. A. et MAKOUET, I.** : « *Endettement et performance des entreprises* », Journal Of Social Science And Organization Management, Cameroun,2021, P5.

<sup>4</sup> **CHIHA, K.** : idem.

## 1.2 Les raisons de recours à l'endettement :

Les entreprises font souvent appel à l'endettement lorsque les autres ressources de financement (fonds propres) sont insuffisantes "besoin de financement", «L'endettement permet de substituer une source de fonds onéreuse (capitaux propres) par la dette au coût plus faible »<sup>5</sup>, Dans ce cas, l'endettement apparaît comme une ressource résiduelle de financement, avec la distinction de l'horizon temporel : court / moyen et long terme, selon le besoin exprimé. Tandis que Le financement des besoins d'investissements nécessite des dettes à moyen ou long terme correspondant à la durée de réalisation du projet d'investissement, le financement de besoins d'exploitations, fait appel à des dettes d'une exigibilité courte.

D'autre part, l'entreprise peut recourir à l'endettement pour d'autres raisons que le besoin de financement, « Modigliani et Miller ont publié un article complémentaire en 1963 En partant du même contexte, mais en levant l'hypothèse d'absence d'imposition, ils arrivent à la conclusion que l'avantage fiscal provenant du caractère déductible des intérêts d'emprunt doit **conduire les entreprises à s'endetter** »<sup>6</sup>. L'endettement peut fournir des avantages fiscaux. Cela dit, la structure financière et particulièrement la structure d'endettement de l'entreprise est importante si on veut créer de la valeur, et cela à travers les économies d'impôts réalisées sur les intérêts financiers. (**Avantages fiscaux**)

D'autres raisons peuvent être citées, « L'endettement à un pouvoir d'incitation à la performance »<sup>7</sup>.

Pour limiter le caractère déviant des dirigeants, et pour exercer le contrôle sur leurs actions. Les actionnaires sont soumis à des coûts appelés coûts d'agence. La littérature nous indique qu'une entreprise peut recourir à l'endettement pour limiter ces coûts d'agence, « L'endettement de l'entreprise peut être vu comme un moyen efficace de résoudre une partie de ces coûts d'agence des fonds propres puisque celui-ci favorise la convergence des intérêts des actionnaires et du dirigeant »<sup>8</sup>.

Dans les modèles financiers de la théorie de l'agence, l'endettement apparaît comme un moyen efficace permettant de résoudre les conflits d'intérêts qui peuvent surgir entre les actionnaires et les dirigeants. En effet, en cas d'émission de dette, le dirigeant est contraint de faire face aux versements des annuités et d'être plus performant, et de limiter son comportement discrétionnaire sur les free cash-flow et, aussi de cesser les opérations courantes de l'entreprise et d'opter pour sa liquidation. Par conséquent, on peut s'attendre à ce que le recours à l'endettement servira comme un véritable substitut au contrôle exercé par le conseil d'administration. (**Avantage disciplinaires**)

---

<sup>5</sup> LACHAARI, M. et BENMAHANE, M. : « Structure financière, coût du capital et valeur de la firme : Revue théorique autour du ratio optimal d'endettement », Alternatives Managériales et Economiques, Revue AME Vol 2, No 4, 2020, PP 107-128.

<sup>6</sup> SEVERIN, E. : « L'endettement des entreprises : incidence sur la valorisation des firmes », Edition Ethique, Lille, 2002, P 5.

<sup>7</sup> HIRIGOYEN, G. et JOBARD, J-P. : « Financement de l'entreprise : évolution récente et perspectives nouvelles », Economica, Paris, 1997, P67.

<sup>8</sup> ATRISSI, N. : « Relation d'agence et politique de financement des firmes des pays méditerranéens », Revue technique de financement et développement n°85, 2006, P 3.

Les entreprises s'endettent aussi pour permettre d'accroître la rentabilité des fonds propres, « L'entreprise, pour améliorer la rentabilité des capitaux propres, peut faire recours à des financements bancaires »<sup>9</sup>.

Selon l'apport de l'étude empirique d'*AIT SAHED, I. et AIT MOHAMMED, M.* (2018) «il existe une corrélation positive entre les deux variables dettes et rentabilité financière, c'est-à-dire à toute augmentation au niveau des dettes correspond une augmentation au niveau de la rentabilité financière. Les deux variables varient dans le même sens et avec une intensité similaire. Donc plus les dettes augmentent, plus les actionnaires bénéficient d'une rentabilité plus élevée »<sup>10</sup>. (**Levier de la rentabilité**).

## **2 L'endettement comme moyen de financement :**

### **2.1 L'endettement comme moyen de financement résiduel à moyen et long terme :**

Le financement par endettement constitue le complément indispensable externe du financement par capitaux propres.

L'endettement à moyen et long terme implique des décisions financières stratégiques de l'entreprise permettant d'atténuer les insuffisances des fonds propres pour financer les activités d'investissements.

La dette à long et moyen terme des entreprises regroupent pour l'essentiel les emprunts de nature bancaire et les emprunts obligataires. Les premiers, dits aussi « indivis », sont accordés par une institution de crédit et les seconds sont réalisés directement auprès du public.<sup>11</sup>

Il existe donc, trois modes de financement par dette à moyen et long terme :

- Le financement à moyen et long terme de nature bancaire.
- Le financement par emprunt obligataire.
- Le financement par crédit-bail.

#### **2.1.1 Le financement à moyen et long terme de nature bancaire :**

L'endettement financier des entreprises provient majoritairement via des dettes à long et moyen terme accordés par les établissements financiers ou les banques.

Les emprunts contractés auprès des établissements financiers et des banques sont dits indivis. L'interlocuteur de l'entreprise étant unique et la dette n'étant pas divisible.<sup>12</sup>

Selon *CHARLES, A. ; MAURICE, S. et REDOR, E.* : « Un emprunt est une avance de fonds ou un engagement d'avancer des fonds accordés avec ou sans garantie, à un débiteur qui est tenu de rembourser, sur demande, dans un délai fixe ou à déterminer, les fonds avancés ainsi que les frais et les intérêts payables ».<sup>13</sup>

<sup>9</sup> **VERINEMMAN, P.** : « *finance d'entreprise* », édition Dalloz, Paris, 2016, P292.

<sup>10</sup> **AIT SAHED, I. et AIT MOHAMMED, M.** : « *L'effet de l'endettement sur la rentabilité de l'entreprise* », volume 11, numero1 ,06/10/2018, P302.

<sup>11</sup> **LEVASSEUR, M. et QUINTART, A.** : « *Finance* », édition Economica, Paris,1999, P 501.

<sup>12</sup> **CHARREAUX, G.** : « *Finance d'entreprise* », 2eme édition, éd Ems, Paris, 2003, P196.

<sup>13</sup> **CHARLES, A. ; MAURICE, S. et REDOR, E.** : « *Le financement des entreprises* », édition Economica, Paris, 2014, P54.

Les emprunts auprès des banques sont accordés soit en prêt ou en crédit. Un prêt est un capital mis à la disposition de l'entreprise par un versement effectif en une ou plusieurs tranches, dont le remboursement s'effectue selon des conditions prédéterminées, tandis que le crédit implique un versement de fonds à caractère non obligatoire.

Les actions financières de l'entreprise de long terme font sous forme de prêt, d'autre part les crédits sont réservés pour les opérations à moyen terme. Et dans certain cas le financement d'un programme d'investissements se fait en jumelant un prêt et des crédits.

Selon les normes bancaires, un crédit est à moyen terme si leur durée s'échelonne entre deux (2) et sept (7) ans, le long terme s'étant le plus souvent de sept (7) à quinze (15) ans, il peut même atteindre vingt (20) ans.

### **2.1.2 Le financement par emprunt obligataire :**

L'emprunt obligataire est un emprunt de montant élevé, divisé en fractions égales appelées obligations : « titre de créance négociables », pour répondre aux besoins de financement à moyen et long terme d'un entreprise.

Contrairement à l'emprunt indivis contracté auprès d'un interlocuteur unique, l'emprunt obligataire met en relation direct un seul emprunteur (une entreprise émettrice), avec un ensemble d'investisseurs sur le marché.

Seules les sociétés de capitaux (par action) peuvent émettre des obligations, la décision doit être prise par l'assemblée générale ordinaire des actionnaires (AGO), la société doit avoir deux ans au moins d'existence, publié deux bilans approuvés par les actionnaires, appelé la totalité de son capital et publier une notice d'information visée par la commission d'organisation et de surveillance des opérations de bourse.

La réalisation de l'emprunt est généralement déléguée au conseil d'administration ou aux dirigeants et doit être effectuée dans un délai de cinq (5) ans.<sup>14</sup>

Les catégories d'obligations (ordinaires ou convertibles en actions-OCA) et leurs caractéristiques (valeur nominal, prix d'émission, prix de remboursement, taux d'intérêt) de l'emprunteur (l'entreprise émettrice) à l'égard du prêteur (bailleurs de fonds), notamment en ce qui concerne les modalités de rémunération et de remboursement du capital prêt sont définies et fixées dans un contrat financier.

Le prêteur et l'emprunteur négocient les taux d'intérêts qui peuvent être fixe, référencé, variable, révisable.

Le taux fixe veut dire que ce taux reste inchangé pour toute la durée de l'emprunt. Tandis que les autres taux : référencé change en fonction de la fluctuation des taux sur le marché, variable connu à l'issue de la période à laquelle s'applique, et le révisable il est déterminé avant la période à laquelle il s'applique.

Le financement par emprunt obligataire n'affecte pas le capital et ne modifie pas la répartition du pouvoir dans l'entreprise. A la différence des dividendes d'actions, les intérêts sont déductibles des bénéfices imposables.<sup>15</sup>

<sup>14</sup> CHARREAUX, G. : op.cit, PP200-201.

<sup>15</sup> ACH, A. et DANIEL, C.: « *Finance d'entreprise : du diagnostic à la création de valeur* », édition Hachette, Paris, 2009, P102.

### **2.1.3 Le financement par crédit-bail (leasing) :**

Le crédit-bail est une forme de financement qui constitue un substitut à l'emprunt.

Selon *BERNET-ROLLAND, L.* (2002) « C'est une opération par laquelle une entreprise demande à une société financière d'acheter à sa place un bien mobilier ou immobilier et de lui louer pendant une période convenue à l'avance, suffisante pour permettre son amortissement intégral ». <sup>16</sup>

Le leasing est défini comme un contrat de location, portant sur un bien meuble ou immeuble, assorti d'une option d'achat à un prix fixé d'avance. Il s'agit pour la société de crédit-bail (banque ou une société spécialisée) d'acquérir le bien désiré et de le mettre à la disposition du client (entreprise).

Le contrat de crédit-bail dit un contrat à « période irrévocable » : ne peut être résilié pendant la période entre la date de conclusion du contrat et la date laquelle peut être exercée l'option.

Au terme de la période irrévocable, l'entreprise au choix entre <sup>17</sup> :

- Lever l'option d'achat.
- Prolonger le contrat de location.
- Restituer le bien.

## **2.2 L'endettement comme un moyen de financement résiduel à court terme :**

Les crédits à court terme désignent l'ensemble des prêts relatives au recouvrement de (BFR) d'exploitation de l'entreprise qui n'est pas couverte par le fonds de roulement, à une durée inférieure à un an (un exercice d'exploitation), c'est-à-dire allant de quelques jours à quelques mois.

On distingue principalement :

- Les crédits de trésorerie : facilité de caisse, découvert bancaire, crédit de campagne ;
- Les crédits de mobilisation de créances : escompte, cession Dailly, affacturage.

### **2.2.1 Les crédits de trésorerie :**

#### **2.2.1.1 Facilité de caisse :**

Il s'agit d'un concours bancaire, par lequel l'entreprise est autorisée par la banque d'être en situation de débit sur son compte courant ne dure que quelques jours, permettant de palier les décalages ponctuels de la trésorerie, qui peuvent se produire entre d'une part, des sorties de fonds, et d'autre part des rentrées de fonds (échéance fin de mois par exemple).

Les comptes bénéficiant d'une facilité de caisse, doivent faire l'objet d'un suivi continu par le banquier afin d'éviter qu'il ne se transforme en découvert

#### **2.2.1.2 Le découvert bancaire :**

Selon *MAHE DE BOISLANDELLE, H.* (1998) : « Un découvert est une opération de crédit par laquelle une banque autorise un client à tirer des chèques pour un montant supérieur au dépôt existant. Le montant du découvert est généralement négocié et fixé à l'avance.

<sup>16</sup> **BERNET-ROLLAND, L.** : « *Principes de technique bancaire* », Edition Dunod, Paris, 2002, P221.

<sup>17</sup> **BARREAU, J. ; DELAHAYE, J. et DELAHAYE, F.** : « *Gestion Financière* », 14<sup>ème</sup> édition, Dunod, Paris 2005, P376.

Le coût de découvert correspond à des agios, ou crédit à court terme. Le dépassement de découvert peut-être pénalisé. »<sup>18</sup>

Le découvert est une opération de crédit à court terme, par laquelle le banquier autorise l'entreprise à rendre son compte débiteur dans une certaine limite de montant et pendant une période proprement dit plus longue que celle de facilité de caisse, qui peut être allant jusqu'à 15 jours à quelques mois selon les besoins à satisfaire. « Le découvert a une durée d'utilisation plus longue et plus continue que la facilité de caisse ». <sup>19</sup>

Le banquier fixe un plafond (montant maximal débiteur) en fonction d'un certain nombre de critères (taille, chiffre d'affaires...), et parfois le délai est aussi limité. L'entreprise va obtenir, éventuellement, un engagement de banquier pour un certain montant, le plus souvent moyennant un versement d'une commission.

Le découvert est un moyen de financement intéressant, souple, il permet de couvrir exactement les besoins de l'entreprise, donc c'est le crédit le plus approprié pour certaines entreprises à activité cyclique où le cycle d'exploitation exige d'avancer des charges avant la perception des encaissements le plus souvent tardifs. Il permet donc d'éviter les perturbations dans les temps d'écoulement.

### **2.2.1.3 Crédit de compagne :**

Le crédit de compagne est un concours bancaire destiné à financer un besoin de trésorerie né d'une activité saisonnière.<sup>20</sup>

Un crédit de compagne est un type particulier de crédit à court terme, permettant de financer les besoins de trésorerie des entreprises ayant des activités saisonnières.

Il s'agit d'un concours ou un avance de fonds autorisé et destiner par la banque aux entreprises qui, dans leurs activités, sont soumise à un déséquilibre entre leur production et la consommation. Soit elle supporte de très importants achats (décaissements) à l'entrée du cycle puis réalise des ventes échelonnées pendant l'exercice d'exploitation, soit elle décaisse très progressivement puis vende d'un coup sur le marché ses produits en fermant le cycle.

## **2.2.2 Les crédits de mobilisation de créances :**

### **2.2.2.1 L'escompte des effets de commerce :**

L'escompte commercial peut être défini comme, « l'opération de crédit par laquelle le banquier met à la disposition d'un client le montant d'une remise d'effets sans attendre leur échéance. Le recouvrement des effets, qui lui sont cédés en pleine propriété, doit normalement procurer au banquier escompteur le remboursement de son avance ». <sup>21</sup>

L'escompte d'un effet de commerce est l'opération par laquelle l'entreprise cède cet effet avant son échéance à sa banque.

---

<sup>18</sup> MAHE DE BOISLANDELLE, H. : « Dictionnaire de Gestion, vocabulaire, concepts et outils », édition ECONOMICA, Paris, 1998, P 110.

<sup>19</sup> ACH, A. et DANIEL, C. : op.cit, P106.

<sup>20</sup> ACH, A. et DANIEL, C. : Idem, P106.

<sup>21</sup> BENKRIMI, K. : « Crédit bancaire et économie financière », édition El dar El othmania, Alger, 2010, P31.

Cette opération permet à l'entreprise de mobiliser le montant nominal de la créance représentée par l'effet diminuée par des agios (intérêts et commissions) avant sa date d'échéance, elle s'analyse donc comme un crédit accordé par la banque à l'entreprise.

### **2.2.2.2 La Cession Dailly :**

En 1981, La mobilisation des créances revêt à une autre forme laquelle, la cession Dailly, "cession de créances professionnelle" apparue pour tenter de limiter les coûts relativement élevés du recours de l'escompte et afin d'élargir l'assiette de mobilisation.

La cession Dailly permet à l'entreprise d'obtenir un crédit à court terme par simple remise d'un bordereau (bordereau Dailly) représentatif des montants du créances qu'elle souhaite mobiliser, l'établissement de crédit remet à l'entreprise la somme correspondante nette d'agios .

### **2.2.2.3 L'affacturage :**

Il peut être défini comme, un contrat par lequel un établissement de crédit spécialisé, appelé factor, achète ferme les créances commerciales.<sup>22</sup>

C'est une technique par laquelle, l'entreprise a la possibilité de faire appel à une société d'affacturage (ou factor) pour la gestion et/ ou la cession de ses créances commerciales à court terme et aussi pour garantie des risques, moyennant une commission.

Il y a lieu de noter que le factor ne verse à l'entreprise qu'une fraction de montant total des factures, car celles-ci prélèvent un pourcentage afin de rémunérer et de couvrir les risques éventuels d'impayé.

## **3 Les risques liés à l'endettement :**

Un risque est une situation (ensemble d'évènements simultanés ou consécutifs) dont l'occurrence est incertaine et dont la réalisation affecte les objectifs de l'entreprise qui le subit.<sup>23</sup>

L'entreprise est une activité risquée, de ce fait, elle fait face, toujours, aux aléas qui pourraient représenter des menaces pour sa pérennité, et ses objectifs. Parfois, une phase de développement basée sur une stratégie d'endettement engage l'entreprise à supporter des risques, les principaux sont les suivants :

- Risque financier (élevé).
- Risque de faillite.
- Risque de taux d'intérêt.
- Risque de taux de change.

### **3.1 Le risque financier :**

Le risque financier correspond à la variation de la rentabilité financière imputable au seul endettement. (Risque par levier financier). Donc le risque financier est lié au mode de financement de l'entreprise.

---

<sup>22</sup> ROUSSELO, P. et VERDIE, J.F. : « *La gestion de la trésorerie* », édition Dunod, 2eme édition, Paris, 1999, P71.

<sup>23</sup> BARTHELEMY, B. : « *Gestion des risques méthode d'optimisation globale* », édition l'organisation, 2000, P13.

Le risque financier touche les entreprises fortement endettées, qui leurs oblige à faire face au règlement de charges financières (les charges fixes, qui augmentent le seuil de rentabilité).

La maîtrise des risques financiers constitue un impératif majeur assigné à la gestion financière.<sup>24</sup>

### **3.2 Le risque de faillite :**

Parmi les coûts attribués au recours à l'endettement, on trouve les couts de faillite. Lesquelles une hausse de ces dernières implique des conséquences peut être grave sur l'indépendance financière et la solvabilité de l'entreprise.

Les coûts de faillite peuvent être exprimés comme le produit de la probabilité de faillite et des coûts subis lors d'une défaillance. La probabilité de faillite représente « la possibilité » que les cash-flows de la firme soient insuffisants pour faire face aux engagements de l'entreprise portant sur ses obligations liées à l'endettement, qu'il s'agisse du remboursement des coûts fixe de la dette ( intérêts) ou du principal.

La situation de défaillance constitue la sanction possible de l'insolvabilité de l'entreprise, Le risque de faillite ainsi est définit comme étant le risque de non remboursement des dettes financières de l'entreprise. « Plus qu'une capacité d'endettement, elles jugent alors la capacité de remboursement de la firme, qui devient en quelque sorte une des conditions essentielle d'obtention de crédit »<sup>25</sup>

Un niveau de risque jugé excessif conduira les créanciers à refuser de nouveaux crédits à en limiter le montant ou à exiger une rémunération et des garanties plus importantes<sup>26</sup>.

Il existe plusieurs méthodes pour appréhender le risque de faillite relatif à une entreprise comme : Analyse patrimonial (du bilan financier), méthode de scores, la notation (rating).

### **3.3 Le risque de taux d'intérêt :**

Le risque de taux d'intérêt induit, essentiellement, de haute volatilité du rendement des emplois d'une banque avec le coût de ses ressources suite aux fluctuations des taux d'intérêt sur le marché.

### **3.4 Le risque de taux de change :**

Le risque de taux de change est le risque de perte lié à l'évolution des taux de change de la monnaie nationale traduite en monnaies étrangères sur le marché. « Le risque de change est analogue au risque de taux, c'est le risque d'observer des pertes à cause des évolutions des taux de change »<sup>27</sup> et à l'évolution et l'instabilité possible des taux d'intérêt qui constituent une source particulière de volatilité des résultats. Le risque de change est défini, aussi, comme « une perte entraînée par la variation des cours des créances ou des dettes libellées en devise par rapport à la monnaie de référence de la banque »<sup>28</sup>.

<sup>24</sup> COHEN, E. : « *gestion financière de l'entreprise et développement financier* », EDICEF, Paris, 1991, P22.

<sup>25</sup> GRIMILLET, A. et LEFEBVRE, C. : « *L'endettement de l'entreprise, politique et gestion* », Edition d'Organisation, Paris, 1978, P 65.

<sup>26</sup> BARREAU, J. ; DELAHAYE, J. et DELAHAYE, F. : op.cit, P297.

<sup>27</sup> BESSIS, J. : « *Gestion des risques et gestion Actif-Passif des banques* », Edition Dalloz, Paris, 1995, P19.

<sup>28</sup> ROUACH, M. et NAULLEAU, G. : « *Le contrôle de gestion bancaire et financière* », Edition la revue éditeur, 3ème édition, Paris, 1998, P312.

**Section 02 : Les fondements théoriques de l'effet de levier de la dette.**

L'effet de levier financier pose au responsable financier le dilemme du niveau d'endettement. Le choix du niveau d'endettement est l'une des missions de base du financier d'entreprise, qui doit maintenir une bonne allocation et distribution de ressources de financement de l'entreprise par la formation d'une combinaison structurée et équilibrée entre les fonds propres et la dette et donc une structure optimale du capital qui permette d'obtenir les meilleurs rendements positifs attendus.

En raison de l'existence d'un effet de levier financier, il serait possible de définir une structure optimale du financement, permettant de s'acquitter de l'une des missions revenant au financier d'entreprise.

Comme le rappelle *COBBAUT, R.* « l'opinion a longtemps prévalu qu'en raison de l'effet de levier de la dette il existe pour l'entreprise une structure financière optimale »<sup>29</sup>. Pour cela, il est nécessaire de bien connaître le mécanisme de l'effet de levier financier, qui désigne le choix du recours à l'endettement par une entreprise afin d'augmenter sa capacité d'investissement.

**1 Revue de littérature et théorie fondamentales de l'effet de levier financier :**

L'effet de levier financier est identifié depuis très longtemps, pratiqué par les responsables financiers, affiché dans les rapports annuels américains avant-guerre, mais c'est l'article de Modigliani et Miller qui a initié un important débat théorique quant à la portée réelle du levier de la dette dans les politiques financières des entreprises, débat encore d'actualité.

**1.1 Le levier financier et le risque systémique :**

Le levier financier est abordé pour la première fois dans les travaux de recherches, sous la préoccupation de sa relation directe avec le coefficient bêta, source de mesure du risque systématique<sup>30</sup>.

Cette problématique a été étudiée par des chercheurs tels que (*HAMADA, 1972 ; RUBEINSTIN, 1973 ; HILL et STONE, 1980 ; MANDELKER et RHEE, 1984 ; BHANDARI, 1988*). Qui ont validé empiriquement l'existence d'une relation.

Par ailleurs, les preuves empiriques sur l'association entre le degré du levier financier et le risque systémique (risque du marché) mesuré par le bêta sont mitigées :

Tandis que *MANDELKER et RHEE (1984)*<sup>31</sup> et *ALAGHI (2011)* trouvent qu'une hausse de levier financier associée par un niveau élevé des coûts fixes se traduit par une plus grande volatilité du résultat de l'entreprise implique un bêta élevée. (Relation positive).

*DARRAT et MUKHERJEE (1995)* et *LORD (1996)* ne trouvent aucune association entre le levier financier et le coefficient bêta.

**1.2 Le levier financier et la gouvernance au sein de l'entreprise :**

L'effet de levier financier est abordé sous une deuxième problématique concerne l'association de ce dernier avec les autres composants de l'entreprise.

<sup>29</sup> *COBBAUT, R.* : « *Théorie Financière* », 2ème édition, édition Economica, 1992.P329.

<sup>30</sup> *MANDELKER, G.N. et RHEE, G.* : « *the impact of the degrees of operating and financial leverage on systematic risk of common stock* », in the journal of financial and quantitative analysis, no 1, March 1984, P55.

<sup>31</sup> *MANDELKER, G.N. et RHEE, G.* : Idem, p56.

La relation réside dans les effets de l'endettement sur la gouvernance de la firme, en matière des changements dans les états managériaux et organisationnels, car la manière dont la structure du capital d'une entreprise est formée a un impact sur la gouvernance de l'entreprise et par conséquent sur la flexibilité dont dispose une entreprise pour prendre des décisions critiques<sup>32</sup>.

Dans ce sens, *BATHALA ET RAO* (1995) ; *MAK ET ONG* (1999) ont trouvé que la proportion des administrateurs externes (nouvelles actionnaires) au sein du conseil d'administration est inversement liée à l'effet de levier financier.<sup>33</sup>

*HARRIS ET RAVIV* (1988)<sup>34</sup> ; *STULZ* (1988), ont indiqué aussi que la direction des entreprises peut être contrainte d'augmenter l'effet de levier à des taux plus élevés que les taux idéaux afin de maintenir le contrôle et le pouvoir de vote des anciens actionnaires et ainsi réduire la probabilité d'un contrôle externe et que cette politique conduira finalement à améliorer et à renforcer la performance de ces entreprises.

## **2 Présentation de l'effet de levier financier :**

La présentation de l'effet de levier dans la littérature définit à la fois un outil d'analyse financière et un outil d'aide à l'établissement de politiques financières.

### **2.1 Définitions :**

*Selon GUERRIEN, B. (1997) « en finance d'entreprise, l'effet de levier désigne l'impact de la structure d'endettement d'une entreprise sur la rentabilité de ses fonds propres ».*<sup>35</sup>

*Selon VERNIMMEN, P. (2009) « L'effet de levier explique le taux de rentabilité des capitaux propres en fonction du taux de rentabilité de l'actif économique et du coût de la dette. »*<sup>36</sup>

*Selon RAMAGE, P. (2001) « L'effet de levier est la traduction de la sensibilité du résultat net à l'évolution de l'endettement ».*<sup>37</sup>

*Selon CHARREAUX, G. (2003) « l'incidence du recours à l'endettement sur le taux de rentabilité des capitaux propres est dénommée effet de levier financier ».*<sup>38</sup>

L'effet de levier désigne alors l'incidence (positive ou négative) de l'endettement financier sur le rendement de capitaux propres (par rapport à ce qu'elle aurait été sans endettement), et on appelle effet de levier la différence entre la rentabilité financière et la rentabilité économique. Qui détermine le montant maximal de l'endettement acceptable sans mettre en risque les capitaux propres de l'entreprise.

---

<sup>32</sup> **JENSEN, M.C.** : « Agency cost of free cash-flow, corporate finance and takeover », in American economic review, no 76, 1986, PP 323-339.

<sup>33</sup> **MAKNI, F.Y. ; MARRAKCHI, C.S. et ZEGHAL, D.M.** : « Impact de la structure de propriété et de l'endettement sur les caractéristiques du conseil d'administration », 27ème Congrès de l'Association Francophone de Comptabilité, Tunis, mai 2006, PP 10-11.

<sup>34</sup> **HARRIS, M. et RAVIV, A.** : « Corporate control contests and capital structure », in Journal of Financial Economics, no 20, 1988, PP 55-86.

<sup>35</sup> **GUERRIEN, B.** : « dictionnaire d'analyse économique », édition la Découverte, Paris, 1997, P292.

<sup>36</sup> **VERINEMMAN, P. and al** : op.cit, P292.

<sup>37</sup> **RAMAGE, P.** : « Analyse et diagnostic financier », éd d'organisation, Paris, 2001, P146.

<sup>38</sup> **CHARREAUX, G.** : op.cit, P 47.

2.2 Principe de l'effet de levier financier :

L'effet de levier financier correspond à une partie d'actif financée par emprunt plutôt que par capitaux propres (BRIGHAM et EHRHARDT 2008).

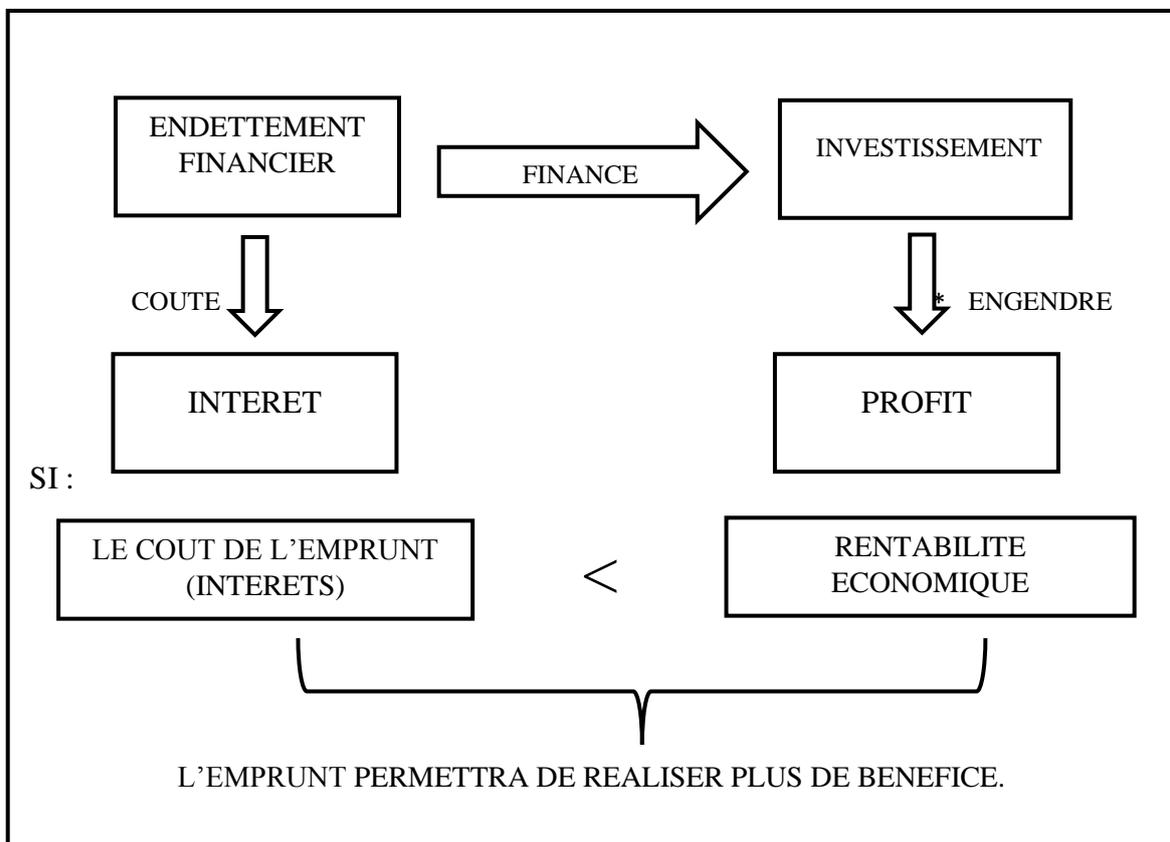
A travers l'effet de levier l'entreprise peut mesurer l'incidence de l'endettement sur la rentabilité des capitaux propres<sup>39</sup>.

Le principe de l'effet de levier est le suivant :

Lorsqu'une entreprise s'endette et investit les fonds empruntés dans son outil industriel et commercial, elle obtient sur ce montant un certain résultat d'exploitation normalement supérieure aux frais financiers de l'endettement.<sup>40</sup> Sinon ce n'est pas la peine d'investir.

Ainsi, le principe de ce dernier ne fait que retracer une vérité d'expérience évidente : si l'on peut investir -avec certitude- de l'argent avec une rentabilité supérieure à l'intérêt de la dette, qu'exigent les prêteurs, il y a tout intérêt à emprunter au maximum car chaque montant emprunté rapporte davantage qu'il ne coûte<sup>41</sup>.

Figure N01 : Le mécanisme de l'effet de levier financier.



Source : Élaboré par l'étudiante à partir de l'ouvrage de GERARD, M. : *Gestion financière*, édition Bréal, 4e éd, P178.

<sup>39</sup> VERINEMMAN, P. : Ibid.P290

<sup>40</sup> VERINEMMAN, P. : Ibid, P290.

<sup>41</sup> [http://www.bm.com.tn/ckeditor/files/note\\_mod\\_mille.\(23/03/2023 à 01:05\)](http://www.bm.com.tn/ckeditor/files/note_mod_mille.(23/03/2023 à 01:05)) « Les théorèmes de Modigliani-Miller L'effet de levier, la valeur des actifs financiers et la relation entre économie réelle et économie financière ».

### 2.3 Formulation et mesure de l'effet de levier financier

Si le principe d'un effet de levier de la dette peut s'énoncer clairement, il n'en est pas de même pour sa formalisation comme outil d'analyse et de politique financière : les modèles sont nombreux, variés, souvent réducteurs.<sup>42</sup>

Cependant, *HARRIS* et *RAVIV*<sup>43</sup> ont mis en garde contre le fait que des résultats différents et donc des interprétations probablement divergentes pourraient être obtenus lorsque différentes mesures de l'effet de levier sont utilisées.

La mesure de l'effet de levier financier dépend des ratios portent principalement sur les capitaux propres de l'entreprise et ses dettes. On en trouve principalement :

- ✓ **Le ratio d'endettement,**
- ✓ **Le ratio de couverture,**
- ✓ **Le degré sur levier financier et la rentabilité financière et économique.**

a) **Le ratio d'endettement** : « bras de levier », « levier d'endettement » : c'est une mesure habituelle de l'arbitrage fonds propres-fonds externes, permet de mesurer le degré d'endettement global d'une entreprise, et donc de déterminer le niveau de d'autonomie financière et la solvabilité de la firme, il est exprimé en pourcentage et s'obtient en effectuant le rapport :  $(D/V)$  ;  $(D/CP)$  ;  $(CP/D)$ . Et dont la valeur doit être inférieure à 1.

« Enfin la valeur du ratio  $(D/CP)$  influence la rentabilité financière : il s'agit de l'effet de levier »<sup>44</sup>

b) **Le ratio de couverture** : le ratio de couverture des intérêts, indicateur de la capacité de l'entreprise de faire face à ses charges, et couts fixes au moyen de son bénéfice d'exploitation.<sup>45</sup>

« Le ratio de couverture des frais financiers permet de déterminer la capacité que peut avoir une société à assurer le remboursement de ses dettes. Le ratio de couverture des frais financiers rapporte le résultat d'exploitation d'une société et ses frais financiers. Il se peut se traduire comme étant le nombre de fois que les intérêts sont couverts par le résultat d'exploitation dégagé par une société ». (Mataf, 2020).

Il s'obtient donc en effectuant le rapport :  $(BAII / \text{Intérêts débiteurs})$

c) **Le degré sur levier financier** : est défini comme la variation en pourcentage du bénéfice par action [BPA] qui résulte d'une variation en pourcentage donnée du bénéfice avant intérêts et impôts (BAII).

Les travaux de Vernimmen.P introduisent l'utilisation d'autres mesures de l'effet de levier, comme la rentabilité financière et la rentabilité économique :

<sup>42</sup> **THIEBERGE, C. et THOMAS, P.** : « *effet de levier* », cahier de recherche ESCP n097-135, Paris 1992, PP5-71

<sup>43</sup> **HARRIS, M. et RAVIV, A.** : « *Capital structure and the informational role of debt* », in Journal of Finance, 2003, PP 321-349.

<sup>44</sup> **BARREAU, J. ; DELAHAYE, J. et DELAHAYE, F.** : « *Gestion Financière* », 14<sup>ème</sup> édition, Dunod, Paris, 2005, P144.

<sup>45</sup> **PANDEY, I.M.** : « *Financial management* », Vikas Publishing House PVT Ltd, New Delhi, 2013, P95.

### **2.3.1 La rentabilité financière et économique comme mesure de l'effet de levier financier :**

Selon HOARAU, C. «la rentabilité est l'aptitude de l'entreprise à accroître la valeur des capitaux investies, autrement dit à dégager un certain niveau de résultat ou de revenu pour un montant donné de ressources engagées dans l'entreprise». <sup>46</sup>

La rentabilité est la capacité d'une entreprise à produire des bénéfices à partir des moyens mis en œuvre. Concrètement, c'est un rapport entre le revenu qu'elle génère et les sommes mobilisées pour l'obtenir (coûts engagés).

La rentabilité de l'entreprise peut être mesurée grâce à l'analyse de ses performances **économique et financière**. Elles sont exprimées par des indicateurs chiffrés qui ont pour objectif d'apprécier l'efficacité et l'efficacité de l'entreprise dans l'utilisation de ses ressources investies par des apporteurs de capitaux, compte tenu de la nature de ses activités et de ses objectifs escomptés. C'est donc l'outil d'évaluation privilégié par l'analyse financière.

On distingue deux types de rentabilité : la rentabilité économique et la rentabilité financière.

La relation entre la rentabilité économique et financière est fonction du montant des charges financières et du taux d'imposition. Elle est déterminée par la manière dont l'actif total d'exploitation est financé et donc par le ratio d'endettement de l'entreprise. <sup>47</sup>

Ensuite, La relation entre les deux concepts rentabilité et, le coût de la dette peut être formalisée par l'effet de levier. Par définition l'effet de levier est la différence entre la rentabilité financière et la rentabilité économique <sup>48</sup>.

D'une part, la formulation de l'effet de levier confronte le coût du financement par endettement à la rentabilité espérée des investissements, il s'agit de déterminer ex ante une structure de financement qui maximise la rentabilité des capitaux des actionnaires.

D'autre part, il importe surtout de savoir si le financement par endettement a permis une amélioration de la rentabilité financière de l'entreprise, dans ce cas il s'agit alors de comparer ex post la rentabilité économique de l'entreprise au coût moyen de son financement par endettement. <sup>49</sup>

#### **2.3.1.1 La rentabilité financière**

Selon CABANE, P. « la rentabilité financière mesure la rentabilité servie aux actionnaires » <sup>50</sup>. La rentabilité financière (Return on Equity ROE), mesure la rentabilité des capitaux propres d'une entreprise. Et permet de savoir la capacité de l'entreprise a dégagé une rentabilité avec ses fonds propres : « le taux de rentabilité financière permet d'apprécier l'efficacité de l'entreprise dans l'utilisation des ressources apportés par les actionnaires ». <sup>51</sup>

---

<sup>46</sup> HOARAU, C. : « *Maitriser le diagnostic financier* », 3eme Edition, Revue fiduciaire, 2008, P 88.

<sup>47</sup> FLORENCE, P. et EUSTACHE, B. : « *valorisation d'entreprise et théorie financière* », éditions d'organisation, France, 2003,P38.

<sup>48</sup> VERINEMMAN, P. and al : op.cit, P242.

<sup>49</sup> MATHE, J.C. et RIVET, A. : « *effet de levier et risque d'endettement* », essai de synthèse et prolongement, France, 1994, P7.

<sup>50</sup> CABANE, P. : « *L'essentiel de la finance à l'usage des managers* », édition EYROLLES, Paris, 2005, P199.

<sup>51</sup> HOARAU, C.: op.cit. , P91.

Ainsi, la rentabilité financière compare le résultat d'exploitation (après déduction des frais financiers et la charge d'impôts) avec les capitaux propres de l'entreprise : « La rentabilité des capitaux apportés par les actionnaires est généralement mesurée par le rapport entre les bénéfices réalisés par l'entreprise et le montant de ses fonds propres ». <sup>52</sup>

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

### 2.3.1.2 La rentabilité économique

Selon *CABANE.P* : « la rentabilité économique cherche à mesurer l'efficacité des actifs mis en œuvre pour mener l'activité, la rentabilité des investissements est mesurée indépendamment du mode de financement de la structure financière ». <sup>53</sup>

La rentabilité économique : dite rentabilité des capitaux investis mesure l'efficacité et la performance de l'activité industrielle et commerciale de l'entreprise à créer de la valeur, en comparant le résultat d'exploitation avec les actifs qui permettent de l'obtenir, c'est-à-dire elle rapporte le résultat dégagé par les opérations à l'actif économique.

$$\text{Rentabilité économique} = \text{Résultat d'exploitation après impôts} / \text{Actif économique}$$

Le taux de la rentabilité économique peut être aussi mesuré par le ratio suivant :

$$\text{Rentabilité économique} = \text{Résultat économique net} / \text{Capital engagé}$$

Avec :

$$\begin{aligned} \text{Capital engagé (actif économique)} &= \text{immobilisation nettes} + \text{BFR} \\ &= \text{capitaux propres} + \text{dettes financières.} \end{aligned} \quad ^{54}$$

<sup>52</sup> MATHE, J.C. et RIVET, A. : Idem, P7.

<sup>53</sup> CABANE, P. : Idem, P199.

<sup>54</sup> DELAHAYE, F. et DELAHAYE, J. : « finance d'entreprise », Dunod, Paris, 2018 , P158.

### 2.3.1.3 Effet de levier par la formule de Rf et Re :

$$EL = R_f - R_e$$

Avec :

EL : effet de levier ;

Rf ; rentabilité financière ;

Re : rentabilité économique.

### 2.3.1.4 Effet de levier par la formule du ratio de l'endettement

Le ratio d'endettement (le levier financier ou bras du levier) soit :

$$\text{Lever financier} = \text{dettes} / \text{capitaux propres}$$

Dans sa formulation usuelle le calcul de la rentabilité des capitaux propres fait apparaître un effet de levier de l'endettement.<sup>55</sup>

La formule de l'effet de l'endettement sur le taux de rendement des capitaux propres (avant impôt) est :

$$R_f = R_e + (R_e - i) \times (D / CP)$$

Avec :

i : intérêt des dettes (emprunts) ;

D : dettes

CP : capitaux propres.

**Donc la rentabilité financière égale à la rentabilité économique majorée de l'effet de levier.**

Soit :

$$EL = (R_e - i) \times (D / CP)$$

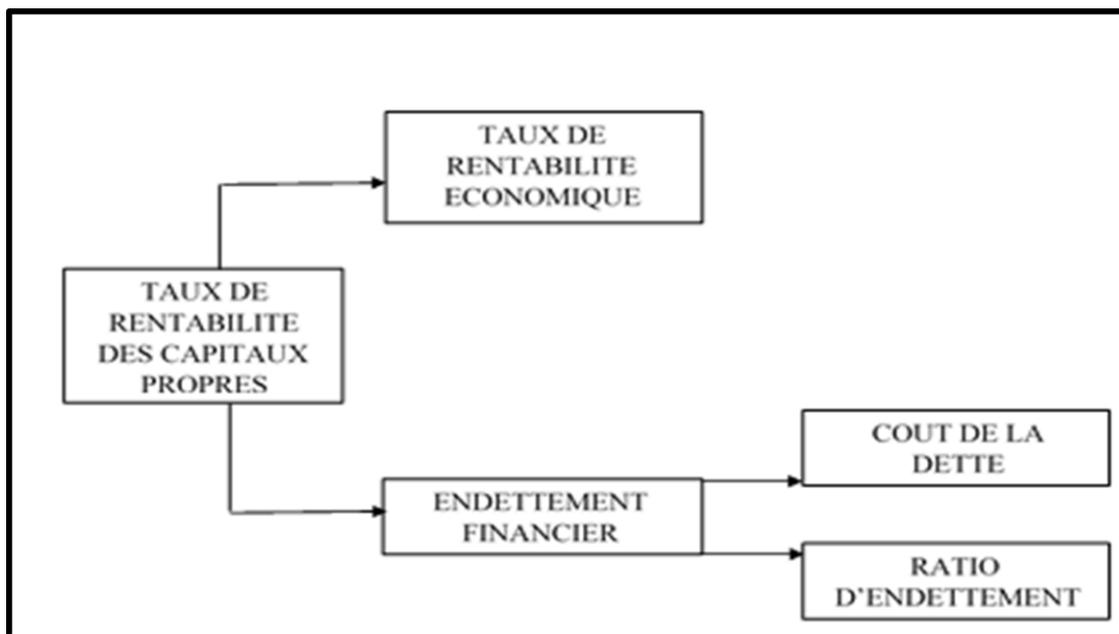
<sup>55</sup> MATHE, J.C. et RIVET, A. : op.cit, P7

La formule générale de l'effet de l'endettement sur le taux de rendement des capitaux propres (après impôt).

$$R_f = [R_e + (R_e - i) \times (D / CP) \times (1 - IBS)]$$

Avec : IBS : impôt sur bénéfice des sociétés.

Figure N 02 : Le schéma d'analyse fondé sur l'effet de levier financier.



Source : Élaboré par l'étudiante à partir de l'ouvrage de CHARREAUX, G. :« Finance d'entreprise », 2eme édition, éd Ems, Paris, 2003, P 49.

**2.3.2 L'analyse et l'interprétation de l'effet de levier financier :**

L'analyse de l'effet de levier financier repose principalement sur une comparaison entre la rentabilité des capitaux investis et le coût de la dette financière. Elle permet de savoir si le financement par endettement a favorisé une amélioration de la rentabilité des capitaux propres de l'entreprise. Et permet de mesurer trois situations :

**2.3.2.1 Effet de levier positif (amplificateur) :**

Le surplus réalisé par la différence entre la rentabilité économique et le coût de l'emprunt revient aux actionnaires et majore la rentabilité des capitaux propres. Le recours à l'endettement alors permet de dégager un bénéfice additionnel sur chaque unité monétaire supplémentaire emprunté.

$$\text{Taux d'intérêt d'emprunt } (i) < R_e = \text{augmentation de } R_f$$

**2.3.2.2 Effet de levier négatif :**

Lorsque la rentabilité économique devient inférieure au coût de l'endettement, l'effet de levier de l'endettement s'inverse et baisse la rentabilité des capitaux propres<sup>56</sup>. La rentabilité économique induite par le recour à une dette supplémentaire ne suffit pas pour compenser le coût additionnel de la dette (à cause des mauvaises performances). L'endettement vient pénaliser la rentabilité des fonds propres.

On parle alors d'effet de levier négatif (effet de massue ou de boomerang). L'entreprise doit limiter son endettement. Cela lui sera autant plus facile que les prêteurs, disposé à financer une entreprise dont la rentabilité économique est inférieure à la rentabilité des prêts, seront peu nombreux<sup>57</sup>.

$$\text{Taux d'intérêt d'emprunt}(i) > Re = \text{diminution de } R_f$$

**2.3.2.3 Effet de levier nul :**

Lorsque l'effet de levier est nul, l'endettement n'a pas d'effet sur la rentabilité financière. Car la rentabilité économique permet de compenser très précisément le coût de l'emprunt.

Les variations de la structure financière, donc celles du bras de levier n'ont aucune incidence sur la rentabilité des fonds propres, Dans ce cas on dit qu'il y a neutralité de la structure de financement.

En théorie, l'arbitrage entre la part des dettes financières et les fonds propres est favorable aux dettes financières jusqu'au moment où l'effet e levier devient nul.<sup>58</sup>

$$\text{Taux d'intérêt d'emprunt}(i) = Re = R_f$$

**2.3.3 La synthèse sur l'analyse de l'effet de levier financier :**

Le concept d'effet de levier repose sur un mécanisme d'amplification de la rentabilité économique par un facteur financier.

Le mécanisme de l'effet de levier fonctionne dans les deux sens, S'il peut accroître la rentabilité des capitaux propres par rapport à la rentabilité économique, il peut aussi la minorer quand la rentabilité économique devient inférieure au coût de l'endettement, c'est-à-dire qu'en cas de mauvaises affaires, l'effet de levier dégrade la performance sur fonds propres de façon plus profonde que si l'on n'avait pas recouru à l'endettement.

L'analyse de l'effet de levier financier permet de juger l'impact de la structure financière de l'entreprise sur sa rentabilité financière et de détecté la source d'un bon rendement des capitaux propres, et donc de choisir la ressource de financement la plus adéquate.

<sup>56</sup> VERINEMMAN, P. and al : op.cit, P292.

<sup>57</sup> GERARD, M. : « *Gestion financière* », édition Bréal, 4e éd, Paris, 2007. P179.

<sup>58</sup> GERARD, M.: idem, P179.

L'effet de levier financier affect les recettes et le bénéfice par action (EPS) de l'entreprise, Car s'il puisse augmenter la rentabilité de l'entreprise, les fonds à coût fixe permettent alors d'accroître un bénéfice supplémentaire pour les actionnaires.

L'entreprise est limiter par un risque financier (lié à la structure financière), il ne peut pas continuer à augmenter le degré de levier financier pour pouvoir augmenter les bénéfices des actionnaires. Ce levier bien qu'il puisse augmenter la rentabilité financière, en contrepartie il entraîne une augmentation du risque financier proportionnel au bénéfice supplémentaire. Ce risque qui induit par l'effet d'une dette supplémentaire peut affecter négativement le bénéfice par action. (BPA).

### **3 Le rôle et les limites de l'effet de levier financier :**

Bien qu'il s'agit d'un mécanisme d'amplification des profits et de résultats mais l'effet de levier permet aussi l'amplification des pertes!

#### **3.1 Le rôle de l'effet de levier financier dans la gestion de l'entreprise :**

- **Il permet d'identifier l'origine d'une bonne rentabilité des capitaux propres :**

L'effet de levier permet donc de détecté la source d'un bon rendement des capitaux propres, qui provient soit d'un bon rendement des capitaux employés (rentabilité de l'actif économique), soit simplement de la pure construction financière (la structure du capital d'une entreprise), c'est-à-dire de l'effet de levier. C'est là son seul intérêt.

- **L'effet de levier financier permet de manipuler la relation entre (BAII) et le (BPA) :**

Le levier financier est défini comme un outil d'amplification de l'influence des fluctuations (variations relatives). Toute variation en pourcentage du bénéfice avant intérêts et impôts (BAII) est amplifiée sur le pourcentage du bénéfice par action (BPA) **par effet de levier**. Plus le degré d'endettement est élevé, plus la variation du (BPA) est importante compte tenu de toute variation de (BAII).<sup>59</sup>

(SALEEM, RAHMAN et SULTANA, 2014), ont démontré que l'une des rôles du levier financier est envisagée dans l'intérêt d'amplifier le bénéfice avant intérêts et impôts pour pouvoir augmenter ainsi le bénéfice par action.

- **Il implique l'utilisation des ressources financières de l'entreprise à un coût fixe comparativement faible :**

L'effet de levier implique que l'entreprise acquiert des fonds à coûts fixes (intérêts) comparativement faible qui justifier alors l'amplification des bénéfices de ces actifs, de bénéfice par action et de rendement des capitaux propres. « Comme la dette comporte une obligation fixe de paiement d'intérêts, nous avons la possibilité d'amplifier considérablement nos résultats à divers niveaux d'exploitation. »<sup>60</sup>

- **Il s'agit d'un outil important de la politique financière d'une entreprise :**

L'effet de levier financier fait référence au choix du niveau d'endettement, et la manière dont la structure du capital d'une entreprise est formée, qui permettant alors de s'acquitter de

<sup>59</sup> VERINEMMAN, P. and al : op.cit, P243.

<sup>60</sup> STANLEY, B.; DANIELSEN, R. et HIRT, A.: « *Foundations of Financial Management* », McGrawHill education, sixteenth edition, 1997, P 133.

l'une des missions revenant au financier d'entreprise et de la politique financier là qu'elle de trouver la combinaison optimal de ressources propres – dettes.

- **Il s'agit d'une technique pour augmenter la liquidité disponible pour l'entreprise :**

Lorsque l'entreprise contracte un prêt ou une dette, elle reçoit des liquidités du prêteur et que ces liquidités peuvent être utilisées par l'entreprise pour diverses activités telles que l'achat de nouvelles machines ...etc.

- **Il permet de préservé le contrôle complet par les propriétaires :**

Dans le cas de financement par emprunt ou de prêt, la société est à l'obligation de rembourser le principal à l'échéance avec les intérêts périodiques et il n'y a aucun risque de donner des fonds propres à quiconque donc le contrôle complet de l'entreprise sera toujours détenu par les propriétaires,

- **Il est l'outil directeur en matière d'investissement :**

La technique de l'effet de levier financier permet de fixer la limite maximale à laquelle les activités de l'entreprise devraient être développées. Par l'analyse de l'effet de levier, il est conseillé à la direction d'arrêter de développer ses activités (surtout celle dit cyclique) au moment où le rendement anticipé d'un investissement (Re) supplémentaire est inférieur aux frais fixes de la dette (intérêts).

- **Il permet à l'entreprise de gagner la confiance de ses parties prenantes :**

L'effet de levier augmente la capacité de l'entreprise à rembourser ses dettes à l'échéance grâce aux bénéfices réalisés, ce qui lui permet d'avoir une structure financière saine. En effet, l'entreprise va gagner la confiance de ses parties prenantes (client, fournisseurs, banques...)

- **Il permet de réduire les charges fiscales :**

L'effet de levier financier est associé par des couts fixes (de la dette) qui sont fiscalement déductibles du bénéfice et du résultat imposable, ce qui implique alors la réduction des charges fiscales de l'entreprise.<sup>61</sup>

### **3.2 Les limites de l'effet levier financier :**

En finance rien n'est gratuit, comme l'effet de levier peut porter des bénéfices importants pour l'entreprise, il est bien évident qu'il portera aussi des limites :

La limite principale de cet effet réside d'une part dans l'augmentation du taux d'intérêt de la dette ; et d'autre part dans le poids des charges financières venant amputer le résultat.<sup>62</sup>

L'effet de levier a bien évidemment une autre limite importante qui est la capacité de remboursement de l'entreprise, « plus qu'une capacité d'endettement, elles jugent alors la capacité de remboursement de la firme, qui devient en quelque sorte une des conditions essentielle d'obtention de crédit »<sup>63</sup>

---

<sup>61</sup> **ALMASRI, D.E. et ELESSA, M.S.:**« *the impact of Operating and Financial leverage on stock value* », economic researcher review, Jordan, 2020, P243.

<sup>62</sup> **MATHE, J.C. et RIVET, A. :** op.cit, P7.

<sup>63</sup> **GREMILLET, A. et LEFEBVRE, C. :** « *L'endettement de l'entreprise, politique et gestion* », Edition d'Organisation, Paris, 1978, P 65.

L'endettement maximum s'apprécie à partir des flux de trésorerie prévisionnels, le montant maximal de l'emprunt est le montant maximum remboursable permis par les flux de trésorerie, notons que la trésorerie sera positive lorsque le (BFR) sera couvert par le (FR). donc c'est un avantages limités aux entreprises stables, et il est conseillé de ne pas recourir à l'effet de levier si l'activité de l'entreprise est cyclique.<sup>64</sup>

### **3.3 Les risques évoqués par l'effet de levier financier :**

En utilisant l'effet de levier, les actionnaires d'une entreprise se soumettent à un risque financier, en plus du risque économique qu'ils supportaient déjà ». <sup>65</sup>

Une illustration des risques associés à la pratique du levier de financier a été fournie par la crise économique de 1973.<sup>66</sup> Dans les années de forte expansion, les taux d'intérêts réels faibles ont permis aux entreprises de mettre en place des politiques financières largement organisées autour de l'effet de levier, concept très largement diffusé dans les manuels et les cycles de formation à la gestion. Le choc pétrolier de 1973 s'est traduit dès les premières semaines par deux phénomènes : d'une part une hausse des taux d'intérêts, et d'autre part un ralentissement économique. Cette dernière variable a conduit à une baisse des marges, amputées par ailleurs d'une augmentation des frais financiers. De ce fait, l'effet de levier a été un mode de transmission aux firmes de la crise économique générale.

Une hausse de levier financier peut entraîner des fluctuations des bénéfices de l'entreprise. , Ce qui implique une forte volatilité de ses cours des actions, qui entravera alors la comptabilisation appropriée des options d'achat d'actions détenues par les employés de la société. L'augmentation du cours des actions signifiera que l'entreprise paiera des intérêts plus élevés aux actionnaires.

Les fluctuations fréquentes des bénéfices peuvent aussi remmener l'entreprise à la faillite car elle sera incapable de faire face à ses dettes supplémentaires et de payer ses dépenses d'exploitation. Avec des dettes impayées imminentes, les établissements de crédits peuvent déposer une plainte auprès du tribunal de la faillite pour faire vendre les actifs de l'entreprise aux enchères afin de récupérer leurs dettes.

Pour les entreprises les quelles disposent des ratios d'endettement élevés, les prêteurs sont moins susceptibles pour l'octroi des dettes et des crédits supplémentaires car le risque de l'aléa moral est plus élevé. Cependant, si les prêteurs acceptent l'octroi des crédits à une entreprise à fort endettement, elle prêtera à un taux d'intérêt plus élevé, suffisant pour compenser le risque de l'aléa plus élevé.

<sup>64</sup> [https://www.manager-go.com/finance/effet-levier/\(30/03/2023 à 03 :50\)](https://www.manager-go.com/finance/effet-levier/(30/03/2023 à 03 :50))

<sup>65</sup> BODIE, Z. et MERTON, R. : « Finance », PEARSON, 3<sup>e</sup> édition, France, 2011, P94.

<sup>66</sup> THIEBERGE, C. et THOMAS, P. : op.cit, P 27.

***Conclusion :***

Dans ce chapitre, nous avons développé les bases qui mènent à la compréhension de la notion d'endettement. Nous pouvons affirmer que l'endettement est une source de financement primordiale, obéit aux conditions et contraintes d'un risque financier duquel découle les différents risques exigés par les divers créanciers, mais il s'agit d'un instrument de croissance permet à l'entreprise ambitieuse, de profiter de ce qu'on appelle «effet de levier ».

Le rôle de l'effet de levier de la dette a été démontré comme un outil important pour la prise de décisions et la détermination des éléments essentielles d'une bonne gestion financière de l'entreprise et ainsi de l'efficacité du pouvoir indicateur que possède le levier d'endettement dans le cheminement et l'orientation de la politique financière de l'entreprise notamment celle de l'investissement.

Ce rôle se traduit, au sens mesurable, par le fait que l'effet de levier implique un mécanisme d'amplification des bénéfices et des rendements de l'entreprise, et donc il affecte sa valeur.

**Chapitre02 :La valeur de l'entreprise  
Et sa relation avec l'effet de levier  
financier.**

### *Introduction :*

La théorie financière a identifié clairement plusieurs objectifs pour l'entreprise à savoir : l'accroissement de la part de marché ou du chiffre d'affaires, la pérennité de l'entreprise, la minimisation des coûts... Cependant, ces dernières décennies, l'attention a été portée sur l'objectif le plus fondamental à savoir la maximisation de la valeur d'entreprise.

La détermination de la valeur d'entreprise n'est plus une simple addition des facteurs et d'éléments juxtaposés mais elle exprime à la fois le résultat **des décisions** qui ont été prises, ainsi que **les politiques**, et **les procédures** qui y sont exercés.

Afin d'atteindre l'objectif de maximisation de la valeur de l'entreprise, il était question d'assurer une bonne prise de décisions financières au sein de l'entreprise telles que : la décision d'investissement, la décision de financement et la décision de distribution (*DUFIGOUR et GAZENGEL, 1980*).

La décision de financement est l'une des principales décisions financières de l'entreprise, par laquelle, l'entreprise est amenée à utiliser une combinaison adéquate de ressources financières : de fonds propres à l'entreprise, et de l'endettement lors d'une besoins ou insuffisance de couvertures des dépenses d'investissement. Elle est amenée ainsi à déterminer la structure du capital optimale.

Avoir une structure financière optimale peut améliorer la performance de l'entreprise et par conséquent, créer de la valeur.

Le présent chapitre vise à montrer en premier lieu les déterminants et les éléments affectants la valeur de l'entreprise, en second lieu, met en exergue la relation de la structure du capital et l'effet de levier financier avec la valeur de l'entreprise.

### Section01 : Les déterminants de la valeur de l'entreprise.

La valeur de l'entreprise correspond aux bénéfices existants et aux bénéfices potentiels qu'une entreprise peut générer, exprimés sous la forme d'une valeur qui peut être déterminée par des méthodes et des modèles de tarification appropriés (*DANG et AL. 2020*).

La valeur de l'entreprise a, toujours, attiré l'attention des chercheurs à travers le temps. Elle montre l'efficacité et la performance des éléments internes d'une organisation et reflètent la croissance de cette entreprise à long terme. Les investisseurs rationnels considèrent cet indicateur comme un signal pour prendre des décisions d'investissement en raison de la corrélation significative entre la valeur de l'entreprise et les bénéfices. Par conséquent, comprendre quels facteurs influencent la valeur de l'entreprise est une question cruciale.

#### 1 La définition de la valeur de l'entreprise :

Selon *BRECHET ET DESREUMAUX (2001)* la valeur de l'entreprise est définie comme : « une notion régulièrement mobilisée en science de gestion et l'objet d'une pluralité de regards disciplinaire sans lecture fédératrice approfondie ». <sup>67</sup>

Selon *GLIZ. A* « la valeur de l'entreprise est la valeur actuelle des revenus anticipés qu'elle est susceptible de générer ». <sup>68</sup>

Selon *LACHAARI ET BENMAHANE (2020)* « La valeur de l'entreprise dépend de la valeur du marché de ses titres ou de flux de revenus futures actualisés d'un actif susceptible d'être dégagés ». <sup>69</sup>

#### 1.1 La valeur économique :

Par une conception objective, développées par les économistes classiques et les théoriciens marxistes comme : Adam Smith, David Ricardo (1772-1823), Karl Marx, La valeur d'un bien économique est définie comme étant celle qui détermine le rapport d'échange de ce bien avec un autre bien. Elle se construit et s'explique alors à partir des éléments réels (coûts de production).

Cette conception est dite objective car ces auteurs cherchent à trouver un critère objectif, valable en tout temps et en tout lieu, qui permet de déterminer ce qui fonde la valeur de toute chose. <sup>70</sup>

Adam Smith cherche à distinguer entre la valeur d'échange (value in exchange) et la valeur d'usage (value in use), il trouve que la valeur d'échange d'un bien ou un actif est déterminée par son prix sur le marché tandis que la valeur d'usage renvoie à son utilité. Cependant Smith constate grâce au paradoxe de l'eau et du diamant que la valeur d'utilité et la valeur d'échange ne sont pas corrélées, Contrairement à ce que prétendent les classiques.

<sup>67</sup> **HOARAU, C. et TELLER, R.** : « création de valeur et management de l'entreprise » , édition Vuibert, Paris, 2001, P08.

<sup>68</sup> **GLIZ, A.** : « l'évaluation de l'entreprise », BERTI EDITIONS, Alger, 2020, P49.

<sup>69</sup> **LACHAARI, M. et BENMAHANE, M.** : op.cit, P109.

<sup>70</sup> [\(https://deshautsetdebats.blog/\(12/04/2023 à 02 :24\)](https://deshautsetdebats.blog/(12/04/2023%20%C3%A0%2002%3A24))

Les marginalistes (Walras, Jevons, Menger) affirment que la valeur d'échange est directement corrélée à la valeur d'usage, la valeur d'usage selon les marginalistes dépend de l'utilité marginale, définie comme l'utilité d'un bien ou d'un service qu'un agent tirera à la consommation d'une unité supplémentaire. Tandis que la valeur d'échange, Pour les néoclassiques notamment, ne dépend de rien d'autre que de la volonté de ceux qui l'échangent, fixée librement par contrat et déterminé au niveau global par la loi de l'offre et de la demande.

Il n'y a donc absolument aucun intérêt à essayer de déterminer une valeur objective, puisque celle-ci diffère pour un même bien, selon le temps et le lieu. Il s'agit bien d'une approche subjective de la valeur, car l'offre et la demande s'ajustent elles-mêmes en fonction de l'utilité qui dépend certes de la rareté mais aussi et surtout des préférences des consommateurs (leurs utilités). Ce qui revient à dire, finalement que rien n'a de valeur, que tout a seulement un prix.<sup>71</sup>

D'une conception objective (école classique), basée sur le travail, à une conception subjective (école néoclassique), basée sur l'utilité marginale, **la valeur a été définie par l'économiste Alfred Marshal (1890)**, comme « la résultante entre l'offre d'un bien qui est fonction des coûts (vision objective) et la demande de ce bien qui est fonction de l'utilité (vision subjective) »

### 1.2 La valeur financière :

C'est la définition de la valeur la plus pure d'un point de vue théorique consiste probablement à évoluer les actifs à leur valeur actualisée nette, sachant que la valeur de l'entreprise ne dépend pas uniquement des actifs existants, mais de quantité d'autres facteurs mesurés par actualisation des anticipations de flux de revenue.<sup>72</sup>

La théorie financière (*WILLIAMS, J-B. (1938)*) définit la valeur de n'importe quel actif financier comme la somme actualisée des flux financiers de revenus que cet actif sera susceptible de générer dans le futur.

Donc La valeur financière d'une entreprise peut être définie comme étant la valeur actuelle des cash-flows futurs et de la valeur finale prévisionnelle. « La valeur de l'entreprise est la valeur des bénéfices futurs ». *VAN HORNES (2002)*

« La valeur de l'entreprise est basée sur un flux de trésorerie que l'entreprise générera à l'avenir ». *BRIGHAM ET EHRHARDT (2008)*.

### 1.3 La valeur Comptable :

La valeur comptable est un terme qui se rapporte généralement en comptabilité à une entreprise, donc la valeur comptable de l'entreprise est égale à sa situation nette à savoir la somme de la valeur de tous les actifs de l'entreprise à laquelle on soustrait son passif.

Elle sera appelée valeur nette comptable (VNC) lorsque les amortissements ou provisions sont pris en compte Cette valeur, permet à d'éventuels repreneurs de connaître combien une entreprise vaut à la casse, une fois ses avoirs vendus et ses dettes payées.

<sup>71</sup>HOARAU, C. et TELLER, R. : op.cit, P205.

<sup>72</sup>HENNICHE, W. : « La préservation de la valeur financière de l'entreprise », Revue nouvelle économique, volume 5, Numéro 1, 2014, p 57.

Elle représente la valorisation de l'entreprise (immobilisations, capital, ...), après retraitement du bilan et du compte de résultat ; de nombreuses méthodes existent pour valoriser une entreprise (méthodes patrimoniales, méthodes de rendement, etc.)

### **1.4 La valeur actionnariale :**

La valeur actionnariale est celle qui revient à l'actionnaire, peut être définie comme étant la part du bénéfice distribuée aux actionnaires sous la forme de dividendes.

Pour l'actionnaire, l'indicateur de la valeur de l'entreprise n'est pas son bénéfice net, mais l'excédent de trésorerie dégagé par celle-ci. En effet, cet excédent de trésorerie est soit redistribué aux actionnaires sous forme de dividendes, soit il est réinvesti dans les projets rentables pour engendrer à son tour des flux de trésorerie futures, et dans ce dernier cas, les investisseurs et analystes vont intégrer la perspective des flux de trésorerie à venir dans l'évaluation de l'action de l'entreprise.

### **1.5 La valeur boursière :**

La valeur boursière peut être définie comme le résultat de la confrontation entre l'offre et la demande d'actions de l'entreprise sur le marché financier. Lorsque la demande augmente, la valeur de l'action augmente.

Chaque année, une entreprise doit présenter et publier ses comptes. Les actionnaires peuvent alors mesurer la bonne santé de l'entreprise. Si la valeur des capitaux augmente, cela signifie que l'entreprise a fait des bénéfices et qu'elle en a mis en réserve. Ceci est très rassurant pour les actionnaires et investisseurs qui voudront acheter des actions sur le marché financier.

Généralement, la valeur boursière est très liée à la valeur financière d'une entreprise car elle rassure les actionnaires.

### **1.6 La valeur partenariale :**

Elle correspond à la prise en compte par l'entreprise de l'ensemble des acteurs (cf. vision de la gouvernance de type partenarial), en intégrant également des critères environnementaux, sociaux et de gouvernance.

La valeur partenariale permet à l'entreprise d'avoir des relations « gagnant-gagnant » avec ses partenaires dans ses relations contractuelles.

Une entreprise est finalement un « nœud de contrats ». En effet, elle est en relations contractuelles avec plusieurs partenaires internes et externes (parties prenantes).

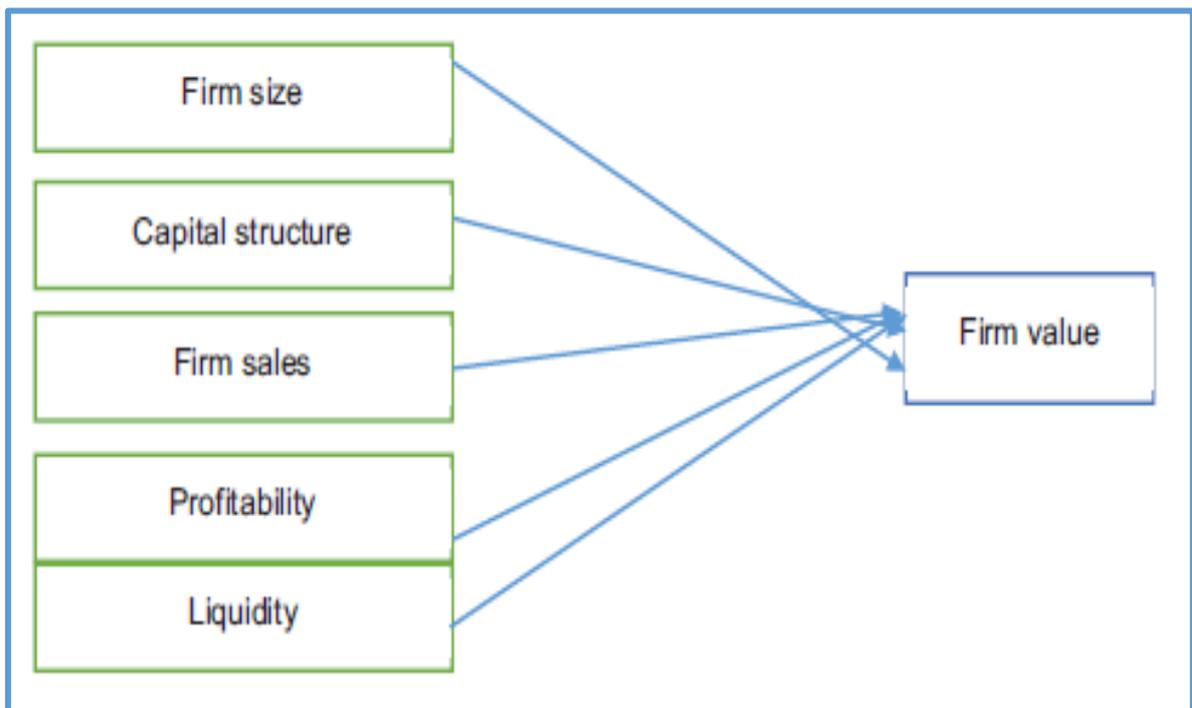
En mettant en place des relations de confiance gagnant-gagnant avec ses partenaires, l'entreprise poursuit son objectif de pérennité. La valeur partenariale souhaitée par l'entreprise lui permet ainsi de garder dans le temps la confiance et la loyauté de ses partenaires.

### 2 Les déterminantes de la valeur de l'entreprise :

L'appréciation des facteurs qui contribuent aux fluctuations de la valeur de la firme est au cœur de la question.

La valeur de l'entreprise est influencée par plusieurs facteurs internes ou externes.<sup>73</sup> Des facteurs internes comme : la structure du capital, la profitabilité, le free cash-flow, la structure de propriété, la taille de la firme, la liquidité, tandis que les facteurs externes inclus : le taux d'intérêt, l'inflation et des autres indices macroéconomiques<sup>74</sup> ...

**Figure N03 : Les déterminantes de la valeur de la firme.**



**Source:** NGUYEN, L. and al . : « *Déterminants of Firm Value* », in the Journal of Asian Finance, Economics and Business, Vol 8 No 6, 2021, PP809–817.

Les théories et les études empiriques sur la valeur, ont montré que la valorisation de la firme est affectée principalement par les éléments suivants :

- la taille de l'entreprise.
- la gouvernance au sein de l'entreprise
- la structure financière de l'entreprise.

<sup>73</sup> SUDIANI, N.K.A. and WIKSUANA, I. G.B. : « *Capital structure, investment, opportunity set, dividend policy and profitability as a firm value determinants* », in RJOAS, no9, 2018, P259.

<sup>74</sup> NGUYEN, L.; TAN, T.K.P. and NGUYEN, T.H. : « *Déterminants of Firm Value* », in the Journal of Asian Finance, Economics and Business Vol 8 No 6, 2021, PP809–817.

### 2.1 La taille de la firme comme déterminant de sa valeur :

#### 2.1.1 Les déterminants de taille de la firme :

JOHN R. BECKER-BLEASE, FRED R. KAEN, AHMAD ETEBARI, HANS BAUMANN, (2010), à travers leur étude de la relation entre la taille de la firme et sa profitabilité, montrent que La taille de l'entreprise peut être déterminée suivant les différentes théories de la firme par :

- **Les théories technologiques :**

Les théories technologiques mettent l'accent sur le capital physique et les économies d'échelle et la portée en tant que facteurs qui déterminent la taille optimale de l'entreprise et ainsi sa profitabilité.

Ces théories se concentrent sur le processus de production et l'investissement en capital physique nécessaire pour la production.

Le principe de cette théorie est que les économies d'échelle permettent de répartir les frais fixes sur des gros volumes de production, diminuant ainsi le coût moyen de production et augmenter le rendement du capital investi, qui sont associée à l'augmentation de la taille de l'entreprise.<sup>75</sup>

- **Les théories organisationnelles :**

Selon cette théorie la taille affecte la profitabilité par le biais des coûts de transaction (Williamson, 1985), les coûts d'agence (Jensen et Meckling, 1976) et étendue des coûts de contrôle.

La direction peut faire envisagée la croissance de l'entreprise par l'incitation des employés et de dirigeants à poursuivre des investissements dans le cadre du développement de l'entreprise (acheter des actifs qui n'ont rien à voir avec leur activité principale)<sup>76</sup>, ce qui implique la croissance des opportunités d'emploi et de la rémunération salariales, qui sont liée à la taille de l'entreprise.

La croissance de l'entreprise équivaut également à la hiérarchie de la firme ce qui réduit la capacité de l'entreprise à réagir rapidement à l'évolution des conditions de concurrence et au "log-rolling" "cohabitation" au sein de la bureaucratie de l'entreprise.

Etant donné que l'indicateur courant du nombre de niveaux administratifs est le nombre d'employés, plus que l'étendue du contrôle (nombre de niveaux administratifs) est important dans une organisation, plus que les couts de transaction et d'agence sont importantes.

Ainsi, les théories organisationnelles de la firme basées sur les coûts de transaction et d'agence et étendue du contrôle, prédisent qu'à un moment donné, les couts moyens par unité augmenteront et compenseront les économies d'échelle et de gamme, établissant ainsi une taille optimale pour l'entreprise en termes de profitabilité.<sup>77</sup>

---

<sup>75</sup> **BECKER-BLEASE, J.R. and al.** :« *Employees, Firm Size and Profitability of U.S. Manufacturing Industries* », in the Journal of Investment Management and Financial Innovations, Vol 7, no2, 2010, PP 7-23.

<sup>76</sup> **SAMPURNA, D.S. et ROMAWATI, E.** :op.cit , P12.

<sup>77</sup> **BECKER-BLEASE, J.R. and al.** :Ibid, P09.

- **Théories institutionnelles :**

Les théories institutionnelles lient la taille de l'entreprise à des facteurs tels que les systèmes juridiques, l'anti-trust réglementation, protection des brevets, taille du marché et le développement des marchés financiers. *KUMAR, RAJAN ET ZINGALES* (2001).<sup>78</sup>

La taille de l'entreprise peut être représentée par le total des actifs, mais comme la valeur totale des actifs détenus par l'entreprise a une valeur nominale suffisamment élevée, la taille de l'entreprise est mesurée par le logarithme naturel des actifs.<sup>79</sup>

### 2.1.2 La taille et la valeur de la firme :

Les chercheurs, depuis des décennies, examinent l'impact de « la taille de l'entreprise sur la valeur de l'entreprises. »

*NIRESH et THIRUNAVUKKARASU* (2014)<sup>80</sup> soutiennent qu'une entreprise de grande taille en raison des économies d'échelle est souvent plus efficace et à une valeur élevée. *DAWSON et BARREDY* (2018) suggère qu'une grande entreprise a plus de pouvoir sur le marché et elle est mieux placée pour en tirer de profit du marché grâce auquel il est profitable. *DAWSON et BARREDY* (2018) soulignent que la taille d'une entité commerciale est un aspect essentiel qui contribue à sa profitabilité et sa valeur marchande, De même, *TANGEN* (2003) indique que le coût des produits dans une entreprise à grande échelle par rapport à une entreprise de petite taille est significativement faible car la profitabilité des grandes entreprises est plus élevée *KATO et AL* (2002).

Des études antérieures confirment également l'association entre la taille et la valeur de la firme *CAPON* (2013). *BERGER et DI-PATTI* (2006) suggèrent que la taille de l'entreprise est un facteur prédictif essentiel de la valeur d'une entreprise, parce que généralement plus que l'entreprise est diversifiées, plus que elle est bien gérée, et a un seuil élevé d'absorption des risques. Au contraire, les petites entreprises ont moins de capacité pour résoudre le problème d'asymétrie d'information en raison duquel leurs performances sont bien inférieures que celle des grandes firmes.

Aussi , une entreprise de grande taille par rapport à la petite entreprise à plus de pouvoir de négociation dans la chaîne de valeur d'approvisionnement, ce qui contribue à sa rentabilité.

Les grandes entreprises, grâce à leurs vastes ressources, peuvent se permettre d'acheter les meilleurs sites, d'acquérir une technologie supérieure, et attirer et retenir les meilleurs talents possibles. *DAWSON et BARREDY* (2018) ont constaté que la taille de l'entreprise est directement associée à des performances élevées.

D'autre part, en utilisons le logarithme naturel du total des actifs pour mesurer la taille de l'entreprise, sur la base des études de *SAONA et MARTIN* (2016) et *AGGARWAL et PADHAN* (2017). Certaines études empiriques ont récemment montré que la taille et la valeur d'une entreprise sont significativement et positivement corrélées [*DANG et AL* (2019) ; *AGGARWAL et PADHAN* (2017) ; *SAMPURNA et ROMAWATI* (2020) ; *ANTON* (2016)].

---

<sup>78</sup> **BECKER-BLEASE , J.R. and al** :Ibid , P10.

<sup>79</sup> **SAMPURNA, D.S. et ROMAWATI, E.** : op, cit, P13.

<sup>80</sup> **MAQBOOL-SHAH, F. et ANWAR-KHALIDI, M.** :« *Determinants of Firm Value in Shariah Compliant Companies* », College of Management Sciences, Volume 15, Issue 1, 2020, P90.

Pour étayer cette opinion, *HIRDINIS* (2019) a déclaré que plus la taille de l'entreprise est grande, plus elle entraînera indirectement une augmentation de la valeur de l'entreprise. Cependant, les études d'*OBRADOVICH* et *GILL* (2013), *SAONA* et *MARTIN* (2016) et *SHAH* et *KHALIDI* (2020) ont fait valoir que la taille de l'entreprise a une influence négative sur la valeur de l'entreprise.<sup>81</sup>

### 2.2 La gouvernance et la valeur de la firme :

L'analyse de la gouvernance d'entreprise (la manière dont les actions discrétionnaires des dirigeants sont exercées pour satisfaire les intérêts des actionnaires) a été largement effectuée dans le cadre de la théorie de l'agence, concentrée essentiellement sur la divergence d'intérêts dirigeant-actionnaires (*JENSEN* et *MECKLING*, 1976).

La notation de la gouvernance d'entreprise est devenue une pratique de plus en plus courante suite aux dysfonctionnements observés au sein de diverses entreprises au cours des dernières décennies. Comme une solution<sup>82</sup> pour réduire le problème d'agence Les entreprises modernes appliquent la séparation entre les fonctions de propriété et de contrôle de la richesse en raison du pouvoir exercé et de son impact (*BERLE* et *MEANS*, 1932).

D'après (*HOARAU. C*, 2008), L'objectif assigné à la gouvernance d'entreprise, à travers ses différents mécanismes, tels que : contrôle interne, transparence et bonne communication financière, est de rendre l'entreprise performante, efficiente et de créer d'avantage de valeur, et a contrario, une mauvaise gouvernance fait courir à l'entreprise des risques de sous performance. Et selon (*BERK. J, DEMARZO. P*, 2014), elle est, destructive de la valeur et couteuse pour l'entreprise et ses actionnaires.<sup>83</sup>

La littérature sur l'influence de la gouvernance au sein de la firme sur la performance des entreprises s'est développée ces dernières années.

Bien que plusieurs études montrent qu'il existe une relation directe entre la gouvernance et la valeur de l'entreprise comme celle de (*CONNELLY* et *AL*. 2017 ; *NGUYEN* et *AL*. 2018 ; *ALABEDE*.2016 et *ASHRAF*. 2017) prouvent que la taille du conseil d'administration a un effet positif significatif sur la performance financière donc sur la profitabilité. Le comité d'audit comme un mécanisme de gouvernance d'entreprise a un impact positif sur la performance financière donc sur la profitabilité et il est important de créer une responsabilité d'entreprise qui augmentera la confiance dans les états financiers (*LAING* et *WEIR*, 1999).<sup>84</sup>

Cependant<sup>85</sup>, certains chercheurs examinent également l'effet indirect entre la gouvernance d'entreprise et la valeur de l'entreprise.

<sup>81</sup> **NGUYEN, L.; TAN, T.K.P. and NGUYEN, T .H.** : op,cit, PP 810-811.

<sup>82</sup> **MYERS, S.C.:** «*capital structure*» in Journal of Economic Perspectives,Volume 15, No 2 ,2001,PP81–102.

<sup>83</sup> **DRAOU, I. et DOUAH, B.** :« *impact de la gouvernance de l'entreprise sur la creation de la valeur* », North African Review of Economics and Management, Vol 05- N° 01,2018, P08.

<sup>84</sup> **GUNADI, N. and al.** : «*Impact of Structural Capital and Company Size on the Growth of Firm Value through Financial Performance with Good Corporate Governance as a Moderating Variable : Property and Real Estate Business in Indonesia* », in International Journal of Economics and Business Administration Volume VIII, no 4, 2020, PP 332-352.

<sup>85</sup> **RACHMAT, R.A.H. and al.** :« *Corporate Governance And Firm Value : The Mediating Role Of Intellectual Capital Disclosure In Indonesian Manufacturing firms*», in the European Journal of Molecular & Clinical Medicine, Volume 7, Issue 2, 2020, PP 2515-8260.

- **Premièrement**, en examinant l'effet de la gouvernance sur la valeur d'une entreprise en incluant l'effet de levier comme effet médiateur, les résultats montrent que l'effet de levier financier médiatise l'effet de la taille du comité d'audit sur la performance pour les grandes entreprises (*DETTAMRONG, CHANCHARAT et VITHESSONTHI, 2017*).
- **Deuxièmement**, plusieurs études ont examiné l'effet d'une bonne gouvernance sur la valeur de l'entreprise en utilisant l'investissement en recherche et développement comme médiation/modération. Des études empiriques d'entreprises enregistrées dans l'industrie informatique chinoise au cours de la période 2007-2008 ont montré que l'investissement en R&D n'était pas modéré, mais modifiait la relation entre la gouvernance et la performance de l'entreprise (*ZHANG, CHEN et FENG 2014*).
- **Troisièmement**, examiner l'effet d'une bonne gouvernance sur la valeur de l'entreprise en utilisant la gestion des bénéfices comme variable intermédiaire (*ACHYANI, TRIYONO et WAHYONO 2015*). Les résultats montrent que la gestion des bénéfices ne modifie pas l'effet des pratiques de gouvernance d'entreprise sur sa valeur. Cela montre que le rôle du comité d'audit a pu augmenter la valeur de l'entreprise lorsqu'il détecte une gestion du résultat effectuée par les dirigeants de l'entreprise.

### 2.3 La structure du capital et la valeur de la firme :

La structure du capital représente le plan financier directeur de la société, et qui reflète l'efficacité d'une organisation à utiliser la dette (*ENDRI et FATHONY, 2020*). Cette structure regroupe la dette et les capitaux propres qu'elle utilise l'entreprise pour financer ses activités et sa croissance à long terme, la dette se compose habituellement d'obligations et de prêts, alors que les capitaux propres sont constitués généralement d'actions et d'actions privilégiées.<sup>86</sup>

L'analyse de la relation entre la structure du capital, et la valeur de la firme, entamée il y a une vingtaine d'années par *MODIGLIANI et MILLER*, reste encore de nos jours le thème central de la théorie financière de la firme.

Dans leurs articles bien connus de 1958 et 1963, *MODIGLIANI et MILLER* démontrent, dans le cadre de l'hypothèse de marchés parfaits et en l'absence d'impôts sur les bénéfices, que le choix entre différentes sources de financement est sans conséquence sur la valeur globale de la firme. La prise en compte de la déductibilité fiscale des intérêts, en contexte de marchés parfaits, amène en outre ces auteurs à conclure que l'utilisation de fonds d'emprunt se traduit alors à la fois par une baisse constante du coût global du financement et par une augmentation correspondante de la valeur de la firme.

Le développement de l'effet de la structure du capital sera mentionné dans l'intégration des contraintes d'imperfections du marché par le biais des coûts d'agence et d'asymétrie d'information, ce qui est évoqué par la théorie du compromis-Trade-Off Theory (TOT) et de l'ordre hiérarchique- Pecking-Order Theory(POT). Ces théories expliquent l'effet de la dette sur la structure du capital et la valeur de la société en prenant en compte les contraintes d'imperfection des marchés financiers d'après des études spécifiques à chaque supposition suggérée. Selon la théorie du compromis, une fois que la dette est utilisée de manière

<sup>86</sup> <https://www.fidelity.ca/fr/investoreducation/fixedincomesolutions/understandingcapitalstructure/>(20/04/2023 à 02 :46)

appropriée, le montant plus élevé de la dette conduira à une valeur d'entreprise plus élevée (MYERS, 1977). Aussi comme l'a déclaré (DURAND, 1952) l'entreprise est susceptible d'utiliser plus de dette pour gagner de la valeur.

Depuis leurs travaux de pionniers, un grand nombre d'auteurs ont repris leurs conclusions tantôt pour démontrer leur validité, tantôt pour adopter une attitude diamétralement opposée aussi bien sur le plan théorique que dans celui de l'observation statistique.<sup>87</sup>

Donc, les résultats de ces auteurs sont contradictoires, d'un côté, il est montré que la structure du capital a un effet bénéfique sur la valeur de l'entreprise ( RIZQIA et SUMIATI,2013 ; HIRDINIS,2019 ;JONG et AL 2011 ; PEREZ-GONZALEZ etYUN,2013 ) d'autres concluent que cette relation a une corrélation négative( DANG et AL,2019, SHAH et KHALIDI,2020 ; SAMPURNA et RAMAWATI,2020).<sup>88</sup>

### 3 Les contraintes et les conditions de valorisation de la firme :

#### 3.1 L'apport de la théorie des coûts l'agence :

La théorie de l'agence tire son nom de la relation d'agence, thème central de cette analyse théorique.

Une relation d'agence (principal/agent) naît dès lors qu'une personne en engage une autre pour accomplir une mission nécessitant une délégation du pouvoir de décision. Selon JENSEN et MECKLING (1976), « Une relation d'agence est un contrat par lequel une personne (le principal) engage une autre personne (l'agent) pour réaliser un service pour son compte impliquant la délégation d'une certaine autorité de décision ». <sup>89</sup> Comme les deux parties (le principal et l'agent) maximisent leur utilité, alors il est vraisemblable que l'agent n'agira pas toujours dans l'intérêt du principal.

La relation d'agence entre les propriétaires du capital d'une entreprise et les dirigeants (managers) non propriétaires est une situation qui selon JENSEN et MECKLING (1976) correspond à une relation d'agence typique (pure).

« La théorie d'agence repose sur deux hypothèses comportementales, premièrement, tous les individus sont supposés agir de façon à maximiser leur fonction d'utilité, deuxièmement ils sont capables d'anticiper rationnellement et sans biais, l'incidence des relations d'agence sur la valeur future de leur patrimoine »<sup>90</sup>

Le problème d'agence (propriétaire/dirigeant) constitue un cadre opportun pour comprendre l'imperfection des relations entre les propriétaires et les dirigeants des sociétés. Qui résulte à partir des caractéristiques des relations contractuelles qu'il y a entre les deux agents suit à la délégation du pouvoir de décision et à l'engagement entre les deux parties de la relation.

La délégation du pouvoir de décision résulte quand le propriétaire (actionnaire) confie la gestion de l'entreprise à une personne spécialisée dans cette activité (manager ou dirigeant), donc le management est assuré par le dirigeant qui est amené à gérer les intérêts de

<sup>87</sup> KHOURY, N.T. et MEDINA, E. : « La structure du capital : une synthèse des orientations théoriques et empiriques de la dernière décennie ». L'Actualité économique, 1985, 61(3), PP362–387.

<sup>88</sup> NGUYEN, L. and al. :op.cit, P811.

<sup>89</sup> JENSEN, M. et MECKLING, W. : « Theory of the firm : managerial behaviour, agency costs, and owner ship Structure ». Journal of Financial Economics. 3, 1976, PP 305-360.

<sup>90</sup> CHARREAU, G. : « de nouvelles théories pour gérer l'entreprise », Edition Economica, Paris, 1987, P25.

l'actionnaire par la gestion des ressources qu'il apporte et par le contrôle des investissements et la pérennité de l'entreprise. L'actionnaire bénéficie certes des profits générés par l'entreprise, il se contente de percevoir des dividendes substantiels et souhaite que le cours de ses actions soit le plus élevé. Cependant, *JENSEN et MECKLING* (1976) ont déclaré que « si l'entreprise est gérée par des managers qui ne sont pas propriétaires, il y aura des écarts par rapport à l'objectif de maximisation de la valeur de l'entreprise »<sup>91</sup> il est donc peu probable que le dirigeant prenne soin des intérêts de l'actionnaire avec la même vigilance que s'il s'agit de sa propre capital car il ne détient au mieux qu'une partie des actions de la firme.

Car le manager sous des conditions d'opportunisme peut avoir d'autres objectifs en tête en poursuivant ses propres intérêts au détriment des intérêts de l'actionnaire, il peut faire des dépenses inutiles en agissant conformément à ses intérêts et objectifs personnels, privilégier la croissance de la firme pour renforcer sa puissance et accroître le prestige de sa fonction et surtout d'avoir des projets grandioses et non rentables, ce qui entraîne des problèmes d'agence entre l'actionnaire, le créancier et la direction de l'entreprise.

Selon *JENSEN et MECKLING* (1976) Les problèmes d'agence peuvent entraîner des coûts d'agence, sont définies comme la somme de <sup>92</sup>:

1. les dépenses de surveillance par le mandataire (principal : actionnaire) : pour vérifier que la gestion du dirigeant est compatible avec leur propre intérêt.
2. les dépenses de cautionnement par le mandant (l'agent : manager) : pour signaler aux actionnaires la bonne qualité de sa gestion
3. la perte résiduelle : qui proviennent de l'impossibilité de contrôler parfaitement la gestion du dirigeant, surtout quand le coût marginal de ce contrôle excède son revenu marginal.

### « Qui réduisent la valeur de l'entreprise ».<sup>93</sup>

Les coûts d'agence peuvent apparaître sous diverses formes telles que les comportements de gestion de l'intérêt personnel, les consommations indirectes, le renoncement au travail, les décisions d'investissement non optimales et la fraude d'entreprise (*HENRY*, 2006).

Les effets néfastes de ce type de coûts peuvent nuire à la performance financière de l'entreprise, à la richesse des actionnaires et donc sur la valeur de l'entreprise. L'émergence de ces effets néfastes a souligné l'efficacité des mécanismes d'entreprise et de contrôle car d'une part, les coûts d'agence (des fonds propres) liés aux contrôles que les actionnaires doivent effectuer sur les managers afin de limiter leur comportement opportuniste. Et d'autre part celles les coûts d'agence liés aux dettes financières entre actionnaires et créanciers qui sont générés par le contrôle exercé par les créanciers pour discipliner les actionnaires et les dirigeants.<sup>94</sup>

<sup>91</sup> **BAYKARA, S. et BAYKARA, B.** : « *the impact of agency costs on firm performance : an analysis on bist sme firms* », Press Academia Procedia (PAP), volum 14, 2021, PP28-32.

<sup>92</sup> **JENSEN, M. et MECKLING, W.** : op.cit.PP 305-360.

<sup>93</sup> **BAYKARA, S. et BAYKARA, B.** : op.cit, P28.

<sup>94</sup> **KEBEWAR, M.** : La structure du capital et son impact sur la profitabilité et sur la demande de travail : analyses théoriques et empiriques sur données de panel françaises ». Thèse de doctorat en Économies et finances.Université d'Orléans, 2012. P 109.

Ces coûts sont devenus un facteur clé qui reflète l'efficacité et l'efficacité des **politiques d'endettement (structure du capital) et de gouvernances de l'entreprise.**<sup>95</sup>

### 3.1.1 Les coûts d'agence et gouvernance de l'entreprise :

La gouvernance d'entreprise est l'ensemble des mécanismes d'orientation, d'évaluation et de contrôle qui définissent la politique de gestion d'une entreprise, et qu'elles ont pour but d'instaurer un équilibre et une transparence dans la répartition et le contrôle du pouvoir et des pertes importantes enregistrées par l'entreprise (*ENRON et WORLDCOM*, 2000).

La théorie de l'agence apparaît aujourd'hui comme l'explication théorique dominante des phénomènes de gouvernance d'entreprise (*DAILY, DALTON et CANNELLA*, 2003 ; *ZATTONI et CUOMO*, 2010).

(*CHARREAUX. G, WRITZ.P*, 2006), et suivant le modèle traditionnel de la théorie de l'agence présenté par (*JENSEN et MECKLING*, 1976) considèrent que, les divergences d'intérêts entre les actionnaires et les dirigeants induisent à des coûts d'agence qui correspondent aux pertes dues à l'appropriation privée de bénéfices par les dirigeants et les actionnaires majoritaires au détriment des petites porteurs, et qui sont supportées par les actionnaires minoritaires. Ceci, représente les limites de l'approche disciplinaire actionnariale de la gouvernance. **Pour réduire ces pertes, plusieurs mécanismes (le contrôle, l'incitation, la surveillance...)** doivent intervenir, pour réduire les effets indésirables des conflits d'agence.<sup>96</sup>

Le conseil d'administration en tant qu'un mécanisme interne de la gouvernance, qui est chargé de représenter les intérêts des actionnaires, il apparaît comme l'instance suprême de contrôle au niveau de l'entreprise. A été accordée une importance particulière concernant la relation directe des caractéristiques de ce dernier (**la taille et l'indépendance**) avec les coûts d'agence.<sup>97</sup>

D'une part, selon *JENSEN* (1993), un conseil d'administration de taille raisonnable (sept à huit membres) serait plus efficace car il permettrait une meilleure coordination et surveillance, des décisions plus rapides et **une réduction des coûts d'agence.**<sup>98</sup> Cependant, selon *YERMACK* (1996) un grand taille du conseil d'administration peut agir par des difficultés de communication entre les membres et des coûts élevés lors de la prise de décisions communes. Dans ce sens *CORE et AL* (1999) montrent que la rémunération du dirigeant est plus élevée dans les entreprises ayant beaucoup de problèmes d'agence et présentant une faible structure de gouvernance qui se manifeste, entre autres, par une grande taille du conseil d'administration.

D'autre part, La séparation entre la propriété et le pouvoir décisionnel (la direction) allaient resurgir avec la publication de l'ouvrage de *BERLE et MEANS* 1932 : « the modern corporation and private property », cette séparation apparaît à travers la mise en place d'un

<sup>95</sup> **BAYKARA, S. et BAYKARA, B.** : Idem, P28.

<sup>96</sup> **DRAOU, I. et DOUAH, B.** : op.cit.P10.

<sup>97</sup> **BENHALIMA, I.** : l'impact de la gouvernance bancaire sur la performance financière , thèse de doctorat en finance d'entreprise, l'école supérieure de commerce à Alger, 2019, P37.

<sup>98</sup> **DAQUAN, G. and al.** :« *Corporate Governance, Agency Costs, Corporate Sustainable Development : A Mediating Effect Analysis*», in *Discrete Dynamics in Nature and Society*, China, 2021, PP1-15.

conseil d'administration indépendant, et cela incite les propriétaires à s'assurer que les dirigeants ne s'écarteront pas de leurs objectifs, ce qui nécessite la gestion des coûts d'agence.

Dans ce sens, plusieurs études suivant la théorie d'agence, ont montré que l'indépendance de conseil d'administration à une relation positive avec la performance de l'entreprise et permet de réduire les coûts d'agence.<sup>99</sup>

### 3.1.2 Les coûts d'agence et la politique d'endettement :

Si l'endettement est choisi comme une source de financement résiduelle dans l'entreprise, cela implique l'émergence de comportement rationnel et d'opportunisme des agents dans cette entité, Ce comportement peut être distingué en deux types de relations <sup>100</sup>:

#### 3.1.2.1 L'endettement et les coûts d'agence des fonds propres, relation actionnaires / dirigeant :

Comme on l'a vu auparavant, le conflit d'intérêt entre le dirigeant et les actionnaires, provoque des coûts d'agence des fonds propres.

Pour résoudre le problème des coûts d'agence des fonds propres, l'endettement peut être vu comme mécanisme de gouvernance obligeant les dirigeants à honorer leur engagement d'une part, et permet de faire adhérer les actionnaires et les dirigeants aux mêmes objectifs car elle favorise la convergence des intérêts entre les actionnaires et le dirigeant d'autre part, ce qui implique la réduction des coûts d'agence.

En cas d'émission de dette, le dirigeant est contraint de faire face aux versements des annuités (*JENSEN et MECKLING* (1976), d'être plus performant (*GROSSMAN et HART* (1982)), de limiter son comportement discrétionnaire sur les free cash-flow (*JENSEN* (1986) et *Stulz* (1990))<sup>101</sup>, en conséquence, les flux de liquidités libres seront amoindris (*JENSEN* 1986). <sup>102</sup>De plus, l'endettement réduit ces coûts d'agence en donnant aux prêteurs le droit de provoquer la liquidation si l'entreprise n'arrive pas à faire face au remboursement (*HARRIS et RAVIV* (1990)).

Par ailleurs, la dette résout le problème de surinvestissement, et la direction sera attentive à la réussite de ses projets d'investissement financés par la dette, car le paiement d'intérêts de la dette et le remboursement de la dette (à échéances fixes) diminuent les flux de liquidité et en même temps les coûts d'agence. Enfin, l'endettement augmente le risque de faillite qui est très coûteuse pour le dirigeant, car il sera sujet à un fort contrôle de la part des actionnaires, vu l'augmentation de probabilité de faillite, elle peut engendre alors une perte de son pouvoir et de son réputation (*GROSSMAN et HART* 1982), donc, la dette incite le dirigeant à doubler davantage son effort, ce qui augmente la profitabilité de l'entreprise et permet de réduire les coûts d'agence.<sup>103</sup>

<sup>99</sup> **RACHDI, H. et EL GAIED, M.** : « *l'impact de l'indépendance et la dualité du conseil d'administration sur la performance des entreprises : application au contexte américain* », revue libanaise de gestion et d'économie, volume 2, issue 3, 2009, PP 127-150.

<sup>100</sup> **JENSEN, M. et MECKLING, W.** : op.cit, P313.

<sup>101</sup> **MAKNI, F.Y. and al.** : op.cit. P10.

<sup>102</sup> **KEBEWAR, M.** : op.cit, P108.

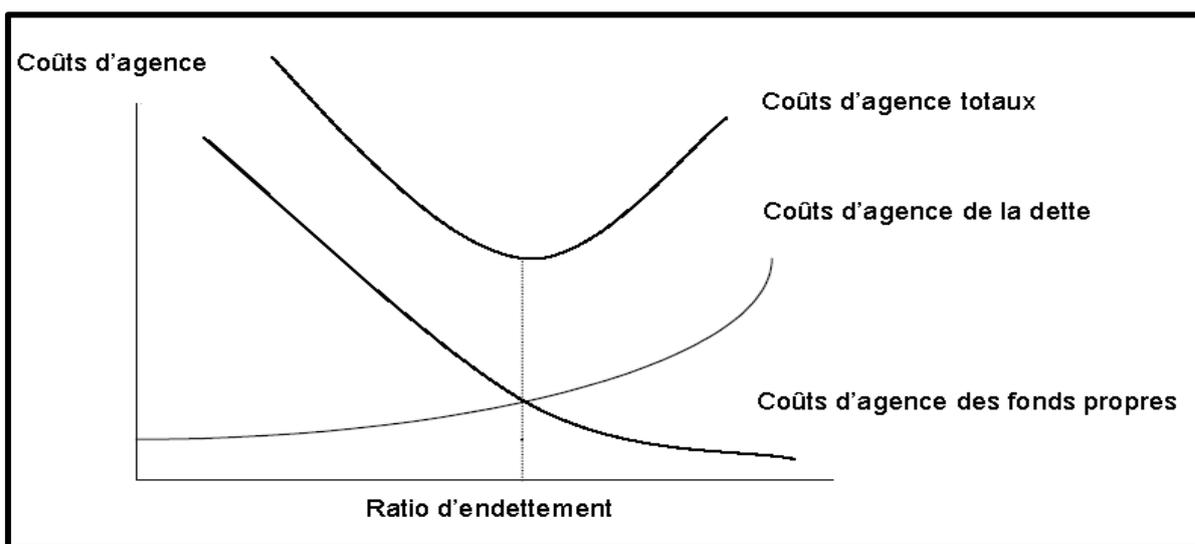
<sup>103</sup> **BENHALIMA, I.**: op .cit, P 41.

### 3.1.2.2 Les coûts d'agence de la dette, relation actionnaires / créanciers :

Selon *JENSEN et MECKLING (1976)*, les coûts d'agence de la dette proviennent du problème de substitution d'actif. Ils montrent que la dette incite les actionnaires à investir de façon sous optimale, c'est-à-dire d'investir dans des projets très risqués. En effet, les actionnaires vont bénéficier des profits nets de ces investissements risqués (plus risque /plus rendement), tandis que les prêteurs risquent de ne pas être remboursés si le projet échoue. Dans ce cas, et suite à l'asymétrie d'information qui existe de la part de l'actionnaire les prêteurs vont rationaliser leurs crédits et exiger un rendement supérieur sur leurs fonds prêtés pour se protéger contre l'aléa moral. Ainsi, l'entreprise engage des coûts d'audit et de monitoring pour rassurer les créanciers.

Par ailleurs, les coûts d'agence de la dette proviennent aussi de problème du sous-investissement qui est basée essentiellement sur la notion d'opportunité d'investissement (*MYERS 1977*)<sup>104</sup>. Si l'entreprise augmente les dividendes versés en utilisant les fonds endettés ou par diminution des investissements (la dépendance de la politique distribution des dividendes et politique d'investissements). Les prêteurs alors peuvent être lésés, et ceci les incite à augmenter leur rendement sur leurs apports de fonds.

**Figure N04 : Les coûts d'agence et l'endettement.**



**Source : KEBEWAR, M. :** *La structure du capital et la profitabilité : Une étude empirique sur données françaises en panel*, Thèse de doctorat en Économies et finances, Université d'Orléans, 2012, P110.

<sup>104</sup> **MYERS, S.C. :** «*capital structure*», in *Journal of Economic Perspectives*, Volume 15, No 2 ,2001, P97.

### 3.2 L'apport de la théorie du signal :

#### 3.2.1 La problématique d'asymétrie d'information :

La théorie de signal est complémentaire de la théorie d'agence et vient dans le même contexte de l'imperfection des marchés, pallier les insuffisances de la théorie des marchés à l'équilibre, et supporté des contraintes à la valorisation de l'entreprise. Mais, à la différence, qu'elle n'intègre pas la dimension conflictuelle qui résulte par la divergence des objectifs et intérêts individuels des agents qui sont dans l'obligation de coopérer. En cela, la théorie de signalisation est une théorie de la communication entre les agents ; les aspects conflictuels sont exogènes à l'analyse, alors même qu'ils sont la justification des développements de la théorie de l'agence.<sup>105</sup>

La théorie de signal fondée sur l'hypothèse d'une asymétrie d'informations entre les dirigeants d'entreprise et ses investisseurs extérieurs (les actionnaires ou les épargnants) sur les marchés des capitaux. Et sur l'hypothèse que les dirigeants en tant que la partie mieux informés sur la valeur du cash-flow des projets d'investissement (les flux de trésorerie disponibles d'une entreprise).<sup>106</sup> Ont recours à des signaux pour convaincre les investisseurs (les créanciers) ainsi les marchés, des qualités supérieures que présente leur entreprise.<sup>107</sup> Et afin de réduire les coûts dus à cette asymétrie d'information qui peut avoir des conséquences néfastes sur la firme.

Selon ROSS (1977)<sup>108</sup>, certaines décisions financières (l'autofinancement, l'endettement, l'augmentation du capital, la politique de distribution de dividende et l'investissement...) et spécifiquement celle de financement, peut être constituer un moyen de communication et elles sont qualifiées de signal. A travers l'analyse de la structure financière des entreprises, il avait conclu que la structure du capital d'une entreprise peut être un signal envoyé de la part des dirigeants aux créditeurs pour les informer de la bonne gestion et la performance de l'entreprise. et de l'absence de comportements opportunistes entre agents, donc toute variation dans la politique financière de l'entreprise implique une variation de la perception de l'entreprise par les créditeurs et constitue donc un signal pour le marché.

L'asymétrie d'information provoque des problèmes de risque **moral et de sélection adverse** entre les emprunteurs et les prêteurs (AKERLOF 1970)<sup>109</sup>, Ces problèmes conduisent à l'émergence des coûts liés à l'information cachée, des blocages ou même aussi à l'échec du marché dans la mesure où les créanciers ne peuvent pas savoir la qualité des emprunteurs, ce qui oblige les créanciers d'augmenter le taux d'intérêt de dette (STIGLITZ et WEISS 1981).

---

<sup>105</sup> MOURGUES, N. : « *Financement et coût du capital de l'entreprise* », édition ECONOMICA, Paris, 1993, P275.

<sup>106</sup> BRIGHAM, E. et EHRHARDT, M. : *Financial management*, south-western a part of Cengage learning, Mason, 2009, P602.

<sup>107</sup> <https://vitrinelinguistique.oqlf.gouv.qc.ca/fiche-gdt/fiche/506747/theorie-du-signal> (27/04/2023 à 10 :48).

<sup>108</sup> ROSS, S. : « *The Determination of Financial Structure : The Incentive Signalling Approach* », Bell Journal Of Economics, vol. 8, 1977, PP 23-40.

<sup>109</sup> AKERLOF, G. : « *The Market for "Lemons" : Quality Uncertainty and the Market Mechanism* », in The Quarterly Journal of Economics Vol. 84, No. 3, 1970, PP 488-500.

### 3.2.2 L'endettement et la réduction des coûts d'asymétrie d'information :

Pour résoudre le problème d'asymétrie d'information et améliorer le fonctionnement de marché, les dirigeants des entreprises grâce à leur bonne connaissance des contraintes financières de l'entreprise vont transmettre des **signaux crédibles**<sup>110</sup> aux acteurs externes qui révèlent la valeur de leurs entreprises.

Le taux d'endettement de l'entreprise (le levier financier) peut être adopté comme un signal crédible afin de transmettre des informations précieuses pour les prêteurs (*LELAND et PYLE* 1977).

D'après *ROSS* (1977), le niveau d'endettement est un signal diffusé par les dirigeants pour faciliter l'identification du type de leur entreprise.

*ROSS* (1977), démontre que le degré d'endettement signal la performance d'une entreprise, car les entreprises en bonne santé financière peuvent s'endetter plus que les entreprises en mauvaise qualité financière, parce que l'endettement peut provoquer l'augmentation de risque de faillite pour l'entreprise suite aux intérêts des dettes qui représentent des charges coûteuses pour les entreprises (surtout pour celles qui sont en situation financière difficile).

*JENSEN* (1986), montre que les acteurs externes à la firme peuvent recevoir que une dégrée élevée d'endettement de l'entreprise est un signal de l'absence ou de lutte contre le comportement opportuniste des dirigeants<sup>111</sup>. C'est-à-dire l'endettement transmet un signal au marché financier sur la qualité de gestion de l'équipe dirigeante et sur l'aptitude de celle-ci à adopter une gestion conforme aux objectifs des actionnaires.

---

<sup>110</sup> **KEBEWAR, M.** : op.cit, P106.

<sup>111</sup> **POINCELOT, E.** : « *information asymétrique et choix financiers : une note critique* », *ÉFINÉCO*, vol. 7, No 1, 1er semestre, 1997, P85.

### Section 02 : La relation entre l'effet de levier financier et la valeur de l'entreprise.

La relation entre la valeur de l'entreprise et la structure du capital est un thème central de la théorie financière, ce débat revient à mesurer les vertus de la structure du capital sur la valeur de l'entreprise et savoir si la valeur de l'entreprise est modifiée par un changement dans la structure financière de l'entreprise, en d'autre terme, la question est de savoir s'il existe une structure financière ou politique d'endettement optimal qui permettra minimiser le coût moyen pondéré du capital WACC (Weighted Average Cost of Capital) et de maximiser la valeur de l'entreprise.

A travers les travaux théoriques sur la structure financière, la question primordiale est de savoir si l'effet de levier financier crée de la valeur, augmente la valeur de l'entreprise ou tout simplement augmente les risques financiers des actionnaires.<sup>112</sup>

#### 1 L'apport des théories de la structure financière :

##### 1.1 Les apports de l'approche de Modigliani et Miller :

Il revient à *MODIGLIANI et MILLER* d'avoir pour la première fois une véritable réflexion théorique sur la relation entre la structure du capital et la valeur totale de l'entreprise. Ensuite cette relation a été étudiée par deux Suppositions (l'absence / la présence de l'impôt), les deux propositions font référence à deux conceptions de la valeur de l'entreprise selon M & M.<sup>113</sup>

##### 1.1.1 Les propositions de Modigliani et Miller (1958 - l'absence de l'impôt sur le bénéfice) :

A travers leur article fondateur publié en (1958)<sup>114</sup>. M & M Sous certaines hypothèses ont montré que la structure financière n'a aucune influence sur la valeur d'entreprise et que, par conséquent, son coût du capital était constant. Alors sa valeur et son coût du capital ne dépendent que du rendement du capital total.<sup>115</sup>

C'est-à-dire que le fait qu'une entreprise ait un effet de levier élevé ou une composante d'endettement plus faible n'a aucune incidence sur sa valeur marchande. Au lieu de cela, la valeur marchande d'une entreprise dépend uniquement des bénéfices d'exploitation de l'entreprise.<sup>116</sup>

La thèse de neutralité de la structure financière est fondée sur une panoplie d'hypothèses et des contraintes,<sup>117</sup> résultent sous une hypothèse fondamentale de perfection des marchés de capitaux.

<sup>112</sup> LACHAARI, M. et BENMAHANE, M. : op.cit, P115.

<sup>113</sup> BRIGHAM, E. and EHRHARDT, M. : op.cit, P610.

<sup>114</sup> MILLER, H. and MODIGLIANI, F. : « *The cost of capital, corporation finance and the theory of investment* », American Economic Review, 1958.

<sup>115</sup> BARTOSOVA, V. and JAROS, J. : « *to the capital structure choice : miller and modigliani model* », In *Procedia Economics and Finance* 26, slovakia, 2015, PP 351 – 358.

<sup>116</sup> <https://efinancemanagement.com/financial-leverage/capital-structure-theory-modigliani-and-miller-mm-approach>.

(28 /04/2023 à 16: 02).

<sup>117</sup> PANDEY, I. M.: « *financial management* », Vikas Publishing House PVT Ltd, New Delhi, 2013, PP135-136.

### Les hypothèses de l'approche de Modigliani & Miller :

La conception avancée par *MODIGLIANI* et *MILLER* en 1958 repose sur deux notions essentielles : celles de marchés purs et parfaits, et de classes de risque :

- **Les marchés sont parfaits :**

- tous les acteurs du marché ont un comportement rationnel,
- tous les acteurs du marché exploitent immédiatement les signaux émis du marché,
- la concurrence est parfaite et la transparence totale,
- Les individus et les entreprises peuvent prendre les mêmes décisions financières au même prix (les prix du marché sont fixes et ne peuvent pas être influencés par les acteurs du marché),
- il n'y a pas de frais de transaction (coûts d'émission, souscription, achat et vente de titres), ni coûts de faillite, ni impôts, ni frais liés à la collecte d'informations.
- Les actifs sont indéfiniment divisibles ;
- Les bénéfices sont intégralement distribués (distribués en totalité)<sup>118</sup>.

- **Les classes de risque sont homogènes :**

Les entreprises peuvent être réparties en classes de risque à l'intérieur desquelles le taux de rentabilité requis pour chaque société est le même (identiques) : étant qu'elles fonctionnent dans des conditions et contraintes de marché homogènes, donc présentent un risque d'affaires (opérationnel) similaire lorsque leurs profits attendus présentent des caractéristiques de risque identiques. Ce qui implique la possibilité d'être en des classes de risque homogènes.

Sous ces hypothèses, la démonstration de M&M repose sur l'existence **d'un processus d'arbitrage**<sup>119</sup>.

La logique utilisée par M&M repose sur l'idée que lorsque les marchés financiers sont parfaits ; notamment la capacité des investisseurs à emprunter au même taux d'intérêt que les entreprises et une absence totale de fiscalité tant sur les bénéfices que sur les revenus des investisseurs : **si une entreprise retire un avantage** (valorisation plus élevée et CMP plus faible de l'endettement), cet avantage doit pouvoir être répliqué par un investisseur qui s'endetterait directement auprès du marché. Ainsi, grâce à ce « home made leverage » et au processus d'arbitrage qui implique que deux entreprises ayant le même risque opérationnel, la valeur des firmes ne se distinguant que par leur structure de financement **doit être égale à celle des non endettées**.

$$VU=VL$$

VU= valeur de l'entreprise non endettée. (Sans levier financier)

VL= valeur de l'entreprise endettée.

<sup>118</sup> BRIGHAM, E. and EHRHARDT, M. : op.cit, P610.

<sup>119</sup> GLIZ, A. : op.cit, P74.

Le mécanisme d'arbitrage se déroule comme le suivant :

Considérons un actionnaire de l'entreprise L (Leverd) qui détient 1% des actions de cette entreprise. Cet individu est en mesure d'obtenir le même revenu annuel en investissant dans l'entreprise U (Unleverd) avec un coût d'investissement moindre

- L'actionnaire de L (levered) vend une proportion de ses actions.
- S'endette de 1 % du montant des actions qu'il y a dans L pour un taux d'endettement.
- Investi dans les capitaux propres de l'entreprise U (unlevered) la valeur du montant des ventes de ses actions + son endettement.<sup>120</sup>

L'arbitrage s'arrête lorsque ce mécanisme ne produit plus de gain en capital, c'est à dire lorsque la valeur totale de l'entreprise U devient égale à la valeur totale de l'entreprise L

### 1.1.2 Les propositions de Modigliani et Miller (1963 - présence de l'impôt sur le bénéfice) :

Après avoir montré que la structure financière n'a aucune incidence sur la valeur de l'entreprise, *MODIGLIANI et MILLER* ont publié un article complémentaire en 1963. En partant du même contexte, mais en levant l'hypothèse d'absence d'imposition (ont introduit la fiscalité au raisonnement), Dans cette situation, rien n'est neutre.

La réglementation fiscale donne le droit aux entreprises de déduire le montant des intérêts de l'emprunt payés du bénéfice imposable (l'assiette de l'impôt). C'est donc « l'avantage fiscal », qui doit conduire les entreprises à s'endetter et augmente ses valeurs car<sup>121</sup> L'effet de levier dû à l'endettement comme on l'a vu auparavant ne concerne pas toute l'entreprise mais uniquement les capitaux propres. Lorsque le taux d'endettement augmente, on constate : une augmentation de l'espérance de rendement des capitaux propres, et une augmentation du risque (risque total et risque non diversifiable) des capitaux propres.

Lorsque le taux d'endettement augmente, implique que l'espérance du bénéfice par action augmente. La littérature financière retient donc une relation positive entre la dette et la valeur de l'entreprise, en raison de l'avantage fiscal que représente la déductibilité des intérêts paie au gouvernement.

En d'autres termes, La valeur totale de l'entreprise endettée est égale à la valeur de l'entreprise non endettée majorée de la valeur actualisée des économies d'impôts réalisées du fait de l'endettement.

$$V_L = V_U + (T^*D)$$

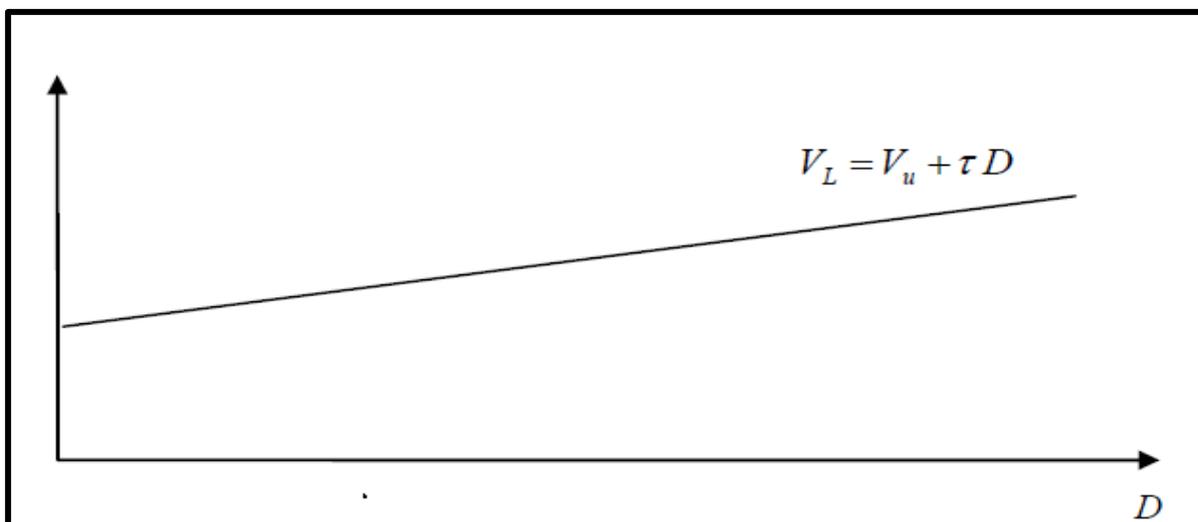
Tell que

(T\*D) : la valeur la valeur actuelle du gain d'impôt généré par la dette.

<sup>120</sup> VERINEMMAN, P. and al. : op.cit, P687.

<sup>121</sup> BRIGHAM, E. and EHRHARDT, M. : op.cit, P611.

Figure N05 : Relation structure du capital/Valeur totale de l'entreprise selon l'approche de M&M.



Source : GLIZ, A. : « l'évaluation de l'entreprise », BERTI EDITIONS, Alger, 2020, P75.

## 1.2 L'apport de la théorie du compromis-Trade-Off Theory (TOT) :

La théorie du compromis ou Trade-Off Theory (TOT) s'inscrit dans la littérature initiée par les travaux de *MODIGLIANI* et *MILLER* (1958) lesquels démontrent, (comme on l'a vu précédemment) que sous certaines contraintes de marché financière parfait, et à l'exemple de coûts d'agence et de faillite liés essentiellement à l'endettement, que la structure du capital est neutre vis-à-vis de la valeur de l'entreprise.

Cette littérature va progressivement relâcher les hypothèses de neutralité de la structure du capital afin de rapprocher la théorie de la réalité des entreprises. Le modèle de *MODIGLIANI* et *MILLER* (1963) introduit les effets de la fiscalité sur la valeur de l'entreprise. Ainsi, la valeur des entreprises endettées se trouve maximisée grâce à l'avantage fiscal.

Ce modèle a été amendé par plusieurs études théoriques et empiriques, suite à l'existence des coûts de faillite qui mettent en cause la relation de proportionnalité entre la valeur de la firme et l'avantage fiscal de la dette (*STIGLITZ*, 1969).<sup>122</sup>

Avant de procéder au logique et raisonnement des fondateurs de cette théorie, il faut d'abord mettre en évidence la notion des coûts de faillite.

### • Les coûts de faillite :

La situation de faillite<sup>123</sup> implique l'état dans laquelle l'entreprise est incapable de remplir ses engagements (dettes) vis-à-vis de ses créanciers, et souffre d'une détresse financière.

<sup>122</sup> ADAIR, P. et ADAKSOU, M. : Théorie du compromis versus théorie du financement hiérarchique : une analyse sur un panel de PME non cotées , 12eme congrès international francophone en entrepreneuriat et PME Agadir, 2014, P3.

<sup>123</sup> CHENG, M.C. and TZENG , Z.C. : «The Effect of Leverage on Firm Value and How The Firm Financial Quality Influence on This Effect», World Journal of Management Vol. 3. No. 2. September, 2011, PP 30-53.

« Les coûts de la détresse financière comprennent les coûts juridiques et administratifs de faillite, ainsi que les coûts les plus subtils d'agence, qui peuvent éroder la valeur de l'entreprise »<sup>124</sup>.

Les coûts de faillite (« bankruptcy costs ») sont des frais financiers liés à la restructuration ou la liquidation d'une entreprise en détresse financière.

On distingue deux (02) types de coûts de faillite<sup>125</sup> :

- **Les coûts directs de faillite** : sont des coûts réels liés directement à la survenance de l'événement de faillite sous la forme de frais de justice, expertises, avocats, conseils.
- **Les coûts indirects de faillite** : sont des coûts liés à l'endettement qui provoque une augmentation du risque de faillite. En d'autres termes, les coûts de faillite sont des coûts associés à la réorganisation de l'entreprise<sup>126</sup>, résultant notamment de<sup>127</sup> :
  - les pertes de chiffre d'affaires qui peuvent intervenir suite aux commandes annulées (la perte de la clientèle et la part de marché).
  - Diminution des crédits fournisseurs, suite à des conditions commerciales strictes subies par ces fournisseurs qui se protègent de la possibilité de ne pas être remboursés.
  - Les difficultés et l'impossibilité de trouver des nouveaux financements à ses projets, même les projets rentables.

**Principe de raisonnement de la théorie** : l'avantage fiscal de l'endettement, implique que les entreprises devraient toutes en tirer profit en choisissant les taux d'endettement les plus élevés possibles (entreprises ayant 100% de dette), cela n'est pas observé en réalité. Pour une entreprise fortement endettée le risque est l'impossibilité de remplir ses engagements vis-à-vis de ses créanciers. La situation extrême alors est la faillite. L'impact de la détresse financière potentielle sur la valeur de l'entreprise est lié aux coûts associés à cette situation « coûts de faillite ».

La théorie du compromis, est basée sur l'idée de réalisation d'un certain équilibre entre les coûts morts de la faillite et les avantages fiscaux de la dette.<sup>128</sup> Souvent, les frais d'agence sont également inclus.

L'avantage marginal de la dette diminue à mesure que la dette augmente, tandis que le coût marginal augmente, l'endettement optimal résulte alors de l'arbitrage entre l'effet positif de la dette (avantage fiscal) et l'effet négatif de la dette (coûts de faillite et les coûts d'agence), en d'autres termes « le ratio optimal de la dette va constituer un point d'indifférence entre les avantages et les coûts d'endettement : bénéfice marginal de la dette devient égal au coût

<sup>124</sup> MYERS, C.S. : « The Capital Structure Puzzle », the Journal of Finance No.3, 1984, P580.

<sup>125</sup> DAMONDRAN, A. : « Finance d'Entreprise », éd De Boeck, Bruxelles, 2007, P734.

<sup>126</sup> BAXTER, N.D. : « Leverage, Risk of Ruin and the Cost of Capital », Journal of Finance, 1967, PP395-404.

<sup>127</sup> VERINEMMAN, P. and al : op.cit, P 707.

<sup>128</sup> ADAIR, P. and ADAKSOU, M. : op.cit, P4.

marginal de la dette »<sup>129</sup>, de sorte qu'une entreprise qui optimise sa valeur globale se concentre sur ce compromis lorsqu'elle choisira sa structure du capital dite optimale.

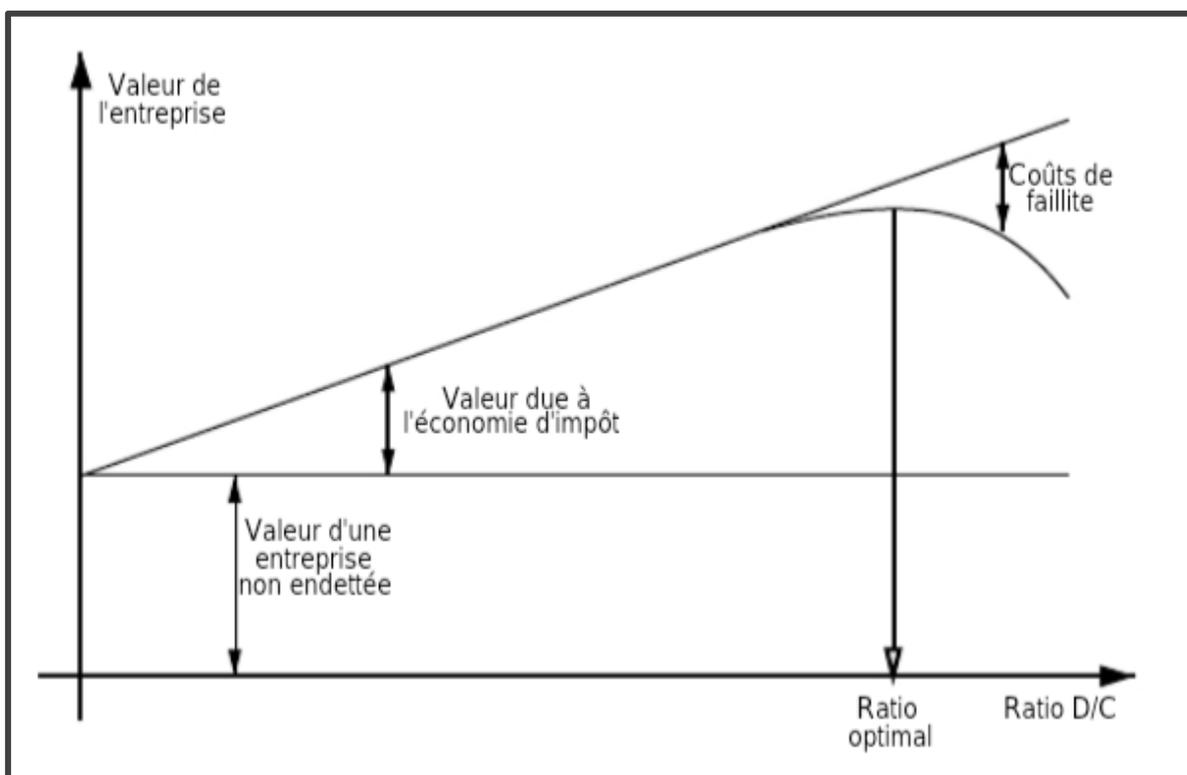
La valeur de l'entreprise endettée est la somme de la valeur de l'entreprise non endettée à laquelle il faut rajouter la valeur actuelle des économies fiscales et soustraire la valeur actuelle des coûts de difficultés financières :<sup>130</sup>

---

Valeur de	valeur de marché	valeur actuelle	valeur actuelle
Marché de	=	d'une entreprise	+ de l'économie
L'entreprise		sans dette	- des coûts
		d'impôts	de faillite

---

**Figure N06 : La valeur de l'entreprise selon la théorie du compromis.**



Source : BAGNERIS, J.R. et al. : op.cit, P190.

### 1.3 L'apport de la théorie de l'ordre hiérarchique- Pecking-Order Theory (POT) :

La théorie du financement hiérarchique formulée par MYERS et MAJLUF (1984), sa conception originale remonte à DONALDSON (1961)<sup>131</sup>, cette théorie basée sur une hiérarchie

<sup>129</sup> BAGNERIS, J.R. and al. : « introduction à la finance d'entreprise », 2<sup>E</sup> édition, Magnard Vuibert, Paris, 2010, P190.

<sup>130</sup> BAGNERIS, J.R. et al. : idem, P190.

<sup>131</sup> DONALDSON, C. : Corporate debt capacity, Boston, Division of Research, Graduate School of Business Administration, Harvard University, 1961.

de financement c'est-à-dire qu'elle suppose l'existence d'une classification des modes de financement de l'entreprise.<sup>132</sup>

MYERS et MAJLUF, 1984, considèrent le recour à l'émission des nouvelles actions (l'augmentation du capital) pour le financement de projets rentables de l'entreprise, peut véhiculer au marché des capitaux un mauvais signal, ce qui se traduit par une baisse du prix de l'action de l'entreprise « effet de dilution ». Si cette baisse n'est pas compensée par le rendement attendu du projet. Ce sous-investissement est une forme de sélection adverse. Dans ce cas, l'asymétrie d'information et les problèmes de signalisation sont source de pertes de bien-être social.<sup>133</sup>

Les dirigeants comme étant les parties les plus informées sur la valeur de la firme, que les investisseurs extérieurs, Pour soutenir les opportunités d'investissement de l'entreprise et **diminuer les coûts liés à l'asymétrie d'informations.**( le coût de financement augment avec cette asymétrie d'information) , Préfèrent, en premier lieu, de compter sur **les fonds auto-générés** (c'est-à-dire les bénéfices non distribués)<sup>134</sup> , Et ils adaptent ensuite leurs ratios de distribution cibles de dividendes à leurs opportunités d'investissement<sup>135</sup>. Car ce mode de financement étant donné que l'asymétrie d'information est au minimum, et le coût d'asymétrie d'information est nul ou quasi-nul. Donc selon cette théorie une entreprise qui dispose de financement interne est considérée comme étant une société rentable.

En deuxième lieu, lorsque les fonds internes s'avèrent insuffisants (les besoins de financement dépassent les flux internes de trésorerie), un financement extérieur devient alors une nécessité, dans ce cas l'entreprise **préfère la dette non risquée puis la dette risquée** :<sup>136</sup> elle émet d'abord les titres les plus sûrs (l'émission des titres à court terme), puis la dette, puis les titres hybrides. L'endettement précède l'émission de nouvelles actions dans la hiérarchie du financement car ce mode de financement permet de réduire le degré de dépendance de l'entreprise à l'égard des autres apporteurs de capitaux, et ainsi de garder le contrôle et le pouvoir de décision.<sup>137</sup>

En dernier lieu, en présence de coûts de faillites élevées liés à l'endettement, ou en cas de besoin de fonds supplémentaires l'entreprise peut être amenée à **émétre des nouvelles actions** pour couvrir les exigences du capital restant ou pour se désendetter.

**Donc**, l'existence d'une structure financière optimale cible qui maximise la valeur de l'entreprise a été remise en question<sup>138</sup> par ce raisonnement théorique, les entreprises ne doivent pas essayer de maintenir un niveau particulier d'endettement (ratio cible optimal) car le choix de la structure financière est affecté par l'asymétrie d'information qui implique une hiérarchie de ressources du financement.

<sup>132</sup> NAHAS, V. : La validité de la théorie du financement hiérarchique : le cas des entreprises françaises et libanaises , Journées thématiques école doctorale Cognition, Comportements, Langage(s), 2017, Poitiers, France, P10.

<sup>133</sup> GLIZ, A. : op.cit, P79.

<sup>134</sup> RAFIKI, A. : « *Les controverses empiriques de pecking order theory* », Revue Marocaine de Gestion et d'Economie, N°6, 2016, P15.

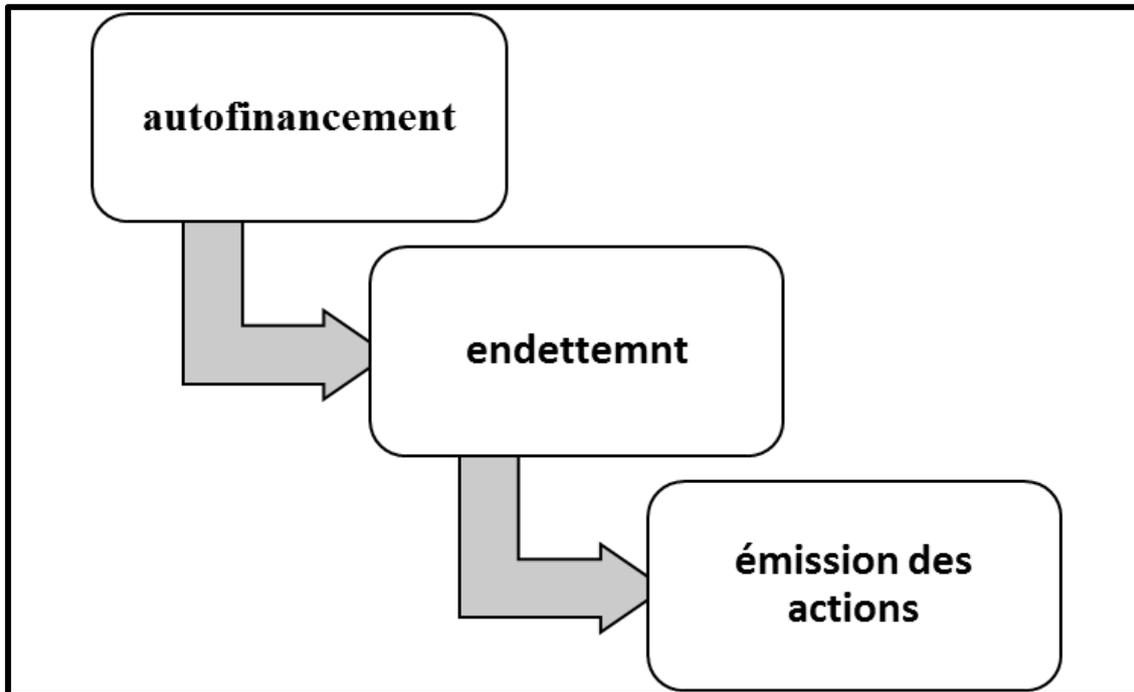
<sup>135</sup> MYERS, C.S. :op.cit ,P581.

<sup>136</sup> GUNARISH, T.; CULATA, E. and RALNA, P. : « *pecking order theory and trade-off theory of capital structure: evidence from indonesian stock exchange*», In Journal TheWINNERS, Vol. 13 No. 1, 2012,P 41.

<sup>137</sup> ADAIR, P. et ADAKSOU, M. : op.cit, P5.

<sup>138</sup> MYERS, C.S.: idem,P582 .

Figure N07 : La hiérarchie du financement selon la théorie de (POT).



Source : Élaboré par l'étudiante selon les résultats de la théorie de l'ordre hiérarchique.

## 2 La relation entre le levier financier et la valeur de l'entreprise :

Selon CHARRAUX.G « il y a création de valeur dans la mesure où la rentabilité des investissements est supérieure au coût des ressources qui leur sont allouées ». <sup>139</sup>

### 2.1 Le levier financier et la profitabilité :

La profitabilité est une mesure importante de la performance de l'entreprise, ses mesures comptables les plus utilisées, sont : (ROA) et le (ROE). <sup>140</sup> Aussi elle dépend de facteurs de risque commercial et financier : (DFL « Degree of Financial leverage ») et le (DOL) <sup>141</sup>.

(DEMSETZ et LEHN, 1985) ont montré que Les investisseurs s'attendent toujours à avoir un bon profit et donc ils surveillent la structure de capital de l'entreprise car elle a un impact sur la profitabilité. Si les entreprises sont profitables, les investisseurs seront disposés à acheter leur actions ce qui augmentera la valeur des entreprises. <sup>142</sup>

Deux parties sont concernées par la profitabilité de la firme qui due par le levier financier. La première concerne les actionnaires qui sont récompensés par les dividendes et l'augmentation de la valeur des actions, et la deuxième concerne les créanciers qui sont récompensés par les paiements des intérêts et le montant principal emprunté par une entreprise.

<sup>139</sup> CHARREAUX, G. : op .cit , 2000, P122.

<sup>140</sup> RAHMAN, M.M. ; SAIMA, F.N. and JAHAN, k. : « The Impact of Financial Leverage on Firm's Profitability: An Empirical Evidence from Listed Textile Firms of Bangladesh », in the Journal of Business, Economics and Environmental Studies, 2020, PP 23-31.

<sup>141</sup> ASRAF, M. and MUCHIA, D. :« Analysis of the Effect of Operating Leverage and Financial Leverage on Companies Profitability Listed on Indonesia Stock Exchange », in Iomata International Journal of Management Vol. 2 No. 1 ,2020,PP45-50.

<sup>142</sup> RAHMAN, M.M. ; SAIMA.F.N. and JAHAN, k. : ibid. P24.

Différents points de vue sur le lien entre l'effet de levier et la profitabilité sont donnés par les théories de la finance. Également des différentes preuves empiriques montrant soit l'impact positif, négatif et non à faible relation entre la profitabilité et le levier financier parmi lesquelles : *CHAMPION* (1999) a conclu que l'utilisation de l'effet de levier est un moyen pour augmenter la profitabilité et la performance d'une entreprise, tandis que *TIMAN* et *WASSELS* (1988) a conclu dans son étude que les entreprises qui utilisent leurs bénéfices (autofinancement) au lieu de prendre des capitaux extérieurs gagnent plus de profit en raison de moins d'effet de levier que les entreprises qui s'appuient davantage sur des capitaux extérieurs, qui augmentent leur effet de levier.<sup>143</sup>

### 2.2 L'apport des travaux de recherches modernes sur la relation entre le levier financier et la valeur de la firme :

La relation entre l'effet de levier financier et la valeur de l'entreprise a été abordé par plusieurs chercheurs à travers des études empiriques, (par des multiples techniques d'évaluation).

L'étude de (*ADENUGBA, IGE, KESINRO* ; 2016)<sup>144</sup>, a révélé qu'il existe une relation significative entre le levier financier et la valeur de l'entreprises et que le levier financier a un effet positif sur la valeur de la firme. L'étude conclut que Le levier financier implique une meilleure source de financement que les fonds propres pour les entreprises, lorsqu'il est nécessaire de financer des projets à long terme. Les mêmes résultats sont observés dans l'étude de (*ZENG* ; 2011).

*BARAKAT* (2014) a également étudié l'impact de la structure financier, l'effet de levier financier et la profitabilité, sur la valeur des entreprises manufacturières d'Arabie saoudite. Il a trouvé une association positive entre les variables indépendantes (ROE et structure de capital) et la variable dépendante ((« Earnings per share » EPS), le cours boursier).Cependant, Il y avait un faible et relation inverse entre levier financier et valeur des actions qui a montré que les changements dans le niveau de l'effet de levier n'ont pas affecté la valeur de l'entreprise. A l'inverse (*SALIM and YADAV* ; 2012) ont trouvé que le levier financier à un impact négatif sur le (EPS, ROA et ROE) (performance et la profitabilité), et un impact significative et positive sur le (Tobin's Q) proxy de la valeur de l'entreprise.<sup>145</sup>

*AGGARWAL* et *ZHAO* (2007) ont présenté des preuves sur la façon dont la croissance de l'entreprise peut affecter l'association entre la structure du capital et la Profitabilité. Car les entreprises avec haut niveau de croissance avaient une association inverse entre l'effet de levier financier et la valeur de l'entreprise, tandis que les entreprises de faible niveau de croissance avaient une relation positive avec le levier financier et la valeur de la firme.<sup>146</sup>

<sup>143</sup> *RAHMAN, M.M. ; SAIMA, F.N. and JAHAN, k.* : ibid. P23.

<sup>144</sup> *ADENUGBA, A. ; IGE, A. and KESINRO, O.R.* : « *Financial Leverage and Firms' Value: A Study Of Selected Firms In Nigeria* », in the European Journal of Research and Reflection in Management Sciences, Vol. 4 No. 1, 2016, PP14-32.

<sup>145</sup> *FAROOQ, M.A. and MASOOD, A.* : « *Impact of Financial Leverage on Value of Firms: Evidence from Cement Sector of Pakistan* », Research Journal of Finance and Accounting, Vol.7, No.9, 2016, P73.

<sup>146</sup> *FAROOQ, M.A. and MASOOD, A.* : Idem , P74.

### *Conclusion :*

Dans ce chapitre, nous avons développé une étude sur les principaux piliers qui déterminent la valeur d'une entreprise à savoir : la taille, la gouvernance et la structure du capital, pour pouvoir ensuite établir un lien entre l'endettement et la valeur. Par-là même, nous avons tenté d'offrir une base de compréhension sur l'impact de l'effet de levier financier sur la dite valeur.

Il a été affirmé par la suite que, l'impact de levier financier sur la valeur de l'entreprise, se traduit en termes d'incidence majeurs de la décision de financement et spécifiquement celle de l'endettement sur la profitabilité et la performance de l'entreprise et donc sur la valeur, aussi en termes d'interactions de l'endettement et l'effet de levier financier avec les conditions et les contraintes auxquelles fait face cette valeur à travers le « risque financier ».

**Chapitre 03 : Etude de la relation  
entre l'effet de levier financier et la  
valeur de l'entreprise : cas : ATS  
«Algérie Télécom satellite »**

***Introduction :***

Après avoir explicité les différents aspects théoriques, relatives à la problématique de l'impact auquel fait face la valeur de l'entreprise par le biais de l'utilisation du levier financier, abordé théoriquement à travers une présentation structurée dans les deux chapitres précédents.

Pour mettre en pratique les acquis de la partie théorique, nous allons essayer de concorder les chapitres présentés plus haut à notre cas pratique qui représenteras le socle de notre travail.

La première section de cette partie pratique sera consacrée à une présentation générale de l'entreprise « ATS Algérie Telecom Satellite », à travers son historique, ses activités...

Dans la seconde section, nous allons, en premier lieu, faire une analyse de la situation financière d'ATS, tout en examinant ses états financiers, à travers une analyse de son bilan, son compte de résultat, et sa rentabilité. Nous enchaînerons par le diagnostic financier, qui vise à la détermination de la valeur d'Algérie Telecom Satellite pour les années allant de 2018 à 2022, ce qui permet de déduire la relation sujet d'étude de cette valeur avec l'effet de levier financier.

### Section 01 : Présentation de l'organisme d'accueil

Dans cette première section on entamera l'étude de l'historique d'ATS, son organisation, ses activités, sa clientèle...etc.

#### 1 Dénomination sociale :

Algérie Télécom Satellite, connue sous l'acronyme (ATS), filiale du Groupe Télécom Algérie, est une entreprise publique économique et société par actions algérienne, active dans le domaine de télécommunications par satellite, acteur de premier plan et leader sur le marché national, dont le siège social de la société est situé sur : 27, Chemin Ahmed Kara-Bir Mourad Raïs-Alger. Algérie.16012.

#### 2 Historique :

Algérie Télécom Satellite a été créée le 29 juillet 2006, en tant que filiale d'Algérie Télécom, lesquelles sont devenues toutes les deux filiales du Groupe Télécom Algérie en 2017 (mise en œuvre officielle en février 2020), A sa création, la filiale (ATS) a été dotée d'un capital social de 2.000.000.000 de dinars algériens.

#### 3 Forme juridique :

L'entreprise publique économique (EPE) Algérie Télécom Satellite est une société par actions (SPA) détenues à 100% par le Groupe Télécom Algérie, pour le seul compte de l'Etat.

#### 4 Activité principale<sup>147</sup> :

« ATS » spécialisée, dans la prestation des services et la vente des produits de télécommunications, qui répondent aux exigences de ses clients issus de différents secteurs : maritime, de l'aéronautique, des médias, de l'énergie et de la construction, ainsi que les administrations gouvernementales et des organisations humanitaires, les principales prestations et produits, qui constituent l'activité principale d'ATS, sont les suivants :

##### • Solutions VSAT :

Algérie Telecom Satellite met à la disposition de ses clientes une solution satellitaire basée sur la technologie VSAT (Very Small Aperture Terminal), Cette technologie constitue l'activité principale d'ATS, qui permet une interconnexion à haut débit (Intranet, Extranet, Internet, Voip, Visioconférence...), entre plusieurs sites localisés en zones isolées ou en zones démunies d'infrastructures de télécommunication au sol. Les différentes structures d'ATS disposent des compétences techniques et managériales capable d'assurer : les études, les installations et la maintenance des équipements, se donnant pour objectif d'accompagner les entreprises et administrations dans le développement de leurs réseaux.

---

<sup>147</sup> <https://www.ats.dz/> (21/04/2023 à 2 :25).

• **La Géolocalisation et la gestion de flottes :**

ATS dispose le 1er et l'unique réseau national pour les services de géo localisation, driver safety (géolocalisation de véhicule), fleet management (gestionnaire de flotte : suivi commercial). Grace à l'autorisation de Géo localisation et l'autorisation Satellite mobile qu'ils possèdent l'entreprise, avec un important quota d'importation.

- les options de géo localisation de véhicule, permet de repérer avec exactitude l'emplacement des véhicules, relire les itinéraires et analyser les trajets n'importe où dans le monde via internet ou téléphone mobile.

• **Solutions INMARSAT, GMPCS Thuraya IP+:**

- ATS est un PSA (Point of Service Activation) exclusif d'activation des services INMARSAT de troisième génération en Algérie : services de télécommunications mobiles par satellite (connectivité mobile voix et données à haut débit).

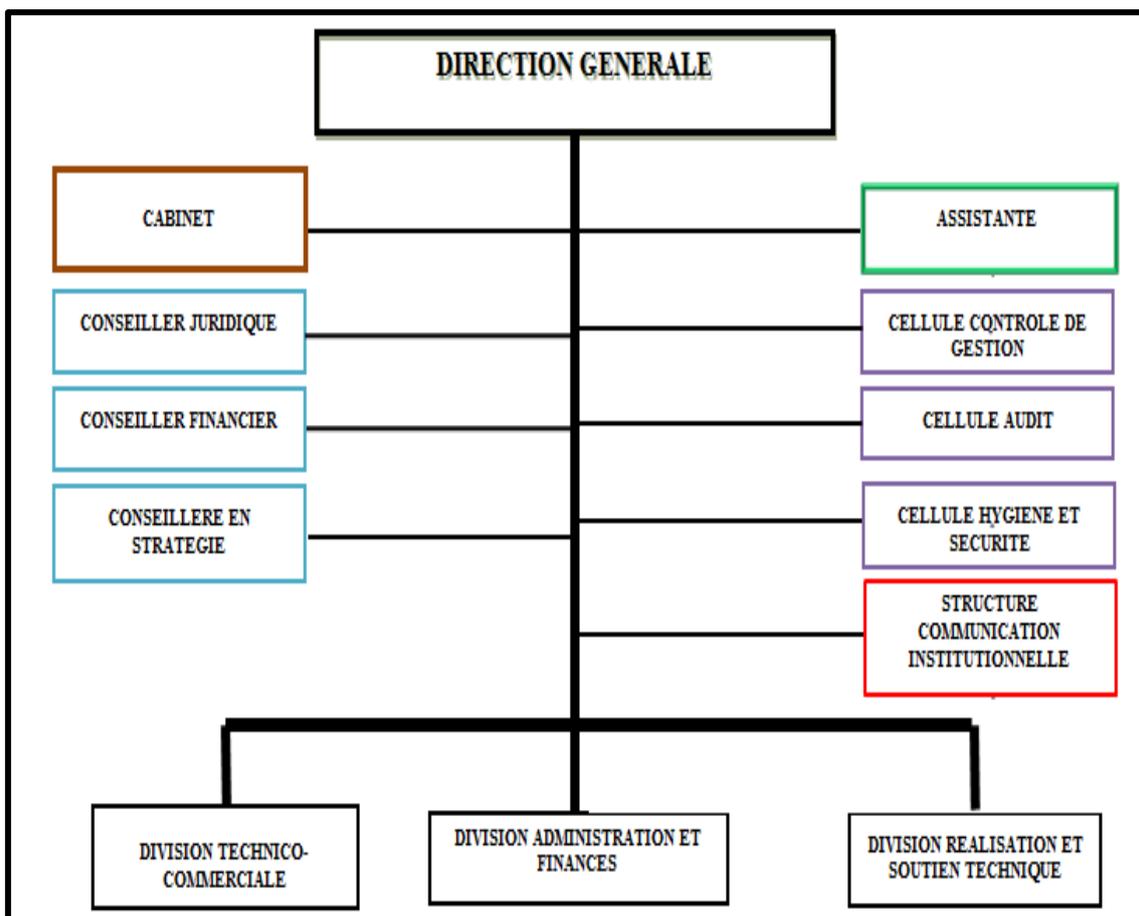
- Le Service THURAYA IP+, par une haute couverture satellitaire offre une mobilité et connectivité supérieure, Solution Marine, et aussi téléphone mobile qui fonctionne partout, même dans les zones qui ne sont pas couvertes par le GSM (global system for mobile).

**5 Structuration de l'entreprise :**

L'organisation d'Algérie Télécom Satellite comprend une Direction Générale autour de laquelle s'articulent Cinq Directions Régionales (Alger, Oran, Ouargla, Bechar et Constantine) et de deux Antennes (Setif et Annaba), ainsi qu'un téléport à Lakhdaria (Bouira).

Pour assurer son fonctionnement quotidien et atteindre ses objectifs la Direction Générale d'ATS s'appuie sur l'organigramme suivant :

Figure N 08 : Organigramme de l'entreprise.



Source : documents internes de l'entreprise.

### 5.1 Missions et Stratégie d'ATS<sup>148</sup> :

Toujours à la recherche de l'optimum en matière de qualité de service, et afin de proposer des prestations en adéquation avec l'évolution des besoins et contraintes du marché, Algérie télécom satellite se donne pour mission de :

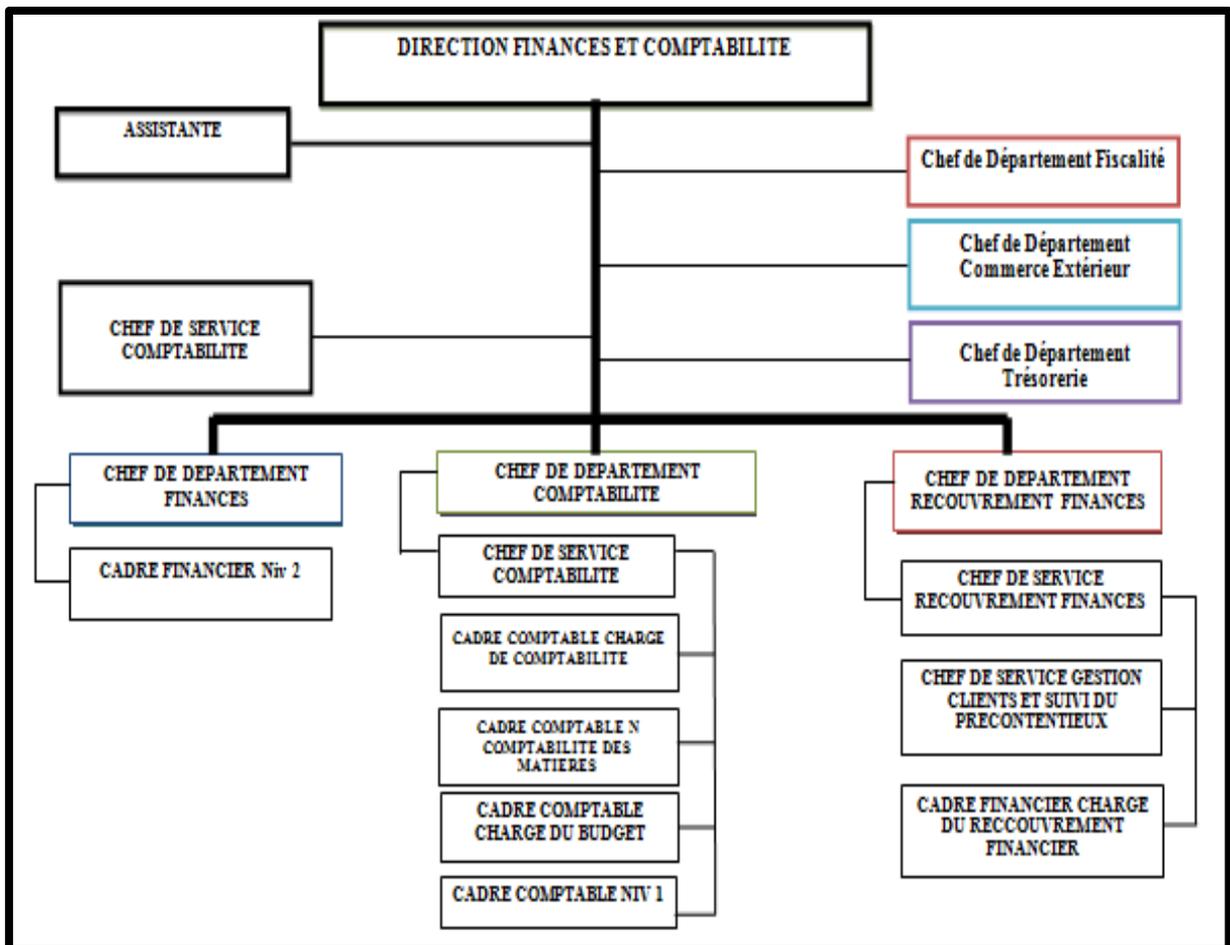
- Assurer en permanence le recueil des indicateurs permettant de mesurer, anticiper, cerner et suivre l'évolution de la demande du marché ;
- Initier l'acquisition et l'adjonction de technologies nouvelles en réponse aux évolutions technologiques et besoins latents de la clientèle ;
- Etablir, développer, exploiter les réseaux de télécommunications par satellite (Intelsat, Inmarsat, Vsat, GMPCS ...) dans le respect des normes et des règles internationales ;
- Garantir le transport et l'acheminement des communications nationales et internationales dans le respect des accords d'exploitation avec les fournisseurs de services et les organisations internationales de communication par satellites (GMPCS, Intelsat, eutelsat, SES New Skies, Arabsat, UIT).

<sup>148</sup> <https://www.ats.dz/> (24/04/2023 à 09:36).

- La Recherche permanente pour la mise à jour des Techniques Innovantes et valorisantes en adéquation avec l'évolution constante des Technologies de l'Information et de la Communication par Satellite.

**6 La Direction d'accueil : Direction finance et comptabilité.**

**Figure N09 : Organigramme de la direction finances et comptabilité.**



Source : documents internes de l'entreprise.

**6.1 Les missions et responsabilités de la DFC :**

- Préparer et mettre en place les outils qui permettent de rendre compte de la situation financière en temps réel ;
- préparer les budgets, optimiser la gestion des capitaux, superviser le recouvrement des créances ;
- Elaborer et mettre en œuvre la politique financière, comptable et fiscale de l'entreprise.
- Recenser les besoins de l'entreprise sur le plan financier et rechercher les moyens de les satisfaire ;
- Veiller à l'utilisation rationnelle des ressources financières de l'entreprise ;
- Récupérer, commenter et diffuser les nouvelles dispositions des lois de finances qui intéressent directement ou indirectement l'entreprise et ses structures ou Fonctions ;

- Elaborer, contrôler et veiller aux respects de règles de confection des états financiers de l'entreprise ;
- Participer à l'élaboration du budget investissement de l'entreprise et chercher les sources de financements les plus adéquats,
- Assurer les relations liées à la fonction : établissement financiers, administrations fiscales, caisses sociales, administrations publiques... ;
- Participer et donner un avis sur les plans : fiscaux et réglementaires avant et pendant l'élaboration de contrats ou conventions engageant l'entreprise.

## **7 Les fournisseurs et les clients d'ATS :**

**7.1 Les fournisseurs d'ATS :** il existe deux types de fournisseurs, selon les besoins d'activité d'exploitations de l'entreprise ATS :

- **Les fournisseurs d'équipements :** la majorité de ces fournisseurs sont des entreprises étrangères, à savoir : THURAYA, IDIRECT, COMTECH, MIX TELAMATICS,....
- **Les fournisseurs de services :** Ces fournisseurs sont principalement des fournisseurs étrangers de segment spatial tels que : INTELSAT, ARABSAT, EUTELSAT, NEW SKIES...etc et un fournisseur local à savoir l'ASAL.

## **7.2 Les clients d'ATS:**

ATS offre des produits et des services de télécommunication qui répondent aux besoins des différents clients des différents secteurs. Le portefeuille de la clientèle d'ATS est constitué principalement des entreprises publiques économiques, des entreprises privées, des ministères de souveraineté, des administrations publiques, des entreprises pétrolières (nationales et étrangères), les organisations humanitaires...

**Section 02 : Analyse financière D'ATS, et étude de la relation entre l'effet de levier financier et la valeur de l'entreprise.**

**1 Analyse de la structure financière de l'entreprise Algérie Telecom Satellite de (2018 à 2022):**

L'analyse financière est un ensemble de techniques d'osculation qui doivent permettre de faire un diagnostic sur la santé d'une entreprise, notamment en matière de solvabilité et de rentabilité, à partir des documents comptables. Et en passant par les étapes suivantes : l'analyse du bilan, du compte de résultat, de la rentabilité et de la valeur de l'entreprise.

**1.1 Analyse structurelle des bilans financiers d'ATS :**

Le bilan est un état financier qui représente à un moment donné, l'actif (emplois) et le passif de l'entreprise (ressources), Il sert à visualiser le degré de liquidité de l'actif et d'exigibilité du passif de cette entreprise afin de mettre en avant sa solvabilité.

**1.1.1 Présentation des bilans financiers : éléments d'actif d'ATS durant la période (2018-2022) :**

**Tableau N01 : Bilans financiers des exercices (2018 à 2022), partie « actif ».**

**U=10<sup>6</sup>DA.**

	<b>2018</b>	<b>2019</b>	<b>2020</b>	<b>2021</b>	<b>2022</b>
<b>Valeurs immobilisées (VI)</b>					
Immobilisations incorporelles	2,28	2 ,48	1,33	19, 17	11, 93
Immobilisations corporelles	2 006,72	2 122,30	2 699,48	2 461, 05	2 543, 71
Immobilisations en cours	71,15	544,18	126,73	144, 69	383, 1
Immobilisations financières	313,23	124,79	140	245, 53	211, 23
Impôts différés actif	48,49	97,54	88,06	59, 04	164, 24
<b>Total (VI)</b>	<b>2 441,87</b>	<b>2 891,29</b>	<b>3 055,59</b>	<b>2 929, 47</b>	<b>3 314, 20</b>
<b>Valeurs d'exploitation (VE)</b>					
Stocks et encours	825, 26	716, 68	739, 11	804, 79	918, 91
<b>Total (VE)</b>	<b>825, 26</b>	<b>716, 68</b>	<b>739, 11</b>	<b>804, 79</b>	<b>918, 91</b>
<b>Valeurs réalisables (VR)</b>					
Clients	3 454, 45	4 218, 41	4 238, 48	4 451, 7	4 808, 74
Autres débiteurs	200, 17	1 579, 71	2 344, 99	4 727, 15	4 697, 71
Impôts assimilés	694, 16	740, 51	283, 38	368, 18	436, 24
<b>Total (VR)</b>	<b>4 348, 79</b>	<b>6 538, 63</b>	<b>6 866, 84</b>	<b>9 547, 03</b>	<b>9942,69</b>
<b>Valeurs disponibles (VD)</b>					
Trésorerie	3 176, 20	3 273, 37	6 396, 90	4 390, 68	5 700, 71
<b>Total (VD)</b>	<b>3 176, 20</b>	<b>3 273, 37</b>	<b>6 396, 90</b>	<b>4 390, 68</b>	<b>5 700, 71</b>
<b>Total actif</b>	<b>10 792, 11</b>	<b>13 419, 97</b>	<b>17 058, 45</b>	<b>17 671, 97</b>	<b>19 876, 52</b>

**Sources :** Élaboré par l'étudiante à partir des états financiers des années (2018-2022).

**1.1.2 Elaboration des bilans financiers en grandes masses partie « actif » pour la période années (2018-2022) :**

C'est une manière simplifiée de présenter le bilan initial par grandes masses. En effet, on se débarrasse de tous les détails figurant dans un bilan normal pour se consacrer uniquement qu'aux grandes parties les plus importantes<sup>149</sup>, et faire ressortir les évolutions les plus significatives. Cela se traduit par une décomposition dans laquelle chaque rubrique est exprimée en proportion relative par rapport au total de l'actif et du passif.

Le tableau ci-dessous représente les bilans en grandes masses d'actif pour les exercices (2018-2022).

**Tableau N02 : Bilans financiers en grandes masses des exercices 2018 à 2020, partie « actif ».**

**U : 10<sup>6</sup>DA.**

<b>BILAN ACTIF</b>						
	<b>2018</b>	<b>%</b>	<b>2019</b>	<b>%</b>	<b>2020</b>	<b>%</b>
<b>VI</b>	2 441,87	22,63	2 891, 29	21,55	3 055, 59	17,91
<b>VE</b>	825, 26	7,65	716, 68	5,34	739, 11	4,33
<b>VR</b>	4 348, 79	40,29	6 538, 63	48,72	6 866, 84	40,26
<b>VD</b>	3 176, 20	29,43	3 273, 37	24,39	6 396, 90	37,50
<b>Total actif</b>	10 792, 11	100	13 419, 97	100	17 058, 45	100

Source : Elaboré par l'étudiante à partir du tableau N01.

**Tableau N03 : Bilans financiers en grandes masses des exercices 2021 et 2022, partie « actif ».**

**U=10<sup>6</sup>DA.**

<b>BILAN ACTIF</b>				
	<b>2021</b>	<b>%</b>	<b>2022</b>	<b>%</b>
<b>VI</b>	2 929, 47	16,58	3 314, 20	16,67
<b>VE</b>	804, 79	4,55	918, 91	4,62
<b>VR</b>	9 547,03	54 ,03	9 942,69	50,03
<b>VD</b>	4 390,68	24,84	5 700,71	28,68
<b>Total actif</b>	17 671,97	100	19 876 ,52	100

Source : Elaboré par l'étudiante à partir du tableau N01.

<sup>149</sup> <https://www.easycompta.eu/parlons-comptabilite/le-bilan-fonctionnel> (13/05/2023 à 18:45)

**1.1.3 Analyses des données du bilan (partie actif) :**

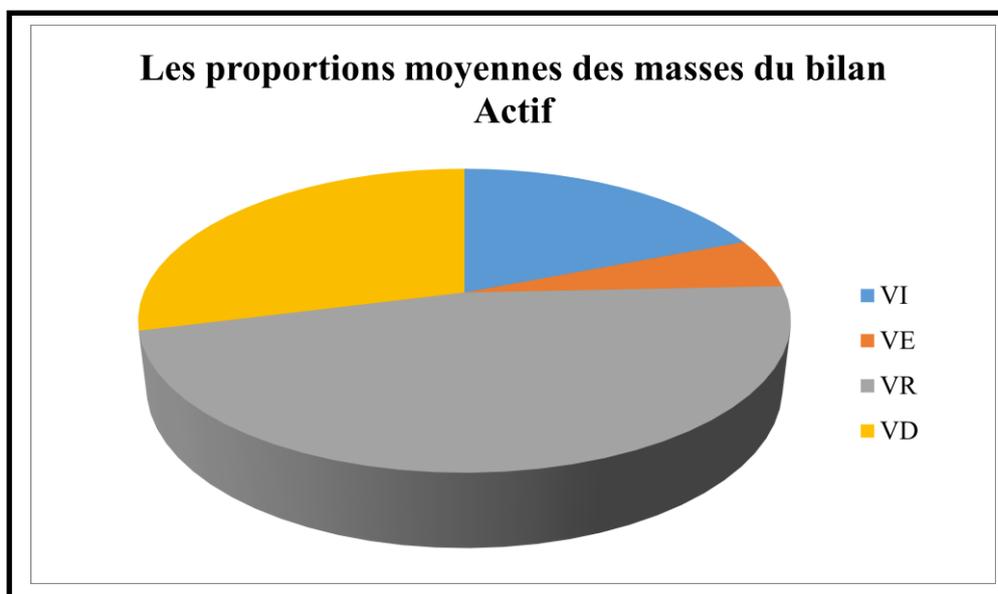
Le tableau ci-dessous présente les résultats des proportions moyennes pour les masses du bilan actif pendant la période (2018-2022).

**Tableau N04: les proportions moyennes des masses du bilan actif pendant la période (2018-2022)**

Les masses	Les proportions moyennes (%)
VI	19,00
VE	5,3
VR	46,7
VD	29,00

Source : Elaboré par l'étudiante à partir du tableau N02-03.

**Figure N10 : Représentation graphique des masses du bilan actif.**



Source : Elaboré par l'étudiante à partir du tableau N04.

**Les valeurs immobilisées VI :**

Cette rubrique reprend toutes les immobilisations acquises ou créées par l'entreprise pour faire fonctionner son outil de production.<sup>150</sup>

Les VI d'ATS sont à la moyenne inférieure à 20% par rapport au total des actifs. Cela nous renseigne sur le caractère commercial de l'entreprise. On remarque que chaque année la proportion des VI diminue progressivement pendant toute la durée d'étude.

<sup>150</sup> CHIHA, K. : op.cit,P13.

**Les valeurs d'exploitation VE :** désignent l'ensemble des biens qui sont constamment l'objet de transformations justifiées par la vie de l'entreprise.

Les VE, ne dépassent pas le seuil de 8% durant les cinq années d'étude, cela revient au type d'activité de l'entreprise, qu'elle se base sur des équipements de haute technologie atteinte d'obsolescence. Ce qui implique des mouvements et rotations des stocks (entrées-sorties) élevées.

**Les valeurs réalisables VR :** les valeurs réalisables dépassent le seuil de 50% par rapport au total des actifs, cela est dû à la nature de l'entreprise comme étant une entreprise publique œuvre dans une activité économique et publique, avec des clients régis par des budgets annuels. C'est donc l'aspect sécuritaire de l'entreprise avec ses clients.

**Les valeurs disponibles VD :** est la deuxième proportion la plus élevée dans la partie d'actif, cela est dû à la politique d'injections des fonds par le groupe « Telecom Algérie » sous forme des prêts, lors de réalisation des projets d'investissement à l'intérêt des institutions gouvernementales...

L'augmentation des VD à une proportion de 37,5% en 2020 est justifiée par un prêt injectée par le groupe pour le financement d'un projet d'investissement en faveur de ministère d'éducation.

**1.1.4 Présentation des bilans financiers : éléments passif d'ATS durant la période (2018-2022) :**

**Tableau N05 : Bilans financiers des exercices 2018 à 2022, partie « passif ».**

**U=10<sup>6</sup>DA.**

<b>BILAN PASSIF</b>					
	<b>2018</b>	<b>2019</b>	<b>2020</b>	<b>2021</b>	<b>2022</b>
<b>Capitaux propres</b>					
Capital émis	3 008, 19	6 158, 00	6 158, 00	6 158,00	6 158,00
Primes et réserves	1 687, 86	282, 85	1 190, 90	2 210, 59	3 564, 74
Ecart de réévaluation	153, 36	115, 02	76, 68	38, 34	337, 69
Résultat net	1 223, 6	1 168, 52	1 374, 06	1 449, 2	1 998, 31
Autres capitaux propres-Rprt à Nv	582, 84	119,0	-28, 03	-21, 13	-135, 64
<b>TOTAL (CP)</b>	<b>6 655, 83</b>	<b>7 843, 38</b>	<b>8 771, 60</b>	<b>9 835,0</b>	<b>11 923, 09</b>
<b>Dettes à long et moyen terme</b>					
Emprunts et dettes financières	948, 64	1 529, 78	903, 38	1 651, 47	872, 11
Impôts (différés et provisionnés)		-1, 04	21, 69	11, 06	91, 22
Prov. et prdts compt. d'avance	237, 16	823, 73	1 355, 08	550, 49	1 065, 92
<b>TOTAL (DLMT)</b>	<b>1 185, 81</b>	<b>2 352, 47</b>	<b>2 280, 15</b>	<b>2 213, 03</b>	<b>2 029, 24</b>
<b>Dettes à court terme (DCT)</b>					
Fournisseur et comptes rattachés	1 173, 84	1 354, 83	1 501, 31	1 359, 11	1 451, 62
Impôts	891, 54	990, 08	548, 91	547, 30	515, 40
Autres dettes	885, 1	879, 21	3 956, 49	3 717, 54	3 957, 17
<b>TOTAL (DCT)</b>	<b>2 950, 48</b>	<b>3 224, 13</b>	<b>6 006, 70</b>	<b>5 623, 95</b>	<b>5 924, 18</b>
<b>TOTAL PASSIF</b>	<b>10 792, 11</b>	<b>13 419, 97</b>	<b>17 058, 45</b>	<b>17 671, 97</b>	<b>19 876, 52</b>

**Sources :** Elaboré par l'étudiante à partir des états financiers des années (2018-2022).

**1.1.5 Elaboration des bilans financiers en grandes masses partie « passif » pour la période années (2018-2022) :**

**Tableau N06 : Bilans financiers en grandes masses des exercices 2018 à 2020, partie « Passif ».**

**U=10<sup>6</sup>DA.**

<b>BILAN PASSIF</b>						
	<b>2018</b>	<b>%</b>	<b>2019</b>	<b>%</b>	<b>2020</b>	<b>%</b>
<b>CP</b>	6 655, 83	61,67	7 843, 38	58,45	8 771, 60	51,42
<b>DLMT</b>	1 185, 81	10,99	2 352, 47	17,53	2 280, 15	13,37
<b>DCT</b>	2 950, 48	27,34	3 224, 13	24,02	6 006, 70	35,21
<b>TOTAL</b>	10 792, 11	100	13 419, 97	100	17 058, 45	100

Source : Elaboré par l'étudiante à partir du tableau N05.

**Tableau N07 : Bilans financiers en grandes masses des exercices 2021 et 2022, partie « Passif ».**

**U=10<sup>6</sup>DA.**

<b>BILAN PASSIF</b>				
	<b>2021</b>	<b>%</b>	<b>2022</b>	<b>%</b>
<b>CP</b>	9 835,0	55,65	11 923, 09	59,99
<b>DLMT</b>	2 213, 03	12,53	2 029, 24	10,21
<b>DCT</b>	5 623, 95	31,82	5 924, 18	29,80
<b>TOTAL</b>	17 671, 97	100	19 876, 52	100

Source : Elaboré par l'étudiante à partir du tableau N 05.

**1.1.6 Analyses des données du bilan (partie passif) :**

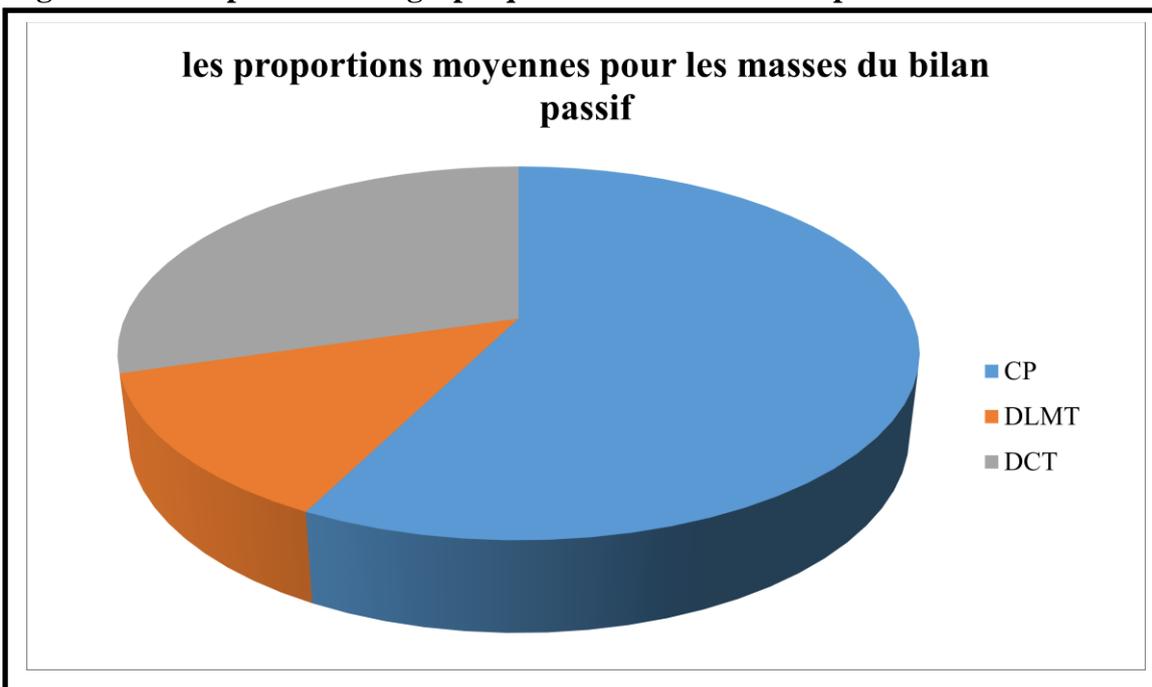
Le tableau ci-dessous présent les résultats des proportions moyennes pour les masses du bilan passif pendant la période (2018-2022).

**Tableau N08 : les proportions moyennes des masses du bilan passif pendant la période (2018-2022).**

<b>Les masses</b>	<b>Proportions moyennes(%)</b>
<b>CP</b>	<b>57,43</b>
<b>DLMT</b>	<b>12,93</b>
<b>DCT</b>	<b>29,64</b>

Source : Elaboré par l'étudiante à partir du tableau N06-07.

Figure N11 : Représentation graphique des masses du bilan passif.



Source : Elaboré par l'étudiante à partir du tableau N08.

**Les capitaux propres (CP) :** tout au long de la période d'étude, l'entreprise (ATS) est en situation de surcapitalisation ( $CP > 50\%$  de total passif). ce qui signifie qu'elle est indépendante financièrement. Et elle s'appuie en premier lieu sur ses propres fonds pour financer ses investissements.

**Les (DLMT) et les (DCT) :** pendant tout la durée d'étude, les DCT excèdent les DLMT de l'entreprise, cela est dû à la nature de l'entreprise, elle réalise des projets d'investissements à l'intérêt de ses clients ce qui nécessite des dettes fournisseurs étrangers, (et des injections de fonds par le groupe), tandis que les dettes à long terme qui sont destinées au financement de plan et projets d'investissements de l'entreprise elle-même ne dépasse pas le seuil de 13% par rapport au total passif.

## 1.2 Analyse par les indicateurs de l'équilibre financier d'ATS :

L'équilibre financier peut résulter de la confrontation permanente entre liquidité des actifs et l'exigibilité du passif. L'analyse de l'équilibre financier repose principalement sur les indicateurs suivants :

### 1.2.1 Le fond de roulement net global (FRNG) :

Est un indicateur financier qui représente le surplus des ressources durables (capitaux permanents :  $CP + DLMT$ ), qui permet de financer les emplois stables (l'actif immobilisé de l'entreprise).

Le tableau ci-dessous présente les résultats du fond de roulement net global (FRNG) de l'entreprise pour la période (2018-2022) :

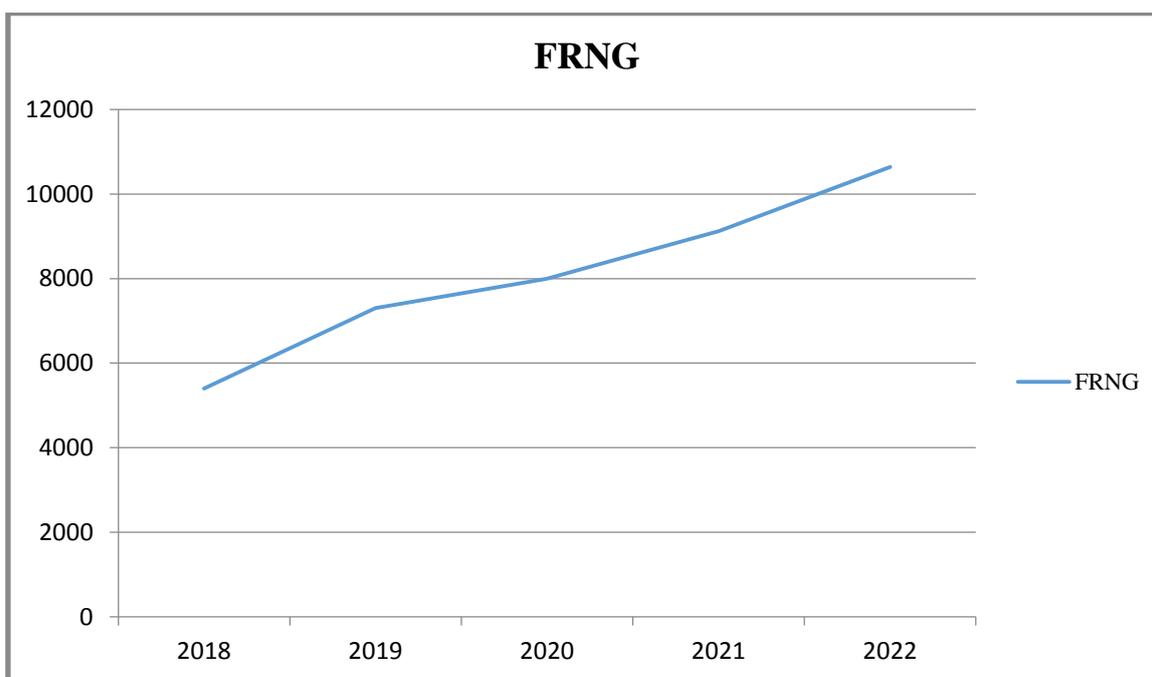
**Tableau N09 : Le FRNG d'ATS pour les années (2018-2022).**

**U=10<sup>6</sup>DA.**

Année	2018	2019	2020	2021	2022
<b>Les capitaux permanents</b>	7 841, 64	10 195, 84	11 051, 75	12 048, 03	13 952, 33
<b>l'actif immobilisé Net</b>	2 441, 87	2 891, 29	3 055, 59	2 929, 47	3 314, 20
<b>FRNG</b>	5 399, 77	7 304, 56	7 996, 16	9 118, 56	10 638, 13

**Sources :** Élaboré par l'étudiante à partir des états financiers des années (2018-2022).

**Figure N12 : Représentation graphique du (FRNG).**



**Source :** Elaboré par l'étudiante à partir du tableau N09.

Le fonds de roulement net d'ATS est positif tout au long de la période d'étude, (2018 à 2022) Cela signifie (préalablement) que l'entreprise est en équilibre financier, et qu'elle arrive à financer la totalité de l'actif immobilisé avec les ressources stables, on dégageant un excédent de ressources durables (à long terme) qui représente une marge de sécurité qui sera destinée à financer une partie du besoin de financement du cycle d'exploitation (actif circulant), ce qui constitue un bon indicateur qui traduit une bonne structure financière d'ATS pour les années d'étude.

**1.2.2 Le besoin en fond de roulement (BFR) :**

Est un indicateur qui représente les besoins à court terme d'une entreprise (les besoins de cycle d'exploitation : emplois cycliques) qui ne sont pas financés par les ressources d'exploitation. En d'autre terme le BFR est lié au décalage entre les recettes et le dépenses de l'entreprise.

Le tableau ci-dessous présente les résultats du (BFR) d'ATS pour la période (2018-2022).

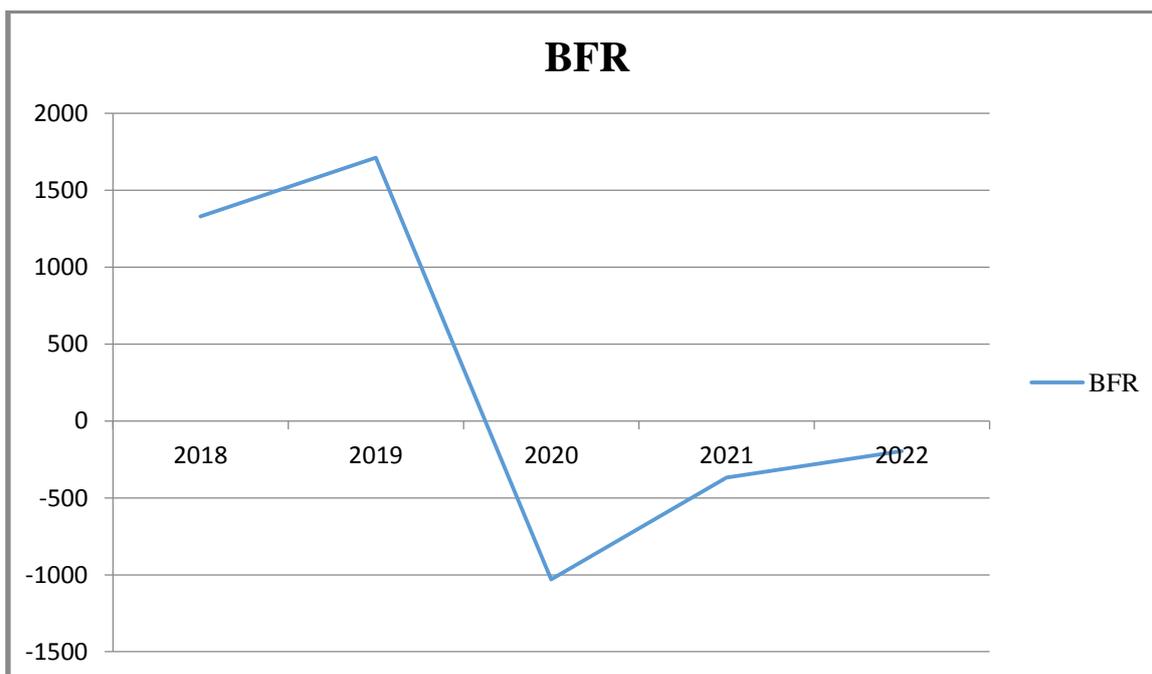
**Tableau N° 10 : Le BFR d'ATS pour les années (2018-2022).**

**U=10<sup>6</sup>DA.**

Année	2018	2019	2020	2021	2022
<b>Emplois Cycliques</b>	4 279, 71	4 935, 09	4 977, 59	5 256, 49	5 727, 65
<b>Ressources Cycliques</b>	2 950, 48	3 224, 13	6 006, 70	5 623, 95	5 924 ,18
<b>BFR</b>	1 329, 23	1 710 ,96	(1 029, 11)	(367, 45)	(196, 53)

**Sources :** Élaboré par l'étudiante à partir des états financiers des années (2018-2022).

**Figure N13 : Représentation graphique du (BFR).**



**Source. :** Elaboré par l'étudiante à partir du tableau N10.

ATS a dégagé un BFR positif pendant les premiers deux années d'étude (2018 et 2019) ce qui signifie que Les ressources d'exploitation de l'entreprise ne couvrent pas les valeurs d'exploitation et les valeurs réalisables pendant ces exercices, cela indique un décalage dans le temps du cycle d'exploitation et du cycle de financement de l'entreprise (le moment où elle règle ses fournisseurs ne correspond pas au moment où ses clients la payent). Donc l'entreprise a besoin d'un fonds de roulement.

Pendant la période allant de 2020 jusqu'à 2022, le BFR de l'entreprise parait négatif, cela montre que les ressources d'exploitation de l'entreprise lui permettent de financer largement les valeurs d'exploitation et les valeurs réalisables, donc l'entreprise n'a pas du besoin de trésorerie pour financer son décalage entre les décaissements (crédits fournisseurs) et les encaissements (les créances clients).

### 1.2.3 La trésorerie nette (TN) :

Elle mesure le reste des fonds mobilisable par l'entreprise à court terme. Après le financement de ses immobilisations et tous les besoins de son activité.

La confrontation entre le (FRNG) et le (BFR) permet de déterminer la (TN).

Le tableau ci-dessous présente les résultats du (TN) d'ATS pour la période (2018-2022) :

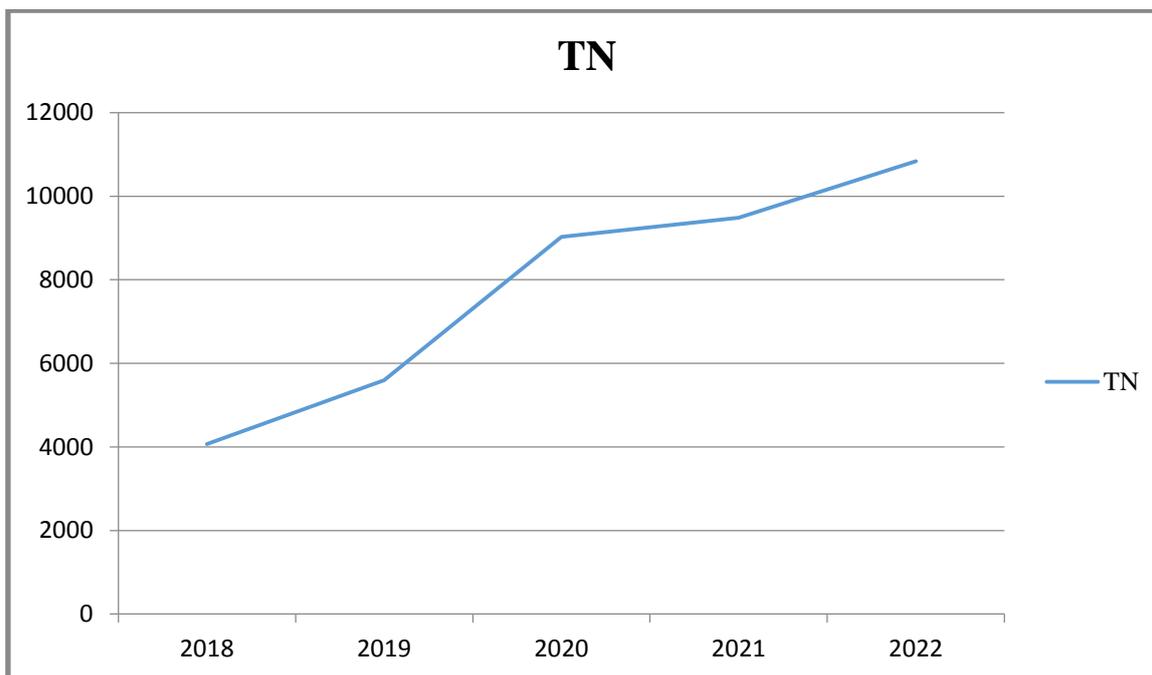
**Tableau N 11 : La trésorerie nette d'ATS pour les années (2018-2022).**

**U=10<sup>6</sup>DA.**

Année	2018	2019	2020	2021	2022
<b>FRNG</b>	5 399, 77	7 304, 56	7 996, 16	9 118, 56	10 638, 13
<b>BFR</b>	1 329, 23	1 710, 96	(1 029, 11)	(367, 45)	(196, 53)
<b>TN</b>	4070, 54	5593,6	9025,27	9486,01	10834,67

**Source :** Élaboré par l'étudiante à partir les tableaux N (09-10).

Figure N14 : Représentation graphique du (TN).



Source : Élaboré par l'étudiante à partir des tableaux N 10.

La (TN) d'ATS, est positive sur toute la durée d'étude, l'équilibre financier est atteint, c'est-à-dire, les ressources stables de l'entreprise couvrent ses emplois stables et son BFR.

L'excédent de la trésorerie signifie que les valeurs disponibles dépassent les dettes à court terme de l'entreprise. Il y a donc une solvabilité et une marge de sécurité. Cependant le surplus de la liquidité consistera en une trésorerie improductive, oisive, pourrait être due et considéré comme des actifs non investis, ce qui provoque des problèmes en terme de rentabilité de l'entreprise.

### 1.3 Analyse par la méthode des ratios :<sup>151</sup>

#### 1.3.1 Les ratios d'endettement :

Ces ratios permettent d'apprécier le risque que peuvent encourir les créanciers de l'entreprise. Parmi les principaux en trouve :

##### 1.3.1.1 Ratio d'autonomie financière (RAF) :

Est un indicateur permet d'examiner l'équilibre entre les fonds propres et l'endettement d'un entreprise, et donne une indication sur la proportion de fonds propres par rapport au total bilan, autrement dit ce ratio mesure le volume de financements internes par rapport aux financements totaux dont bénéficie l'entreprise. (La norme dans laquelle ce ratio doit se trouver est supérieure à 50%).

**Ratio d'autonomie financière (%) = (capitaux propres / total du bilan)\*100.**

<sup>151</sup> CHIHA, K. : op.cit,P41.

**Tableau N12 : L'autonomie financière d'ATS pour les années (2018-2022).**

Année	2018	2019	2020	2021	2022
<b>Autonomie financière</b>	61,67%	58,45%	51,42%	55,65%	59,99%

**Sources :** Élaboré par l'étudiante à partir des états financiers des années (2018-2022).

D'après les résultats obtenus nous constatons que l'entreprise ATS est autonome vu que le ratio d'autonomie financière dépasse largement la norme de 20% tout au long la période d'étude.

### 1.3.1.2 Ratio d'indépendance financière (RIF) :

C'est un indicateur qui sert à analyser l'équilibre financier d'une entreprise. Il se calcule en divisant le montant des fonds propres par le total des capitaux permanents. Il doit se situer au moins à 50 % pour que la structure des ressources stables de l'entreprise soit équilibrée.<sup>152</sup>

**Ratio d'indépendance financière (%) :** (capitaux propres/ capitaux permanents)\*100.

**Tableau N13 : L'indépendance financière d'ATS pour les années (2018-2022).**

Année	2018	2019	2020	2021	2022
<b>Indépendance financière</b>	84,87%	76,92%	79,36%	81,63%	85,45%

**Sources :** Élaboré par l'étudiante à partir des états financiers des années (2018-2022).

Le ratio d'indépendance financière d'ATS, est supérieur largement à 50 % pour les cinq années d'étude, cela signifie que cette entreprise est indépendante des capitaux étrangers pour financer ses activités.

### 1.3.1.3 Ratio d'endettement global (REG) :

Ce ratio exprime la part de l'endettement global (dette à court/long et moyenne terme) de l'entreprise dans la structure du passif. Il se calcule en divisant le montant des capitaux étrangers sur le total du passif.<sup>153</sup>

**Ratio d'endettement global (%) :** (capitaux étrangers / passif total)\*100.

<sup>152</sup> <https://www.l-expert-comptable.com/> (14/05/2023 à 14:09)

<sup>153</sup> CHIHA, K. : op.cit,P43 .

**Tableau N14 : L'endettement global d'ATS pour les années (2018-2022).**

Année	2018	2019	2020	2021	2022
<b>Endettement Global</b>	38, 32%	41,55%	48,58%	44,34%	40,01%

**Sources :** Élaboré par l'étudiante à partir des états financiers des années (2018-2022).

Le ratio d'endettement obtenu pendant toute la durée d'étude est inférieure, et parfois proche à 50% (2020), ce qu'il démontre que l'entreprise ne compte pas majoritairement sur l'endettement pour financer ses activités, mais comme même l'endettement à une part importante dans la structure financière de l'entreprise. (Politique d'endettement spéciale comme on l'a vu précédemment).

#### **1.3.1.4 Ratio de solvabilité générale (RSG) :**

Le ratio de solvabilité est un indicateur de la possibilité pour une entreprise de faire face à ses engagements et d'assumer ses dettes (à court, moyen et long terme) par l'addition de tous les éléments d'actif.<sup>154</sup>

**Ratio de solvabilité général :** (Total actif / Total dettes).

**Tableau N15 : La solvabilité générale d'ATS pour les années (2018-2022).**

Année	2018	2019	2020	2021	2022
<b>Solvabilité générale</b>	2,6	2,4	2,05	2,25	2,49

**Sources :** Élaboré par l'étudiante à partir des états financiers des années (2018-2022).

À travers ces résultats, (ratio de solvabilité supérieur toujours à 1), ATS apparaît « solvable », car elle arrive à couvrir tous ses engagements externes par la totalité de ses actifs.

#### **1.3.2 Les ratios d'équilibre financier et de liquidité<sup>155</sup> :**

Ils permettent de porter un jugement sur le niveau de liquidité et la solvabilité de l'entreprise.

##### **1.3.2.1 Ratio de liquidité générale (RLG) :**

Le ratio de liquidité général vérifie l'existence d'une marge de sécurité financière au niveau des actifs circulants par rapport au passif circulants. À partir de ce ratio, l'entreprise évalue sa capacité à honorer ses dettes à court terme au moyen de transformation des actifs à court terme en liquidité.

<sup>154</sup> <https://infonet.fr/etude-de-solvabilite/> (14/05/2023 à 15:58)

<sup>155</sup> **CHIHA, K.** : op.cit,P42.

**Ratio de liquidité générale :** actif circulant/ passif circulant.

**Tableau N16 : La liquidité générale d'ATS pour les années (2018-2022).**

Année	2018	2019	2020	2021	2022
<b>Liquidité générale</b>	2,83	3,26	2,33	2,62	2,79

**Sources :** Élaboré par l'étudiante à partir des états financiers des années (2018-2022).

Le ratio de liquidité général d'ATS est supérieur à la norme de 1 pendant toute la période d'étude, ce qui explique la capacité de remboursement des dettes à court terme de l'entreprise.

### 1.3.2.2 Ratio de financement propre (RFPR) :

Ce ratio indique la capacité de l'entreprise à financer ses actifs fixes par les fonds propres dont-elle dispose.

**Ratio de financement propre :** capitaux propres / actifs fixes.

**Tableau N 17 : Le financement propre d'ATS pour les années (2018-2022).**

Année	2018	2019	2020	2021	2022
<b>financement propre</b>	2,72	2,71	2,87	3,35	3,59

**Sources :** Élaboré par l'étudiante à partir des états financiers des années (2018-2022).

Le ratio de financement propre d'ATS se trouve supérieur à la norme de (1), tout au long la période d'étude, cela signifie que l'entreprise dispose des ressources (capitaux propres) qui lui permettent de financer la totalité ses immobilisations.

## 1.4 Analyse du tableau des comptes de résultats :

Afin de mener une étude proche à la réalité économique, l'analyse de tableau des comptes de résultats permet de déterminer le niveau d'activité de l'entreprise et les moyens qu'elle a mis en place pour l'atteindre.

Le tableau des comptes de résultats constitue une approche première de l'analyse de gestion de l'entreprise, donc l'analyse du compte de résultat est principalement basée sur l'étude des évolutions des différents **ratios, et soldes intermédiaires de gestion.**

### 1.4.1 Analyse des différents soldes intermédiaires de gestion :

Dans ce point, on entamera la présentation des évolutions des soldes intermédiaires de gestion d'ATS pour les trois premières années.

**Tableau N 18 : Présentation des évolutions des SIG d'ATS pour les exercices (2018-2020) :**

**U=10<sup>6</sup>DA.**

<b>Année</b>	<b>2018</b>	<b>TC</b>	<b>2019</b>	<b>TC</b>	<b>2020</b>
ventes et produits annexes	7 104, 83	(23,65)	5 423, 94	0,12	5 430, 74
<b>i - production de l'exercice</b>	<b>7 104, 83</b>	(23,65)	<b>5 423, 94</b>	0,12	<b>5 430, 74</b>
achats consommés	2 323, 83	(58,39)	966, 87	(21,70)	757 ,03
services extérieurs et autres consommations	1 288, 24	(17,71)	1 060, 04	(8,35)	971, 45
<b>ii - consommation de l'exercice</b>	<b>3 612, 07</b>	(43,88)	<b>2 026, 91</b>	(14,72)	<b>1 728, 48</b>
<b>iii - valeur ajoutée d'exploitation (i - ii)</b>	<b>3 492, 76</b>	(2,74)	<b>3 397, 02</b>	8,98	<b>3 702, 27</b>
charges de personnel	770, 60	9,25	841, 88	0,76	848, 34
impôts, taxes et versements assimilés	422, 29	(15,77)	355 ,69	(10,45)	318, 52
<b>iv - excédent brut d'exploitation</b>	<b>2 299, 87</b>	(4,36)	<b>2 199, 45</b>	15,27	<b>2 535, 41</b>
autres produits opérationnels	12, 80	3,81	13, 29	771,94	115, 88
autres charges opérationnelles	11, 78	(4,81)	11 ,21	991,16	122,30
Dotations aux amortissements, provisions et pertes de valeur	1 151, 58	(11,34)	1 020, 97	5,70	1 079 ,22
Reprise sur pertes de valeurs et provisions	642, 21	(41,41)	376, 26	50,55	566, 49
<b>v-résultat opérationnel</b>	<b>1 791, 52</b>	(13,10)	<b>1 556, 82</b>	29,51	<b>2 016, 25</b>
Produits financiers	32, 60	(82,37)	5, 74	187,90	16, 54
Charges financières	37, 11	(12,16)	6, 84	747,93	57, 99
<b>vi-résultat financier</b>	<b>(4, 52)</b>	(75,75)	<b>(1,10)</b>	3686,93	<b>(41, 45)</b>
<b>vii-résultat ordinaire avant impôt (v + vi)</b>	<b>1 787, 01</b>	(12,94)	<b>1 555, 73</b>	26,93	<b>1 974, 80</b>
Impôts exigibles sur résultats ordinaires	475, 24	(3,49)	458, 61	21,81	558, 68
Impôts différés (Variations) sur résultats ordinaires	88, 17	(180,98)	(71, 40)	(158,90)	42, 06
<b>total des produits des activités ordinaires</b>	<b>7 792, 43</b>	(25,32)	<b>5 819, 23</b>	5,33	<b>6 129, 65</b>
<b>total des charges des activités ordinaires</b>	<b>6 568, 83</b>	(29,20)	<b>4 650, 71</b>	2,25	<b>4 755, 59</b>
<b>viii-résultat net des activités ordinaires</b>	<b>1 223, 60</b>	(4,5)	<b>1 168, 52</b>	17,58	<b>1 374, 06</b>
<b>x - résultat net de l'exercice</b>	<b>1 223, 60</b>	(4,5)	<b>1 168, 52</b>	17,58	<b>1 374, 06</b>

**Sources :** Élaboré par l'étudiante à partir des états financiers des années (2018-2020).

Dans le tableau qui suit, on complétera les évolutions des soldes intermédiaires de gestion pour les années (2020-2022).

**Tableau N19 : Présentation des évolutions des SIG d'ATS pour les exercices (2020-2022).** **U=10<sup>6</sup>DA.**

Année	2020	TC	2021	TC	2022
ventes et produits annexes	5 430, 74	6,29	5 772, 61	17,06	6 757, 83
<b>i - production de l'exercice</b>	<b>5 430, 74</b>	6,29	<b>5 772, 61</b>	17,06	<b>6 757, 83</b>
achats consommés	757 ,03	29,39	979, 55	46,70	1 437, 02
services extérieurs et autres consommations	971, 45	(5,26)	920, 29	9,79	1 010, 45
<b>ii - consommation de l'exercice</b>	<b>1 728, 48</b>	(9,91)	<b>1 899, 84</b>	28,82	<b>2 447, 47</b>
<b>iii - valeur ajoutée d'exploitation (i - ii)</b>	<b>3 702, 27</b>	(4,6)	<b>3 872, 77</b>	11,29	<b>4 310, 36</b>
charges de personnel	848, 34	1,41	860, 32	(3,74)	828, 08
impôts, taxes et versements assimilés	318, 52	4,23	332, 022	14,82	381, 22
<b>iv - excédent brut d'exploitation</b>	<b>2 535, 41</b>	5,72	<b>2 680, 43</b>	15,69	<b>3 101, 06</b>
autres produits opérationnels	115, 88	24,45	144 ,21	53,71	221, 68
autres charges opérationnelles	122,30	(92,65)	8, 99	26,34	11, 35
dotations aux amortissements, provisions et pertes de valeur	1 079 ,22	(28,18)	775, 01	0,75	780, 84
reprise sur pertes de valeurs et provisions	566, 49	(85,23)	83, 63	120,92	184 ,75
<b>v-résultat opérationnel</b>	<b>2 016, 25</b>	5,35	<b>2 124, 27</b>	27,82	<b>2 715, 29</b>
produits financiers	16, 54	(43,34)	9, 37	371, 33	44, 16
charges financières	57, 99	(19,01)	46, 96	(31,78)	32, 04
<b>vi-résultat financier</b>	<b>(41, 45)</b>	(9,30)	<b>(37, 59)</b>	(132,24)	<b>12, 12</b>
<b>vii-résultat ordinaire avant impôt (v + vi)</b>	<b>1 974, 80</b>	5,66	<b>2 086, 68</b>	30,70	<b>2 727, 41</b>
impôts exigibles sur résultats ordinaires	558, 68	9,49	611 ,75	15,48	706, 50
impôts différés (variations) sur résultats ordinaires	42, 06	(38,82)	25 ,73	(12,11)	22 ,61
<b>total des produits des activités ordinaires</b>	<b>6 129, 65</b>	(1 ,95)	<b>6 009, 812</b>	19,94	<b>7 208, 42</b>
<b>total des charges des activités ordinaires</b>	<b>4 755, 59</b>	(4,09)	<b>4 560, 62</b>	14,24	<b>5 210, 11</b>
<b>viii-résultat net des activités ordinaires</b>	<b>1 374, 06</b>	5,46	<b>1 449, 20</b>	37,89	<b>1 998, 31</b>
<b>x - résultat net de l'exercice</b>	<b>1 374, 06</b>	5,46	<b>1 449 ,20</b>	37,89	<b>1 998, 31</b>

Sources : Élaboré par l'étudiante à partir des états financiers des années (2020-2022).

D'après les tableaux ci-dessus, nous remarquons que les SIG d'ATS ont connus des variations importantes durant la période (2018- 2022).

- **La production de l'exercice** : a connu une diminution en 2019 d'une proportion de (23,65)% par rapport à celle de 2018, mais à partir de l'exercice de 2020 la production d'ATS a subi une augmentation progressive, cela est justifier par la nature de l'activité de l'entreprise, si l'entreprise réalise un projet dans lequel elle vente des équipements satellitaires lourds (c'est le cas de l'exercice de 2018, 2020) le chiffre d'affaire augment d'un façon remarquable , sinon la production d'exercice compte sur la prestations des services satellitaires et les abonnements des clients (cas de l'exercice de 2019)  
On remarque, aussi que la production d'ATS n'a pas été affectée dans le sens négatif par la pandémie du COVID-19, au contraire la pandémie a contribué à l'accroissement de la demande des services de télécommunications par satellite.
- **La valeur ajoutée** : est le solde majeur du SIG. Il indique le volume de création de la richesse par l'entreprise.  
La valeur ajoutée d'ATS suit le même rythme d'évolutions de la production, mais elle a connu une diminution en 2021 d'une proportion de (4,6)%, suite à une augmentation remarquable de la consommation de cet exercice.
- **Excédent brut d'exploitation EBE** : a connu une baisse de (4,36)% pendant l'exercice de 2019 par rapport à celle de 2018, ( selon le même tendance de la production et la valeur ajoutée) et suite à l'augmentation de charges du personnel par une proportion de 9,25% , mais à partir de 2020 et tout au long le reste de la période d'étude, ATS a dégagé un EBE croissant, cela signifie que la valeur ajoutée pendant cette période est suffisante pour couvrir les charges du personnel, et le paiement des impôts et taxes.
- **Résultat opérationnel** : L'activité d'ATS est soldée par un résultat d'exploitation positif pendant toute la période d'étude, sauf qu'elle rencontre une diminution de (13,10)% pendant l'exercice de 2019 par rapport à 2018, (selon le rythme des autres rubriques), et en raison d'une baisse importante de la valeur de reprise sur pertes de valeur (41,41)% .
- **Résultat Financier** : parait déficitaire tout au long les exercices (2018 à 2021), car l'entreprise dans cette période à supporter des charges financières excédent les produits. par contre en 2022. (charges<produits) cette résultat a connu une amélioration est devient positif.
- **Résultat net** : est positif, en croissance dans toute la période d'étude, sauf pour l'année de 2019 dans laquelle le résultat net de l'entreprise rencontre une diminution de (4,5)%, comme conséquence de la perturbation de chiffre d'affaire de cet exercice.

**1.4.2 L'analyse de la capacité d'autofinancement et autofinancement d'ATS :**

**1.4.2.1 La capacité d'autofinancement (CAF) :**

La capacité d'autofinancement désigne l'ensemble des ressources internes générées par l'activité de l'entreprise qui permettent d'assurer son financement.

Le tableau ci-dessous présente les résultats du calcul de (CAF) d'ATS par l'approche additive pour la période (2018-2022) :

**Tableau N 20 : La capacité d'autofinancement d'ATS pour les années (2018-2022).**

**U=10<sup>6</sup>DA.**

Année	2018	2019	2020	2021	2022
<b>Résultat net</b>	1 223,6	1 168, 52	1 374, 06	1 449, 2	1 998, 31
<b>Dotations aux amortissements</b>	1 151, 58	1 020, 97	1 079, 22	775, 01	780, 84
<b>- Reprise sur pertes de valeurs et provisions</b>	-642, 21	-376, 26	-566, 49	-83, 63	-184, 75
<b>CAF</b>	173 2,97	18132, 33	1 886, 8	2140,59	2594, 40

**Sources :** Elaboré par l'étudiante à partir des états financiers des années (2018-2022).

À travers ces résultats, Algérie Telecom Satellites est largement en mesure de s'autofinancer grâce à un résultat net positif et à l'importance des dotations aux amortissements dégagés tout au long de la période d'étude, la (CAF) (les ressources internes) d'ATS apparaît positive et suffisante pour l'orienter vers le financement.

**1.4.2.2 L'autofinancement :**

L'autofinancement est le reliquat de la capacité d'autofinancement après distribution des dividendes. Et représente une source interne pour le financement des investissements de l'entreprise.

**Tableau N 21 : L'autofinancement d'ATS pour les années (2018-2022).**

**U=10<sup>6</sup> DA.**

Année	2018	2019	2020	2021	2022
<b>CAF</b>	173 2,97	18132, 33	1 886, 8	2140,59	2594, 40
<b>Dividendes</b>	0	0	0	(326, 34)	(68, 84)
<b>Autofinancement</b>	173 2,97	18132, 33	1 886, 8	1814,25	2525,56

**Sources :** Elaboré par l'étudiante à partir des états financiers des années (2018-2022).

Le tableau ci-dessus montre que l'autofinancement d'ATS est égal à la capacité d'autofinancement de cette entreprise durant les trois premières années d'étude, cela est dû au non distribution des dividendes. On remarque que l'autofinancement D'ATS reste positif et croissant malgré le fait de distribution des dividendes par l'entreprise en (2021-2022).

### 1.5 Analyse des ratios de rentabilité et l'effet de levier financier d'ATS :

#### 1.5.1 Le taux de la rentabilité économique (Re)<sup>156</sup> :

Le ratio de rentabilité opérationnelle (ou ROCE/ Return on Capital Employed) est un indicateur de la performance économique de l'entreprise, dans l'utilisation de l'ensemble des ressources employés pour réaliser des profits.

$Re (\%) = (\text{résultat d'exploitation après impôt} / \text{Actif économique}) * 100.$

**Tableau N22 : Evolution de la rentabilité économique de l'entreprise ATS pour la Période (2018-2022).**

**U=10<sup>6</sup>DA.**

Année	2018	2019	2020	2021	2022
<b>résultat d'exploitation (1-T)</b>	1325,72	1152,04	1492,02	1571,95	2009,31
<b>Actif économique</b>	7604,47	9373,16	9674,98	11486,47	12795,2
<b>Rentabilité économique</b>	0,174	0,123	0,154	0,136	0,157
<b>Re (%)</b>	17,4%	12,3%	15,4%	13,6%	15,7%

**Sources :** Élaboré par l'étudiante à partir des états financiers des années (2018-2022).

À partir du tableau, on constate que l'entreprise ATS a enregistré une rentabilité positive sur l'ensemble des exercices.

La rentabilité la plus importante s'observe en 2018 (17,4%), et la moins importante en 2019(12,3%).Ce recul s'explique par le fait que, si l'entreprise arrive à réaliser des projets de vente des équipements satellitaire le chiffre d'affaire augmente rapidement ce qui affecte la rentabilité économique (cas 2018) , sinon les ventes de l'entreprise comptent seulement sur la prestation des services satellitaire (Cas 2019).

<sup>156</sup> [https://gocardless.com/fr/guides/articles/rentabilite-economique/\(16/05/2023à 03: 05\)](https://gocardless.com/fr/guides/articles/rentabilite-economique/(16/05/2023à 03: 05))

### 1.5.2 Le taux de la rentabilité financière (Rf)<sup>157</sup> :

Le taux de la rentabilité financière (ROE Return on Equity) permet de savoir la capacité de l'entreprise à dégager une rentabilité avec ses fonds propres, c'est donc d'apprécier l'efficacité de l'entreprise dans l'utilisation des ressources apportées par les actionnaires.

$$Rf (\%) = (\text{résultat net courant} / \text{capitaux propres}) * 100.$$

**Tableau N23 : Evolution de la rentabilité financière de l'entreprise ATS pour la période (2018-2022).**

U=10<sup>6</sup>DA.

Année	2018	2019	2020	2021	2022
<b>résultat net</b>	1223,60	1168,52	1 374, 06	1 449 ,20	1 998, 31
<b>capitaux propres</b>	6 655, 83	7 843, 38	8 771, 60	9 835,0	11 923, 09
<b>rentabilité financière</b>	0 ,184	0 ,149	0,157	0,147	0,168
<b>Rf (%)</b>	18,4	14,9	15,7	14,7	16,8

**Sources :** Élaboré par l'étudiante à partir des états financiers des années (2018-2022).

Les résultats montrent que le taux de la rentabilité financière D'ATS a subi une volatilité entre hausse et basse tout au long la période d'étude, cela est expliquée principalement par une augmentation remarquable chaque année de la part des capitaux propres, et parallèlement à des variations pour les résultats réalisés, le cas de 2019 par exemple l'augmentation des capitaux propre qui dû selon le tableau de variations des capitaux propres à une augmentation de Réserves (3 058) MDA, et l'augmentation de capital (91, 81)MDA, et avec la baisse des résultats réalisés (résultat net courant) pendant cette année par ATS comme on la vus précédemment, le taux de rentabilité financière a connu une baisse de presque 20% par rapport à celle en 2018.

<sup>157</sup><https://www.insee.fr/fr/metadonnees/definition/c2058> (19/05/2023 à 03:40)

### 1.5.3 L'effet de levier financier (EL) :

Par définition l'effet de levier financier est la différence entre la rentabilité financière et la rentabilité économique.

**EL :  $R_f - R_e$ .**

**Tableau N24 : L'effet de levier financier d'ATS pour la période (2018-2022).**

Année	2018	2019	2020	2021	2021
<b>Rf(%)</b>	18,4	14,9	15,7	14,7	16,8
<b>Re (%)</b>	17,4	12,3	15,4	13,6	15,7
<b>EL</b>	1	2,6	0,3	1,1	1,1

**Sources :** Élaboré par l'étudiante à partir des états financiers des années (2018-2022).

L'effet de levier est positif: «Amplificateur», tout au long la période d'étude, atteint un seuil maximal de 2,6 % en début de période (2019), il situe autour le seuil de 1% pour les autres années de l'étude.

La rentabilité économique d'ATS excède le taux d'intérêt moyen ( $R_e > i$ ), donc le recours à l'endettement par cette entreprise permet de dégager un bénéfice supplémentaire sur chaque unité monétaire additionnelle empruntée de la part d'ATS.

En d'autre part, l'effet de levier permet d'améliorer la rentabilité financière, implique une augmentation de la rentabilité des capitaux propres, (une fonction croissante de l'endettement), donc l'effet de la dette et l'emprunt exerce un impact bénéfique sur la rentabilité de l'entreprise en sens global.

Cependant, malgré le fait que l'effet de levier soit positif et amplificateur, pendant toute la période d'étude, la rentabilité financière se trouve parfois avec une baisse (2019, 2021), cela est dû principalement à la vitesse de la baisse de la rentabilité financière qui est supérieure à celle de la rentabilité économique.

**2 L'évaluation de l'entreprise. Et la relation entre le levier financier et la valeur de l'entreprise :**

Pour estimer la valeur de l'entreprise, il existe différentes approches: l'approche patrimoniale, l'approche des cash-flows actualisés DFC, et l'approche analogique de marché (l'évaluation par la méthode des multiples ou comparables).

**2.1 La valeur d'ATS « par approche patrimoniale » :**

L'approche patrimoniale est aligné avec l'objectif de cette étude, car ATS n'est pas cotée en bourse (donc on ne peut pas appliquer la méthode des multiples), la détermination du taux d'actualisation des cash flows future de l'entreprise est également difficile, (donc la méthode de DFC est aussi inapplicable dans le cas d'ATS).

La valeur selon l'approche patrimoniale est la somme des valeurs des composants de l'entreprise ou « Actifs nets de l'entreprise ».

Donc la principale mesure de la valeur patrimoniale soit : ANC Actif Net Comptable.

**2.2 Détermination de l'ANC d'ATS :**

L'actif net comptable (ANC), est déterminer directement à partir des rubriques du bilan, est égal à la différence entre l'actif et le passif exigible de l'entreprise<sup>158</sup>.

$$ANC = \text{Actifs réels} - \text{Dettes réelles}$$

$$ANC = [(\text{Somme des actifs} - \text{Actifs fictifs}) - (\text{Somme des dettes} - \text{dettes fictives})]$$

**Tableau N25 : Calcul de l'ANC d'ATS pour les années (2018-2022).**

**U=10<sup>6</sup>DA.**

Année	2018	2019	2020	2021	2022
<b>Actif exigible</b>	10 792, 11	13 419, 97	17 058, 45	17 671, 97	19 876, 52
<b>Passif exigible</b>	4136,29	5576,6	6006,70	8163,32	8022,26
<b>ANC</b>	6 655, 83	7 843, 38	8 771, 60	9 508,65	11 854, 26

**Sources :** Élaboré par l'étudiante à partir des états financiers des années (2018-2022).

À partir les résultats, on constate une croissance remarquable de la valeur de l'entreprise ATS tout au long la période d'étude et spécifiquement une croissance rapide et important entre l'année (2021-2022). Cette hausse s'explique par l'entrée D'ATS durant cette période dans des projets notamment (réseau de ministère d'éducation, projet d'un réseau pour les douanes ...), sont des grand projets qui en résultent une hausse en terme de l'actif net de l'entreprise.

<sup>158</sup> GLIZ, A.:op.cit ,P117.

**2.3 La relation entre le levier financier et la valeur de l'entreprise :**

**Degrés du levier financier :** il est calculé par en rapport entre la variation en pourcentage du bénéfice avant intérêts et impôts (BAII) et le bénéfice par action (BPA).

**Tableau N26 : Le degré du levier financier d'ATS pour les années (2018-2022).**

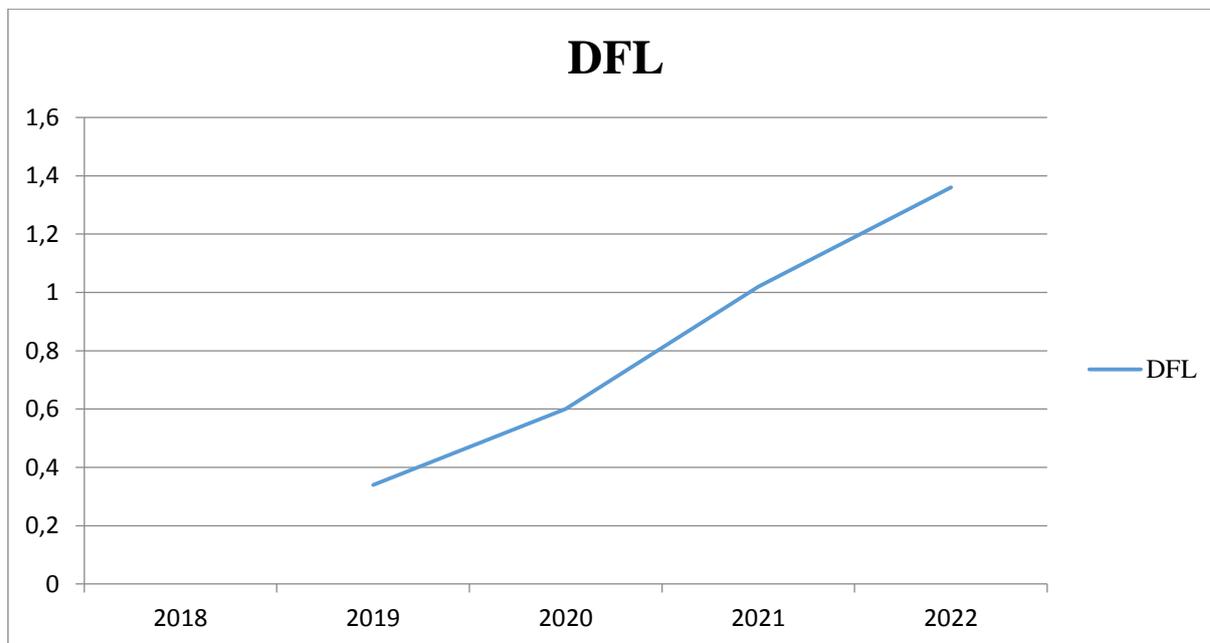
Année	2018	2019	2020	2021	2022
<b>Variation en % du (BAII)</b>	/	(13,10)	29,51	5,35	27,82
<b>Variation en % du (BPA)</b>	/	(4,5)	17,58	5,46	37,89
<b>Degré de levier financier</b>	/	0,34	0,6	1,02	1,36

**Sources :** Élaboré par l'étudiante à partir des états financiers des années (2018-2022).

D'après ce tableau, on remarque que la volatilité et les pics de BPA : « indicateur utilisé comme mesure de croissance des résultats, et de bonne performance »,<sup>159</sup> trouve ses origines par un degré de levier financier élevé (cas 2021, 2022). Cela s'explique par le fait que la dette induite des coûts dite « fixes », l'effet de levier sert à amplifier le BPA et les rendements.

**Représentation de l'évolution du levier financier et de la valeur de l'entreprise :**

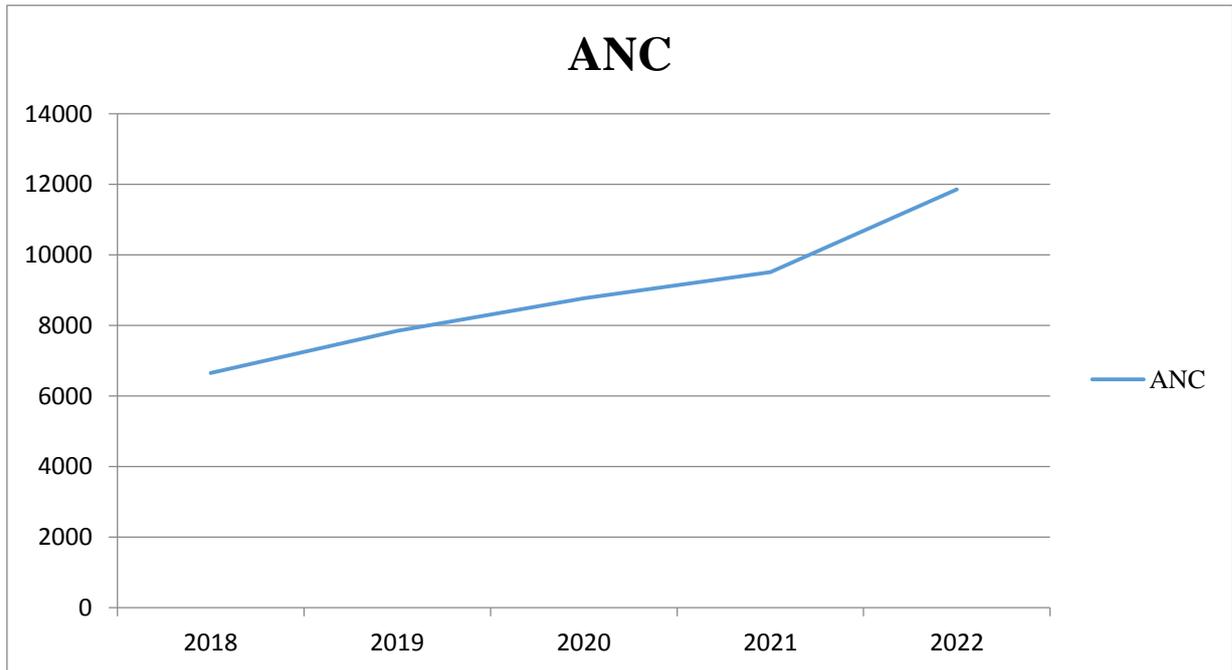
**Figure N15 : Représentation graphique de l'évolution du DFL d'ATS.**



**Source :** Élaboré par l'étudiante à partir du tableau N26.

<sup>159</sup> FLORENCE, P. : op.cit, P36.

Figure N 16 : Représentation graphique de l'évolution de l'ANC d'ATS.



Source : Élaboré par l'étudiante à partir du tableau N25.

D'après les graphes ci-dessous, on remarque que les courbes d'évolutions de l'ANC et celle du DFL « degree of financial leverage », sont parallèlement suivent le même rythme et la même tendance de progression, cela se traduit par la sensibilité de DFL aux évolutions du (BAII) et aux évolutions de (BPA) : « le (BAII) est amplifiée sur le pourcentage du bénéfice par action(BPA) **par effet de levier**, ce qui traduit aussi par une évolution de mémé rythme remarquable principalement en fin de période où la vitesse de croissance de DFL (2021-2022) est la même pour celles de l'ANC .

***Conclusion :***

Dans ce chapitre, nous avons commencé par présenter l'organisme d'accueil, afin de synthétiser les différentes informations nécessaires à l'interprétation des résultats de notre analyse, notamment : la typologie, la nature de l'activité de l'entreprise ainsi que sa politique d'endettement...

Ensuite, nous avons présenté, les résultats de notre travail à travers le traitement et l'analyse des états financiers de l'entreprise Algérie télécom satellite pendant la période allant de 2018 à 2022.

Les résultats de l'analyse menée à travers certains indicateurs choisis selon l'intérêt de notre étude, nous ont permis d'appréhender la situation financière de l'entreprise et de faire ressortir la relation entre l'effet de levier financier et la valeur de cette entreprise.

L'analyse a permis de montrer l'existence d'un effet de levier financier positif tout au long la période d'étude, ce qui implique que l'effet de la dette est amplificateur, se traduit par une influence positive sur la rentabilité financière de l'entreprise ce qui améliorer sa valeur (préalablement).

Pour démontrer ce fait d'amélioration de la valeur par le levier financier, les résultats de l'analyse ont permis de détecter les éléments affectant à la fois l'évolution de la valeur(ANC) et le levier financier, (points d'intersections), et donc de déduire la relation objet de notre étude.

## **Conclusion générale**

## Conclusion générale:

L'impact de l'effet de levier financier sur la valeur de l'entreprise, est depuis longtemps une question centrale de différents travaux de recherche théoriques et empiriques.

L'objectif de notre travail de recherche était d'analyser l'impact de l'effet de levier financier sur la valeur de l'entreprise, et pour atteindre cet objectif on a posé la problématique suivante : « **Quel impact peut affecter la valeur de l'entreprise s'il est dû à une évolution transitionnel du levier financier ?** »

Dans le premier chapitre, nous avons présenté une introduction de la notion d'endettement comme une source résiduelle du financement, qui implique à la fois un risque et un levier financier pour l'entreprise, ensuite, les fondements théoriques, le principe, la mesure, et le rôle et les limites, de l'effet de levier de la dette sont abordées dans la deuxième partie de ce chapitre, pour pouvoir déduire à la fin que à travers le recours à l'endettement qui constitue un moyen de financement, soumis à des contraintes de rentabilité et de risques (plus de dette plus de risque financier), l'entreprise peut profiter d'un effet de levier financier, le rôle de ce dernier a été démontré comme un mécanisme qui traduit la croissance et l'amplification des bénéfices et des rendements de l'entreprise et donc l'amélioration de la valeur.

A travers ces résultats, il semble possible de confirmer l'hypothèse préalable **H1** qui indique que l'effet de levier financier implique l'incidence positive de l'endettement sur les résultats et les rendements, et donc sur la valeur de l'entreprise.

Dans le deuxième chapitre, nous avons abordé une généralité sur la valeur de l'entreprise à travers la présentation d'une revue de la littérature sur le concept de la valeur, puis les principaux déterminants de cette valeur, et l'ensemble des contraintes apportés par la théorie de signal et d'asymétrie d'information sur le contexte de la valorisation, dans ce sens, l'interaction et l'effets de la décision de l'endettement sur ces contraintes étaient au cœur de l'étude. Ensuite, nous avons consacré la deuxième partie de ce chapitre pour étudier la relation entre la structure du capital et la valeur, pour déduire la relation objet de notre étude, entre le levier financier et cette valeur, en se référant aux résultats et aux apports des différents travaux du recherches modernes (antérieures), et par la prise en compte de l'apports des théories de basse de la structure de financement, pour en fin arriver à conclure que le levier financier affect la valeur de l'entreprise en termes d'impact des décisions de financement et spécifiquement celles de l'endettement sur la profitabilité et la performance, aussi leur interactions avec les conditions et les contraintes auxquelles fait face cette valeur.

Cela nous a permis de confirmer l'hypothèse **H2** qui indique que la croissance ou la baisse de la valeur de l'entreprise est expliquée par plusieurs variables, et en grande partie par l'impact de la structure du capital et de l'effet du recours à l'endettement par l'entreprise.

Dans le dernier chapitre, nous avons réalisé une étude pratique sur l'impact de l'effet de levier financier sur la valeur au sein de l'entreprise, à travers une analyse de la situation financier, et une évaluation de l'entreprise (diagnostic financier), les résultats de notre diagnostic sont favorables à l'objectif de notre étude, car l'ensemble des indicateurs d'équilibres financier, et de soldes intermédiaires de gestion de cette entreprise semblent positifs. Ceci indique une augmentation remarquable des résultats et des bénéfices de cette entreprise tout au long de la période d'étude, les résultats de l'évaluation ont montré aussi une croissance progressive de (ANC), et donc la valeur patrimoniale de l'entreprise.

Nous sommes arrivés finalement à la confirmation de l'hypothèse **H3** qui indique que la valeur de l'entreprise ATC. Algérie télécom satellite, est positivement affectée par l'évolution du l'effet de levier financier.

### 1 Les résultats de l'étude :

Les résultats obtenus permettent de conclure que :

- Notre étude a mis l'accent sur le rôle amplificateur qu'a l'effet de levier sur les rendements et les bénéfices de l'entreprise, donc l'existence d'un effet de levier positif de la part d'ATS tout au long de la période de notre étude qui se traduit par le fait que les couts fixe de l'emprunt ( $i$ ) sont inférieure aux taux de rentabilité économique ( $Re > i$ ), le recours à l'endettement par cette entreprise semble bénéfique, et l'emprunt exerce un impact positif **sur la rentabilité** des capitaux propres, et celle de l'entreprise au sens global.
- D'autant plus que l'étude sur le (DFL) degré du levier financier, permet de démontré ce qui a été mentionné dans le premier chapitre : plus le DFL est élevé, plus le bénéfice par action (BPA) sera volatil, cela est le cas pour ATS pour les années 2021 et 2022, où les taux de DFL sont les plus élevés (1,02 % & 1,36%). donc comme l'intérêt est un cout fixe, l'effet de levier amplifie les rendements et **le BPA**.
- la sensibilité de DFL aux variations de BPA et surtout celle de fin période (2021-2022) les DFL les plus élevées, en comparaison avec l'évolution de la valeur patrimoniale (ANC) suivent le même rythme (hausse rapide de la valeur en 2021-2022), donc l'effet de levier financier sert à amplifier les rendements et les bénéfices de l'entreprise et également **la valeur de l'entreprise**.
- cette présente étude permet aussi de conclure que l'environnement de l'entreprise, comme les réglementations fiscales (taux d'impôts élevé comme le cas d'ATS), les subventions de l'état, les politiques du paiement de la dette, politique d'injection des fonds par le groupe..., peuvent avoir un impact important sur les outils et les indicateurs de la situation financière de l'entreprise, et donc avoir aussi une contribution sur l'évolution de l'entreprise.

### 2 Les recommandations :

Les résultats de notre étude, nous ont permis d'établir les recommandations suivantes :

- Pour améliorer le contexte de l'évaluation de l'entreprise, la constitution de Goodwill (la valeur incorporelle de l'entreprise/ survaleur), implique un avantage primordiale quant à la valeur fiable de l'entreprise, donc il est recommandé pour l'entreprise (ATS), de faire une constitution de son Goodwill.
- Vu que la valeur des immobilisations de l'entreprise ne constitue que 20% de total actif, le recours à la réévaluation qui conduit à une augmentation de la valeur des immobilisations financières et corporelles dans les comptes de l'entreprise, permet d'améliorer la présentation de ces comptes et l'ensemble des ratios.
- il est recommandé aussi que l'objet de notre étude « l'impact de l'effet de levier financier sur la valeur de l'entreprise », peut être traité d'une manière encore plus élargie et enrichie, par une étude économétrique tell que « l'approche d'analyse

économétrique », donc le levier financier sera associé à des autres variables dépendantes comme : la taille, la profitabilité, le free cash-flow, la structure de propriété, la liquidité..., et détecté, mesurer ensuite les coefficients de corrélation et de significativité de l'impact pour voir s'il est positif ou négatif, déterminer aussi lesquelles de ces variable influent le plus sur la variable dépendante (la valeur).

### **3 Les limites de l'étude :**

- L'élaboration d'un travail de recherche scientifique n'est pas toujours facile, cette étude a rencontré plusieurs difficultés en termes de manque d'informations sur la réalité d'exploitation et celle de financement de l'entreprise (projets d'investissement, politique d'endettement ...) Ce qui nous mis en difficulté d'interpréter les résultats de certain ratios et indicateurs de la structure financière, et du cycle d'exploitation de l'entreprise par rapport à la réalité, et aussi par le manque de certains données concernant l'évaluation de l'entreprise, suite au manque de certain documents financiers qui peuvent fournir des informations et une image plus fiable sur la valeur de cette entreprise et donc sur le résultat de notre étude.
- Le manque de références en langue française concernant la valeur de l'entreprise, nous a mis aussi devant la difficulté de traduire des références en anglais.

# **Bibliographie**

---

## Bibliographie

### 1 Les ouvrages

- **ACH, Y.A. et DANIEL, C.** : « Finance d'entreprise : du diagnostic à la création de valeur », édition Hachette, Paris, 2009.
- **BAGNERIS, J.R. and al.** : « introduction à la finance d'entreprise » , 2E édition, Magnard Vuibert, Paris, 2010.
- **BARREAU, J. ; DELAHAYE, J. et DELAHAYE, F.** : « Gestion Financière », 14<sup>ème</sup> édition, Dunod, Paris, 2005.
- **BARTHELEMY, B.** : « Gestion des risques méthode d'optimisation globale », édition l'organisation, 2000.
- **BENKRIMI, K.** : « Crédit bancaire et économie financière », édition El dar El othmania, Alger, 2010.
- **BERNET-ROLLAND, L.** : « Principes de technique bancaire », Edition Dunod, Paris, 2002.
- **BESSIS, J.** : « Gestion des risques et gestion Actif-Passif des banques », Edition Dalloz, Paris, 1995.
- **BODIE, Z. et MERTON, R.** : « Finance », PEARSON, 3<sup>e</sup> édition, France, 2011.
- **BRIGHAM, E. et EHRHARDT, M.** : « Financial management », south-western a part of Cengage learning, Mason, 2009.
- **CABANE, P.** : « L'essentiel de la finance à l'usage des managers », édition EYROLLES, Paris, 2005.
- **CHARLES, A. ; MAURICE, S. et REDOR, E.** : « Le financement des entreprises », édition Economica, Paris, 2014.
- **CHARREAUX, G.** : « Finance d'entreprise » , 2<sup>ème</sup> édition, éd Ems, Paris, 2003.
- **CHARREAU, G.** : « de nouvelles théories pour gérer l'entreprise » , Edition Economica, Paris, 1987.
- **CHIHA, K.** : « Gestion et stratégie financière » , 1<sup>ere</sup> Edition, éd HOUMA, Alger, 2005.
- **COBBAUT, R.** : « Théorie Financière », 2<sup>ème</sup> édition, édition Economica, 1992.

- **COHEN, E.** : « gestion financière de l'entreprise et développement financier », EDICEF, Paris, 1991 .
- **DAMONDRAN, A.** : « Finance d'Entreprise », éd De Boeck, Bruxelles, 2007.
- **DELAHAYE, F. et DELAHAYE, J.** : « finance d'entreprise » , Dunod, Paris, 2018.
- **FLORENCE, P. et EUSTACHE, B.** : « valorisation d'entreprise et théorie financière », éditions d'organisation, France, 2003.
- **GERARD, M.** : « Gestion financière », édition Bréal, 4e éd, Paris, 2007.
- **GLIZ, A.** : « l'évaluation de l'entreprise », BERTI EDITIONS, Alger, 2020.
- **GREMILLET, A. et LEFEBVRE, C.** : « L'endettement de l'entreprise, politique et gestion », Edition d'Organisation, Paris, 1978.
- **GUERRIEN, B.** : « dictionnaire d'analyse économique », édition la Découverte, Paris, 1997.
- **HIRIGOYEN, G. et JOBARD, J.P.** : « Financement de l'entreprise : évolution récente et perspectives nouvelles », Economica, Paris, 1997.
- **HOURAU, C.** : « Maitriser le diagnostic financier », 3eme Edition, Revue fiduciaire, 2008.
- **HOARAU, C. et TELLER, R.** : « création de valeur et management de l'entreprise » , édition Vuibert, Paris, 2001.
- **LEVASSEUR, M. et QUINTART, A.** : « Finance », édition Economica, Paris, 1999.
- **MAHE DE BOISLANDELLE, H.** : « Dictionnaire de Gestion, vocabulaire, concepts et outils », édition ECONOMICA, Paris, 1998.
- **MOURGUES, N.** : « Financement et coût du capital de l'entreprise » , édition ECONOMICA, Paris, 1993 .
- **PANDEY, I.M.**: « Financial management », Vikas Publishing House PVT Ltd, New Delhi, 2013.
- **RAMAGE, P.** : « Analyse et diagnostic financier », éd d'organisation, Paris, 2001.
- **ROUACH, M. et NAULLEAU, G.** : « Le contrôle de gestion bancaire et financière », Edition la revue éditeur, 3ème édition, Paris, 1998.
- **ROUSSELO, P. et VERDIE, J.F.** : « La gestion de la trésorerie » , édition Dunod, 2eme édition, Paris, 1999.

- **SEVERIN, E.** : « L'endettement des entreprises : incidence sur la valorisation des firmes », Edition Ethique, Lille, 2002.
- **VERINEMMAN, P.** : « finance d'entreprise », édition Dalloz, Paris, 2016 .

## 2 Les articles

- **ADENUGBA, A. ; IGE, A. and KESINRO, O.R.** : « Financial Leverage and Firms' Value: A Study Of Selected Firms In Nigeria », in the European Journal of Research and Reflection in Management Sciences, Vol. 4 No. 1, 2016.
- **AIT SAHED, I. et AIT MOHAMMED, M.** : « L'effet de l'endettement sur la rentabilité de l'entreprise », volume 11, numero1 ,06/10/2018.
- **AKERLOF, G.**: «The Market for “Lemons” : Quality Uncertainty and the Market Mechanism », in The Quarterly Journal of Economics Vol. 84, No. 3, 1970.
- **ALMASRI, D.E. et ELESSA, M.S.**:« the impact of Operating and Financial leverage on stock value », economic researcher review, Jordan, 2020, P243.
- **ASRAF, M. and MUCHIA, D.**:« Analysis of the Effect of Operating Leverage and Financial Leverage on Companies Profitability Listed on Indonesia Stock Exchange », in lomata International Journal of Management Vol. 2 No. 1 ,2020.
- **ATRISSI, N.** : « Relation d'agence et politique de financement des firmes des pays méditerranéens »,Revue technique de financement et développement n°85, 2006.
- **BARTOSOVA, V. and JAROS, J.** : «to the capital structure choice : miller and modgilliani model », In Procedia Economics and Finance 26, slovakia, 2015.
- **BAXTER, N.D.** : «Leverage, Risk of Ruin and the Cost of Capital», Journal of Finance, 1967.
- **BAYKARA, S. et BAYKARA, B.** :« the impact of agency costs on firm performance : an analysis on bist sme firms », Press Academia Procedia (PAP), volum 14, 2021.
- **BECKER-BLEASE, J.R. and al.** : « Employees, Firm Size and Profitability of U.S. Manufacturing Industries », in the Journal of Investment Management and Financial Innovations, Vol 7, no2, 2010.
- **CHENG, M.C. et TZENG, Z.C.** : «The Effect of Leverage on Firm Value and How The Firm Financial Quality Influence on This Effect», World Journal of Management Vol. 3. No. 2. September, 2011.

- **DAQUAN, G. and al.** : « Corporate Governance, Agency Costs, Corporate Sustainable Development : A Mediating Effect Analysis», in *Discrete Dynamics in Nature and Society*, China, 2021.
- **DRAOU, I. et DOUAH, B.** :« impact de la gouvernance de l'entreprise sur la creation de la valeur », *North African Review of Economics and Management*, Vol 05- N° 01,2018.
- **FAROOQ, M.A. and MASOOD, A.** :“Impact of Financial Leverage on Value of Firms: Evidence from Cement Sector of Pakistan”, *Research Journal of Finance and Accounting*, Vol.7, No.9, 2016.
- **GUETSOP, S. F. A. et MAKOUET, I.**: « Endettement et performance des entreprises », *Journal Of Social Science And Organization Management*, Cameroun,2021.
- **GUNADI, N. and al.** : «Impact of Structural Capital and Company Size on the Growth of Firm Value through Financial Performance with Good Corporate Governance as a Moderating Variable : Property and Real Estate Business in Indonesia », in *International Journal of Economics and Business Administration* Volume VIII, no 4, 2020.
- **GUNARISH, T. ; CULATA, E. and RALNA, P.** : « pecking order theory and trade-off theory of capital structure: evidence from indonesian stock exchange», In *Journal TheWINNERS*, Vol. 13 No. 1, 2012.
- **HARRIS, M. et RAVIV, A.**: «Capital structure and the informational role of debt», in *Journal of Finance*, 2003.
- **HARRIS, M. et RAVIV, A.** :«Corporate control contests and capital structure», in *Journal of Financial Economics*, no 20, 1988.
- **HENNICHE, W.** : « La préservation de la valeur financière de l'entreprise » , *Revue nouvelle économique*, volume 05, numéro 01, 2014.
- **JENSEN, M.C.**: «Agency cost of free cash-flow, corporate finance and takeover», in *American economicreview*, no76, 1986.
- **JENSEN, M. et MECKLING, W.**: « Theory of the firm : managerial behaviour, agency costs, and ownership Structure ». *Journal of Financial Economics*. 3, 1976.
- **KHOURY, N.T. et MEDINA, E.** : « La structure du capital : une synthèse des orientations théoriques et empiriques de la dernière décennie ». *L'Actualité économique*, 61(3), 1985.
- **LACHAARI, M. et BENMAHANE, M.** : « Structure financière, coût du capital et valeur de la firme : Revue théorique autour du ratio optimal d'endettement », *Alternatives Managériales et Economiques*, *Revue AME* Vol 2, No 4, 2020.

- **MAKNI, F.Y. ; MARRAKCHI, C.S. et ZEGHAL, D.M.** :« Impact de la structure de propriété et de l'endettement sur les caractéristiques du conseil d'administration », 27ème Congrès de l'Association Francophone de Comptabilité, Tunis, mai 2006.
- **MANDELKER, G.N. et RHEE, G.** : «the impact of the degrees of operating and financial leverage on systematic risk of common stock», in the journal of financial and quantitative analysis, no 1, March 1984.
- **MAQBOOL-SHAH, F. et ANWAR-KHALIDI, M.**:« Determinants of Firm Value in Shariah Compliant Companies », College of Management Sciences, Volume 15, Issue 1, 2020.
- **MATHE, J.C. et RIVET, A.** : « effet de levier et risque d'endettement », essai de synthèse et prolongement, France, 1994 .
- **MYERS, S.C.**: «capital structure» in Journal of Economic Perspectives, Volume 15, No 2 ,2001.
- **MYERS, C.S.** :«The Capital Structure Puzzle », the Journal of Finance No.3, 1984.
- **NGUYEN, L.; TAN, T.K.P. and NGUYEN, T.H.**: « Déterminants of Firm Value », in the Journal of Asian Finance, Economics and Business Vol 8 No 6, 2021.
- **POINCELOT, E.** : «information asymétrique et choix financiers : une note critique », ÉFINÉCO, vol. 7, No 1, 1er semestre, 1997.
- **RACHDI, H. et EL GAIED, M.** : « l'impact de l'indépendance et la dualité du conseil d'administration sur la performance des entreprises : application au contexte américain », revue libanaise de gestion et d'économie, volume 2, issue 3, 2009.
- **RACHMAT, R.A.H. and al.** :« Corporate Governance And Firm Value : The Mediating Role Of Intellectual Capital Disclosure In Indonesian Manufacturing firms», in the European Journal of Molecular & Clinical Medicine, Volume 7, Issue 2, 2020.
- **RAFIKI, A.** : « Les controverses empiriques de pecking order theory », Revue Marocaine de Gestion et d'Economie, N°6, 2016.
- **RAHMAN, M.M. ; SAIMA, F.N. and JAHAN, k .** : « The Impact of Financial Leverage on Firm's Profitability: An Empirical Evidence from Listed Textile Firms of Bangladesh », in the Journal of Business, Economics and Environmental Studies, 2020.
- **ROSS, S.**: «The Determination of Financial Structure : The Incentive Signalling Approach », Bell Journal Of Economics, vol. 8, 1977.

- **STANLEY, B.; DANIELSEN, R. et HIRT, A.:** « Foundations of Financial Management », McGrawHill education, sixteenth edition, 1997.
- **SUDIANI, N.K.A. and WIKSUANA, I. G.B. :** « Capital structure, investment, opportunity set, dividend policy and profitability as a firm value determinants », in RJOAS, no9, 2018.

### 3 Thèses de doctorat

- **BENHALIMA, I. :** l'impact de la gouvernance bancaire sur la performance financière , thèse de doctorat en finance d'entreprise, l'école supérieure de commerce à Alger, 2019.
- **KEBEWAR, M. :** La structure du capital et son impact sur la profitabilité et sur la demande de travail : analyses théoriques et empiriques sur données de panel françaises ». Thèse de doctorat en Économies et finances. Université d'Orléans, 2012.

### 4 Communications

- **ADAIR, P. et ADAKSOU, M. :** Théorie du compromis versus théorie du financement hiérarchique : une analyse sur un panel de PME non cotées , 12eme congrès international francophone en entrepreneuriat et PME Agadir, 2014.
- **DONALDSON, C. :** Corporate debt capacity , Boston, Division of Research, Graduate School of Business Administration, Harvard University, 1961.
- **NAHAS, V. :** La validité de la théorie du financement hiérarchique : le cas des entreprises françaises et libanaises , Journées thématiques école doctorale Cognition, Comportements, Langage(s), Poitiers, France, 2017.
- **THIEBERGE, C. et THOMAS, P. :** « effet de levier », cahier de recherche ESCP n097-135, Paris, 1992.

### 5 Sites web

- <https://www.ats.dz/>
- <https://www.easycompta.eu/parlons-comptabilite/le-bilan-fonctionnel>
- <https://www.l-expert-comptable.com/>
- <https://infonet.fr/etude-de-solvabilite/>
- <https://gocardless.com/fr/guides/articles/rentabilite-economique/>

- 
- <https://www.jungheinrich-profishop.fr/fr/guide-pro/effet-levier>
  - <https://www.insee.fr/fr/metadonnees/definition/c2058>
  - [http://www.bm.com.tn/ckeditor/files/note\\_mod\\_mille](http://www.bm.com.tn/ckeditor/files/note_mod_mille).
  - <https://www.manager-go.com/finance/effet-levier/>
  - <https://deshautsetdebats.blog/>
  - <https://www.fidelity.ca/fr/investoreducation/fixedincomesolutions/understandingcapitalstructure/>
  - <https://vitrinelinguistique.oqlf.gouv.qc.ca/fiche-gdt/fiche/506747/theorie-du-signal>
  - <https://efinancemanagement.com/financial-leverage/capital-structure-theory-modigliani-and-miller-mm-approach>.
  - [www.sndl.cerist.dz](http://www.sndl.cerist.dz)
  - [www.scholarvox.com](http://www.scholarvox.com)

# **Annexes**

## Annexe 01 : Bilan actif des années 2019-2020.

Exercice clos le 31/12/2020					
ACTIF	Note	2020 Brut	2020 Amort-Prov	2020 net	2019 Net
<b>ACTIF IMMOBILISE (NON COURANT)</b>					
<b>Ecart d.acquisition (ou goodwill)</b>					
<b>Immobilisations incorporelles</b>		<b>15 791 281,84</b>	<b>14 462 381,57</b>	<b>1 328 900,27</b>	<b>2 483 522,06</b>
<b>Immobilisations corporelles</b>		<b>5 646 582 007,43</b>	<b>2 947 101 362,59</b>	<b>2 699 480 644,84</b>	<b>2 122 297 666,67</b>
Terrains		236 781 753,29		236 781 753,29	236 781 753,29
Bâtiments		975 917 402,84	134 453 402,71	841 464 000,13	862 048 267,55
Autres immobilisations corporelles		4 431 327 634,29	2 812 227 744,04	1 619 099 890,25	1 021 257 972,60
Immobilisations en concession		2 555 217,01	420 215,84	2 135 001,17	2 209 673,23
<b>Immobilisations encours</b>		<b>126 726 142,41</b>		<b>126 726 142,41</b>	<b>544 174 741,73</b>
<b>Immobilisations financières</b>		<b>139 998 780,84</b>		<b>139 998 780,84</b>	<b>124 787 845,46</b>
Titres mis en équivalence . entreprises associées					
Autres participations et créances rattachées					
Autres titres immobilisés					
Prêts et autres actifs financiers non courants		139 998 780,84		139 998 780,84	124 787 845,46
Impôts différés actif		88 059 653,96		88 059 653,96	97 542 768,53
		<b>6 017 157 866,48</b>	<b>2 961 563 744,16</b>	<b>3 055 594 122,32</b>	<b>2 891 286 544,45</b>
<b>ACTIF COURANT</b>					
<b>Stocks et encours</b>		<b>739 110 130,43</b>		<b>739 110 130,43</b>	<b>716 682 252,82</b>
<b>Créances et emplois assimilés</b>					
Clients		4 354 946 521,53	116 466 840,94	4 238 479 680,59	4 218 405 971,91
Autres débiteurs		2 344 987 346,19		2 344 987 346,19	1 579 713 709,57
Impôts		283 377 328,85		283 377 328,85	740 511 457,69
Autres actifs courants					
<b>Disponibilités et assimilés</b>					
Placements et autres actifs financiers courants					
Trésorerie		6 396 902 924,27		6 396 902 924,27	3 273 369 378,25
		<b>14 119 324 251,27</b>	<b>116 466 840,94</b>	<b>14 002 857 410,33</b>	<b>10 528 682 770,24</b>
		<b>20 136 482 117,75</b>	<b>3 078 030 585,10</b>	<b>17 058 451 532,65</b>	<b>13 419 969 314,69</b>

## Annexe 02 : Bilan passif des années 2019-2020.

BILAN PASSIF AU 31/12/2020			
PASSIF	NOTE	2020	2019
<b>CAPITAUX PROPRES</b>			
Capital émis		6 158 000 000,00	6 158 000 000,00
Capital non appelé			
Primes et réserves- Réserves consolidées(1)		1 190 901 314,71	282 845 785,68
Ecart de réévaluation		76 677 319,80	115 015 979,68
Ecart d'équivalence (1)			
Résultat net - Résultat net part du groupe (1)		1 374 058 986,94	1 168 520 534,63
Autres capitaux propres - Report à nouveau		-28 034 381,83	118 995 227,00
<b>Part de la société consolidante (1)</b>			
<b>Part des minoritaires (1)</b>			
<b>TOTAL I</b>		<b>8 771 603 239,62</b>	<b>7 843 377 526,99</b>
<b>PASSIFS NON COURANTS</b>			
Emprunts et dettes financières		903 383 682,41	1529777614,97
Impôts (différés et provisionnés)		21 689 083,87	-1 038 338,70
Autres dettes non courantes			
Provisions et produits constatés d'avance		1 355 075 523,61	823 726 408,06
<b>TOTAL PASSIFS NON COURANTS II</b>		<b>2 280 148 289,89</b>	<b>2 352 465 684,33</b>
<b>PASSIFS COURANTS</b>			
Fournisseurs et comptes rattachés		1 501 310 508,71	1 354 831 541,62
Impôts		548 905 014,32	990 084 059,48
Autres dettes		3 956 484 480,11	879 210 502,27
Trésorerie Passif			
<b>TOTAL PASSIFS COURANTS III</b>		<b>6 006 700 003,14</b>	<b>3 224 126 103,37</b>
<b>TOTAL GENERAL PASSIF</b>		<b>17 058 451 532,65</b>	<b>13 419 969 314,69</b>
<b>(1) A utiliser uniquement pour la présentation d'états financiers consolidés.</b>			

## Annexe 03 : bilan actif des années 2021-2022.

ACTIF	31/12/2022			31/12/2021
	Brut	Amort-Prov.	Net	Net
<b>ACTIF IMMOBILISE (NON COURANT)</b>				
Ecart d'acquisition (ou goodwill)				
Immobilisations incorporelles	43 105 599,70	31 174 769,72	11 930 829,98	19 170 126,72
Immobilisations corporelles	6 400 247 068,23	3 867 584 822,59	2 532 662 245,64	2 458 934 176,75
Terrains	556 781 753,29		556 781 753,29	236 781 753,29
Bâtiments	1 071 920 028,51	207 195 495,87	864 724 532,64	915 051 377,56
Autres Immobilisations corporelles	4 771 545 286,43	3 660 389 326,72	1 111 155 959,71	1 307 101 045,90
Immobilisations en concession	11 810 021,25	762 798,60	11 047 222,65	2 115 528,24
Immobilisations en cours	383 097 761,87		383 097 761,87	144 684 843,54
Immobilisations financières	211 229 110,55		211 229 110,55	245 526 604,97
Titres mis en équivalence-entreprise associées				
Autres participations et créances rattachées				
Autres titres immobilisés				
Prêts et autres actifs financiers non courants	211 229 110,55		211 229 110,55	245 526 604,97
Impôts différés actif	164 234 460,96		164 234 460,96	59 037 529,56
<b>TOTAL ACTIF NON COURANT</b>	<b>7 213 724 022,56</b>	<b>3 899 522 390,91</b>	<b>3 314 201 631,65</b>	<b>2 929 468 809,78</b>
<b>ACTIF COURANT</b>				
Stocks et en cours	918 912 984,23		918 912 984,23	804 793 434,70
Créances et emplois assimilés				
Clients	4 963 706 299,53	154 971 120,97	4 808 735 178,56	4 451 698 579,86
Autres débiteurs	4 697 713 295,29		4 697 713 295,29	4 727 154 376,05
Impôts et assimilés	436 240 849,08		436 240 849,08	368 178 459,59
Autres actifs courants				
Disponibilités et assimilés				
Placements et autres actifs financiers courants				
Trésorerie	5 700 711 177,55		5 700 711 177,55	4 390 678 878,51
<b>TOTAL ACTIF COURANT</b>	<b>16 717 284 605,68</b>	<b>154 971 120,97</b>	<b>16 562 313 484,71</b>	<b>14 742 503 728,71</b>
<b>TOTAL GENERAL ACTIF</b>	<b>23 931 008 628,24</b>	<b>4 054 493 511,88</b>	<b>19 876 515 116,36</b>	<b>17 671 972 538,49</b>

## Annexe 04 : Bilan passif des années 2021-2022.

PASSIF	31/12/2022	31/12/2021
<b>CAPITAUX PROPRES</b>		
Capital émis	6 158 000 000,00	6 158 000 000,00
Capital non appelé		
Primes et réserves - Réserves consolidées (1)	3 564 741 152,10	2 210 586 910,42
Écart de réévaluation	337 685 508,55	38 338 659,92
Ecart d'équivalence (1)		
Résultat net - Résultat net part du groupe (1)	1 998 304 645,10	1 449 199 532,88
Autres capitaux propres - Report à nouveau	-135 641 972,73	-21 125 960,44
<b>Part de la société consolidante</b>		
<b>Part des minoritaires</b>		
<b>TOTAL CAPITAUX PROPRES I</b>	<b>11 923 089 333,02</b>	<b>9 834 999 142,78</b>
<b>PASSIFS NON-COURANTS</b>		
Emprunts et dettes financières	872 112 890,74	1 651 472 525,38
Impôts (différés et provisionnés)	91 215 006,97	11 064 303,08
Autres dettes non courantes		
Provisions et produits constatés d'avance	1 065 915 755,35	550 490 841,80
<b>TOTAL PASSIF NON COURANT II</b>	<b>2 029 243 653,06</b>	<b>2 213 027 670,26</b>
<b>PASSIFS COURANTS</b>		
Fournisseurs et comptes rattachés	1 451 621 860,76	1 359 105 243,82
Impôts	515 395 179,86	547 297 552,50
Autres dettes	3 957 165 089,66	3 717 542 929,13
Trésorerie Passif		
<b>TOTAL PASSIF COURANT III</b>	<b>5 924 182 130,28</b>	<b>5 623 945 725,45</b>
<b>TOTAL GENERAL PASSIF</b>	<b>19 876 515 116,36</b>	<b>17 671 972 538,49</b>

## Annexe 05 : Bilan actif de l'année 2018.

ACTIF	NOTE	31/12/2018		
		Brut	Amort-Prov.	Net
<b>ACTIF IMMOBILISE(NON COURANT)</b>				
Ecart d'acquisition (ou goodwill)				0,00
Immobilisations incorporelles		15 791 281,84	13 514 753,57	2 276 528,27
Immobilisations corporelles		4 111 073 432,66	2 104 350 141,79	2 006 723 290,87
Terrains		236 781 753,29		236 781 753,29
Bâtiments		975 161 402,84	91 629 504,75	883 531 898,09
Autres Immobilisations corporelles		2 896 575 059,52	2 012 534 226,97	884 040 832,55
Immobilisations en concession		2 555 217,01	186 410,07	2 368 806,94
Immobilisations en cours		71 151 612,03		71 151 612,03
Immobilisations financières		313 230 063,79		313 230 063,79
Titres mis en équivalence-entreprise associées				
Autres participations et créances rattachées				
Autres titres immobilisés				
Prêts et autres actifs financiers non courants		313 230 063,79		313 230 063,79
Impôts différés actif		48 489 934,95		48 489 934,95
<b>TOTAL ACTIF NON COURANT</b>		<b>4 559 736 325,27</b>	<b>2 117 864 895,36</b>	<b>2 441 871 429,91</b>
<b>ACTIF COURANT</b>				
<b>Stocks et en cours</b>		<b>825 258 363,14</b>		<b>825 258 363,14</b>
<b>Créances et emplois assimilés</b>				0,00
Clients		3 604 604 570,67	150 155 054,21	3 454 449 516,46
Autres débiteurs		200 173 414,85	0,00	200 173 414,85
Impôts		694 164 357,54	0,00	694 164 357,54
Autres actifs courants				
<b>Disponibilités et assimilés</b>				
Placements et autres actifs financiers courants				
Trésorerie		3 176 196 708,10	0,00	3 176 196 708,10
<b>TOTAL ACTIF COURANT</b>		<b>8 500 397 414,30</b>	<b>150 155 054,21</b>	<b>8 350 242 360,09</b>
<b>TOTAL GENERAL ACTIF</b>		<b>13 060 133 739,57</b>	<b>2 268 019 949,57</b>	<b>10 792 113 790,00</b>

## Annexe 06 : Bilan passif de l'année 2018.

<i>PASSIF</i>	<i>NOTE</i>	<i>31/12/2018</i>
<b>CAPITAUX PROPRES</b>		
Capital émis		3 008 186 456,86
Capital non appelé		
Primes et réserves - Réserves Consolidées (1)		1 687 854 602,34
Ecart de réévaluation		153 354 639,56
Ecart d'équivalence (1)		
Résultat net - Résultat Net Part du Groupe (1)		1 223 599 485,72
Autres capitaux propres-Report à nouveau		582 838 289,57
<b>Part de la société consolidante</b>		
<b>Part des minoritaires</b>		
<b>TOTAL I</b>		<b>6 655 833 474,05</b>
<b>PASSIFS NON COURANTS</b>		
Emprunts et dettes financières		948 644 421,24
Impôts (différés et provisionnés)		
Autres dettes non courantes		
Provisions et produits comptabilisés d'avance		237 161 105,31
<b>TOTAL PASSIFS NON COURANTS II</b>		<b>1 185 805 526,55</b>
<b>PASSIFS COURANTS</b>		
Fournisseurs et comptes rattachés		1 173 837 470,98
Impôts		891 537 838,70
Autres dettes		885 099 479,72
Trésorerie Passif		
<b>TOTAL PASSIFS COURANTS III</b>		<b>2 950 474 789,40</b>
<b>TOTAL GENERAL PASSIF</b>		<b>10 792 113 790,00</b>

## Annexe 07 : TCR des années 2019-2020.

<b>COMPTE DE RESULTATS</b> (Par nature) 31/12/2020		
	<b>2020</b>	<b>2019</b>
Ventes et produits annexes	5 430 743 765,39	5 423 938 556,23
Variation stocks produits finis et en cours		
Production immobilisée		
Subventions d.exploitation		
<b>I - PRODUCTION DE L'EXERCICE</b>	<b>5 430 743 765,39</b>	<b>5 423 938 556,23</b>
Achats consommés	757 026 908,06	966 874 035,31
Services extérieurs et autres consommations	971 451 841,27	1 060 040 371,25
<b>II - CONSOMMATION DE L'EXERCICE</b>	<b>1 728 478 749,33</b>	<b>2 026 914 406,56</b>
<b>III - VALEUR AJOUTEE D'EXPLOITATION (I - II)</b>	<b>3 702 265 016,06</b>	<b>3 397 024 149,67</b>
Charges de personnel	848 342 409,89	841 877 285,09
Impôts, taxes et versements assimilés	318 516 796,28	355 692 431,43
<b>IV - EXCEDENT BRUT D'EXPLOITATION</b>	<b>2 535 405 809,89</b>	<b>2 199 454 433,15</b>
Autres produits opérationnels	115 877 876,86	13 289 551,40
Autres charges opérationnelles	122 297 862,74	11 207 989,96
Dotations aux amortissements, provisions et pertes de valeur	1 079 221 306,08	1 020 973 266,48
Reprise sur pertes de valeur et provisions	566 484 995,74	376 260 913,29
<b>V - RESULTAT OPERATIONNEL</b>	<b>2 016 249 513,67</b>	<b>1 556 823 641,40</b>
Produits financiers	16 538 059,70	5 744 270,36
Charges financières	57 989 097,72	6 838 851,79
<b>VI - RESULTAT FINANCIER</b>	<b>-41 451 038,02</b>	<b>-1 094 581,43</b>
<b>VII - RESULTAT ORDINAIRE AVANT IMPOTS (V + VI)</b>	<b>1 974 798 475,65</b>	<b>1 555 729 059,97</b>
Impôts exigibles sur résultats ordinaires	558 679 034,72	458 610 555,92
Impôts différés (Variations) sur résultats ordinaires	42 060 453,99	-71 402 030,58
<b>TOTAL DES PRODUITS DES ACTIVITES ORDINAIRES</b>	<b>6 129 644 697,69</b>	<b>5 819 233 291,28</b>
<b>TOTAL DES CHARGES DES ACTIVITES ORDINAIRES</b>	<b>4 755 585 710,75</b>	<b>4 650 712 756,65</b>
<b>VIII - RESULTAT NET DES ACTIVITES ORDINAIRES</b>	<b>1 374 058 986,94</b>	<b>1 168 520 534,63</b>
Eléments extraordinaires (produits) (à préciser)		
Eléments extraordinaires (charges) (à préciser)		
<b>IX - RESULTAT EXTRAORDINAIRE</b>		
<b>X - RESULTAT NET DE L'EXERCICE</b>	<b>1 374 058 986,94</b>	<b>1 168 520 534,63</b>
Part dans les résultats nets des sociétés mises en équivalence (1)		
<b>XI - RESULTAT NET DE L'ENSEMBLE CONSOLIDE (1)</b>		

## Annexe 08 : TCR des années 2021-2022.

<b>COMPTE DE RESULTATS</b>	<b>Exercice 2022</b>	<b>Exercice 2021</b>
Ventes et produits annexes	6 757 831 268,21	5 772 610 054,15
Variation stocks produits finis et en cours		
Production immobilisée		
Subvention d'exploitation		
<b>I-PRODUCTION DE L'EXERCICE</b>	<b>6 757 831 268,21</b>	<b>5 772 610 054,15</b>
Achats consommés	1 437 014 748,34	979 550 557,47
Services extérieurs et autres consommations	1 010 452 671,53	920 286 218,86
<b>II-CONSOMMATION DE L'EXERCICE</b>	<b>2 447 467 419,87</b>	<b>1 899 836 776,33</b>
<b>III-VALEUR AJOUTEE D'EXPLOITATION (I-II)</b>	<b>4 310 363 848,34</b>	<b>3 872 773 277,82</b>
Charges de personnel	828 080 711,03	860 324 282,73
Impôts, taxes et versements assimilés	381 224 126,45	332 017 914,11
<b>IV-EXCEDENT BRUT D'EXPLOITATION</b>	<b>3 101 059 010,86</b>	<b>2 680 431 080,98</b>
Autres produits opérationnels	221 682 528,29	144 212 668,64
Autres charges opérationnelles	11 354 195,19	8 986 638,22
Dotations aux amortissements, provisions et pertes de valeur	780 841 922,70	775 014 170,56
Reprise sur pertes de valeurs et provisions	184 745 721,06	83 625 073,44
<b>V-RESULTAT OPERATIONNEL</b>	<b>2 715 291 142,32</b>	<b>2 124 268 014,28</b>
Produits financiers	44 159 225,49	9 369 059,54
Charges financières	32 037 563,52	46 962 528,83
<b>VI-RESULTAT FINANCIER</b>	<b>12 121 661,97</b>	<b>-37 593 469,29</b>
<b>VII-RESULTAT ORDINAIRE AVANT IMPOT (V+VI)</b>	<b>2 727 412 804,29</b>	<b>2 086 674 544,99</b>
Impôts exigibles sur résultats ordinaires	706 496 403,14	611 746 135,08
Impôts différés (Variations) sur résultats ordinaires	22 611 756,05	25 728 877,03
<b>TOTAL DES PRODUITS DES ACTIVITES ORDINAIRES</b>	<b>7 208 418 743,05</b>	<b>6 009 816 855,77</b>
<b>TOTAL DES CHARGES DES ACTIVITES ORDINAIRES</b>	<b>5 210 114 097,95</b>	<b>4 560 617 322,89</b>
<b>VIII-RESULTAT NET DES ACTIVITES ORDINAIRES</b>	<b>1 998 304 645,10</b>	<b>1 449 199 532,88</b>
Eléments extraordinaires (produits) (à préciser)		
Eléments extraordinaires (charges) (à préciser)		
<b>IX-RESULTAT EXTRAORDINAIRE</b>		
<b>X-RESULTAT NET DE L'EXERCICE</b>	<b>1 998 304 645,10</b>	<b>1 449 199 532,88</b>
Part dans les résultats nets des sociétés mises en équivalence (1)		
<b>X-RESULTAT NET DE L'ENSEMBLE CONSOLIDE (1)</b>		

## Annexe 09 : TCR de l'année 2018.

<i>COMPTE DE RESULTATS</i>	<i>Exercice 2018</i>
Ventes et produits annexes	7 104 827 302,08
Variation stocks produits finis et en cours	
Production immobilisée	
Subvention d'exploitation	
<b>I-PRODUCTION DE L'EXERCICE</b>	<b>7 104 827 302,08</b>
Achats consommés	2 323 832 668,82
Services extérieurs et autres consommations	1 288 235 845,67
<b>II-CONSOMMATION DE L'EXERCICE</b>	<b>3 612 068 514,49</b>
<b>III-VALEUR AJOUTEE D'EXPLOITATION (I-II)</b>	<b>3 492 758 787,59</b>
Charges de personnel	770 595 149,78
Impôts, taxes et versements assimilés	422 292 231,12
<b>IV-EXCEDENT BRUT D'EXPLOITATION</b>	<b>2 299 871 406,69</b>
Autres produits opérationnels	12 800 595,01
Autres charges opérationnelles	11 775 037,91
Dotations aux amortissements, provisions et pertes de valeur	1 151 581 824,43
Reprise sur pertes de valeurs et provisions	642 207 018,43
<b>V-RESULTAT OPERATIONNEL</b>	<b>1 791 522 157,79</b>
Produits financiers	32 598 468,21
Charges financières	37 113 930,19
<b>VI-RESULTAT FINANCIER</b>	<b>-4 515 461,98</b>
<b>VII-RESULTAT ORDINAIRE AVANT IMPOT(V+VI)</b>	<b>1 787 006 695,81</b>
Impôts exigibles sur résultats ordinaires	475 241 553,02
Impôts différés (Variations) sur résultats ordinaires	88 165 657,07
<b>TOTAL DES PRODUITS DES ACTIVITES ORDINAIRES</b>	<b>7 792 433 383,73</b>
<b>TOTAL DES CHARGES DES ACTIVITES ORDINAIRES</b>	<b>6 568 833 898,01</b>
<b>VIII-RESULTAT NET DES ACTIVITES ORDINAIRES</b>	<b>1 223 599 485,72</b>

### Annexe 10 : Tableau de variation des capitaux propres pour les années 2019-2020.

ETAT DE VARIATION DE CAPITAUX PROPRES 2020							
Désignation	Note	Capital Social	Prime d'émission	Ecart d'Evaluation	Ecart de Réévaluation	Réserves et Résultat	Total
<b>Solde au 31/12/2018</b>		<b>3 008 186 456,86</b>			<b>153 354 639,56</b>	<b>4 283 835 929,78</b>	<b>7 445 377 026,20</b>
Changement de méthode comptable							0,00
Correction d'erreurs significatives							0,00
Résultat en attente d'affectation							0,00
Réévaluation des immobilisations					-38 338 659,88		-38 338 659,88
Profits ou pertes non comptabilisés							0,00
Charges & Produits Antérieurs						-420 608 302,38	-420 608 302,38
Dividendes payés							0,00
Réserves		3 058 000 000,00					3 058 000 000,00
Augmentation de capital		91 813 543,14				-2 208 000 000,00	-2 116 186 456,86
Résultat net de l'exercice 2019						1 168 520 534,63	1 168 520 534,63
<b>Solde au 31/12/2019</b>		<b>6 158 000 000,00</b>			<b>115 015 979,68</b>	<b>2 823 748 162,03</b>	<b>9 096 764 141,71</b>
Changement de méthode comptable							
Correction d'erreurs significatives							
Résultat en attente d'affectation						44 888 521,76	
Réévaluation des immobilisations					-38 338 659,88		
Profits ou pertes non comptabilisés							
Charges & Produits Antérieurs						74 106 705,24	
Dividendes payés							
Réserves						908 055 529,03	
Augmentation de capital							
Résultat net de l'exercice 2020						1 374 058 986,94	
<b>Solde au 31/12/2020</b>		<b>6 158 000 000,00</b>			<b>76 677 319,80</b>	<b>5 224 857 905,00</b>	<b>11 459 535 224,80</b>

### Annexe 11 : Tableau de variation des capitaux propres pour les années 2021-2022.

Désignation	Capital Social	Prime d'émission	Ecart d'Évaluation	Ecart de Réévaluation	Réserves et Résultat	Total
<b>Solde au 31/12/2020</b>	<b>6 158 000 000,00</b>			<b>76 677 319,80</b>	<b>5 224 857 905,00</b>	<b>11 459 535 224,80</b>
Changement de méthode comptable						
Résultat en attente d'affectation						
Réévaluation des immobilisations				-38 338 659,88		
Profits ou pertes non comptabilisés						
Charges & Produits Antérieurs					-21 125 960,44	
Dividendes payés					-326 339 009,40	
Réserves					1 019 685 595,71	
Augmentation de capital						
Résultat net de l'exercice 2021					1 449 199 532,88	
<b>Solde au 31/12/2021</b>	<b>6 158 000 000,00</b>			<b>38 338 659,92</b>	<b>7 346 278 063,75</b>	<b>13 563 742 684,11</b>
Changement de méthode comptable						
Résultat en attente d'affectation						
Réévaluation des immobilisations				299 346 848,63		
Profits ou pertes non comptabilisés						
Charges & Produits Antérieurs						
Dividendes payés					-68 836 977,81	
Réserves					1 281 694 264,04	
Augmentation de capital						
Tantièmes à payer					-5 082 352,94	
Résultat net de l'exercice 2022					1 998 304 645,10	
<b>Solde au 31/12/2022</b>	<b>6 158 000 000,00</b>			<b>337 685 508,55</b>	<b>10 552 357 642,14</b>	<b>17 048 043 150,69</b>

## Table des matières

<b>Liste des tableaux.....</b>	<b>I</b>
<b>Liste des figures .....</b>	<b>III</b>
<b>Liste des abréviations .....</b>	<b>IV</b>
<b>Introduction générale.....</b>	<b>B</b>
1 La Problématique : .....	B
2 Les hypothèses proposées : .....	C
3 L'importance du sujet : .....	C
4 La méthodologie de la recherche : .....	C
5 Les études antérieures : .....	D
5.1 L'étude d'Umar Abbas Ibrahim et AbdulQudus Isiaka (2020): .....	D
5.2 L'étude de Muhammad Azhar Farooq et Ahsan Masood (2016) : .....	D
5.3 L'étude de Zaher Abdel Fattah Al-Slehat (2020): .....	E
6 L'organisation de la recherche : .....	F
<b>Chapitre 01 : Les aspects théoriques de l'effet de levier financier.....</b>	<b>2</b>
<b>Section 01 : L'endettement comme source de financement.....</b>	<b>3</b>
1 La notion de l'endettement : .....	3
1.1 Définition: .....	3
1.2 Les raisons de recours à l'endettement : .....	4
2 L'endettement comme moyen de financement : .....	5
2.1 L'endettement comme moyen de financement résiduel à moyen et long terme : .....	5
2.1.1 Le financement à moyen et long terme de nature bancaire : .....	5
2.1.2 Le financement par emprunt obligataire : .....	6
2.1.3 Le financement par crédit-bail (leasing) : .....	7
2.2 L'endettement comme un moyen de financement résiduel à court terme : .....	7
2.2.1 Les crédits de trésorerie : .....	7
2.2.2 Les crédits de mobilisation de créances : .....	8
3 Les risques liés à l'endettement : .....	9
3.1 Le risque financier : .....	9
3.2 Le risque de faillite : .....	10
3.3 Le risque de taux d'intérêt : .....	10
3.4 Le risque de taux de change : .....	10
<b>Section 02 : Les fondements théoriques de l'effet de levier de la dette.....</b>	<b>11</b>
1 Revue de littérature et théorie fondamentales de l'effet de levier financier : .....	11

1.1	Le levier financier et le risque systémique : .....	11
1.2	Le levier financier et la gouvernance au sein de l'entreprise : .....	11
2	Présentation de l'effet de levier financier : .....	12
2.1	Définitions : .....	12
2.2	Principe de l'effet de levier financier : .....	13
2.3	Formulation et mesure de l'effet de levier financier.....	14
2.3.1	La rentabilité financière et économique comme mesure de l'effet de levier financier :.....	15
2.3.2	L'analyse et l'interprétation de l'effet de levier financier :.....	18
2.3.3	La synthèse sur l'analyse de l'effet de levier financier : .....	19
3	Le rôle et les limites de l'effet de levier financier : .....	20
3.1	Le rôle de l'effet de levier financier dans la gestion de l'entreprise :.....	20
3.2	Les limites de l'effet levier financier :.....	21
3.3	Les risques évoqués par l'effet de levier financier : .....	22
	<b>Chapitre 02 : la valeur de l'entreprise et sa relation avec l'effet de levier financier.....</b>	<b>25</b>
	<b>Section 01 : Les déterminants de la valeur de l'entreprise.....</b>	<b>26</b>
1	La définition de la valeur de l'entreprise : .....	26
1.1	La valeur économique :.....	26
1.2	La valeur financière :.....	27
1.3	La valeur Comptable :.....	27
1.4	La valeur actionnariale : .....	28
1.5	La valeur boursière : .....	28
1.6	La valeur partenariale : .....	28
2	Les déterminantes de la valeur de l'entreprise :.....	29
2.1	La taille de la firme comme déterminant de sa valeur :.....	30
2.1.1	Les déterminants de taille de la firme :.....	30
2.1.2	La taille et la valeur de la firme :.....	31
2.2	La gouvernance et la valeur de la firme :.....	32
2.3	La structure du capital et la valeur de la firme : .....	33
3	Les contraintes et les conditions de valorisation de la firme : .....	34
3.1	L'apport de la théorie des coûts l'agence : .....	34
3.1.1	Les coûts d'agence et gouvernance de l'entreprise :.....	36
3.1.2	Les coûts d'agence et la politique d'endettement :.....	37
3.2	L'apport de la théorie du signal :.....	39
3.2.1	La problématique d'asymétrie d'information :.....	39

3.2.2	L'endettement et la réduction des couts d'asymétrie d'information :.....	40
<b>Section 02 : La relation entre l'effet de levier financier et la valeur de l'entreprise.....</b>		<b>41</b>
1	L'apport des théories de la structure financière : .....	41
1.1	Les apports de l'approche de Modigliani et Miller :.....	41
1.1.1	Les propositions de Modigliani et Miller (1958 - l'absence de l'impôt sur le bénéfice) : .....	41
1.1.2	Les propositions de Modigliani et Miller (1963 - présence de l'impôt sur le bénéfice) : .....	43
1.2	L'apport de la théorie du compromis-Trade-Off Theory (TOT) : .....	44
1.3	L'apport de la théorie de l'ordre hiérarchique- Pecking-Order Theory(POT) : .....	46
2	La relation entre le levier financier et la valeur de l'entreprise : .....	48
2.1	Le levier financier et la profitabilité : .....	48
2.2	L'apport des travaux de recherches modernes sur la relation entre le levier financier et la valeur de la firme : .....	49
<b>Chapitre 03 : Étude de la relation entre l'effet de levier financier et la valeur de l'entreprise. Cas : ATS. Algérie télécom satellite.....</b>		<b>52</b>
<b>Section 01 : Présentation de l'organisme d'accueil.....</b>		<b>53</b>
1	Dénomination sociale : .....	53
2	Historique : .....	53
3	Forme juridique : .....	53
4	Activité principale : .....	53
5	Structuration de l'entreprise : .....	54
5.1	Missions et Stratégie d'ATS : .....	55
6	La Direction d'accueil : Direction finance et comptabilité.....	56
6.1	Les missions et responsabilités de la DFC : .....	56
7	Les fournisseurs et les clients d'ATS : .....	57
7.1	Les fournisseurs d'ATS : .....	57
7.2	Les clients d'ATS: .....	57
<b>Section 02 : Analyse financier d'ATS, et étude de la relation entre l'effet de levier financier et la valeur d'Algérie télécom satellite.....</b>		<b>58</b>
1	Analyse de la structure financière de l'entreprise Algérie Telecom Satellite de (2018 à 2022):.....	58
1.1	Analyse structurelle des bilans financiers d'ATS : .....	58
1.1.1	Présentation des bilans financiers : éléments d'actif d'ATS durant la période (2018-2022) : .....	58
1.1.2	Elaboration des bilans financiers en grandes masses partie « actif »pour la période années (2018-2022) : .....	59

1.1.3	Analyses des données du bilan (partie actif) : .....	60
1.1.4	Présentation des bilans financiers : éléments passif d'ATS durant la période (2018-2022) : .....	61
1.1.5	Elaboration des bilans financiers en grandes masses partie « passif » pour la période années (2018-2022) : .....	62
1.1.6	Analyses des données du bilan (partie passif) : .....	62
1.2	Analyse par les indicateurs de l'équilibre financier d'ATS : .....	63
1.2.1	Le fond de roulement net global (FRNG) : .....	63
1.2.2	Le besoin en fond de roulement (BFR) : .....	65
1.2.3	La trésorerie nette (TN) : .....	66
1.3	Analyse par la méthode des ratios : .....	67
1.3.1	Les ratios d'endettement : .....	67
1.3.2	Les ratios d'équilibre financier et de liquidité : .....	69
1.4	Analyse du tableau des comptes de résultats : .....	70
1.4.1	Analyse des différents soldes intermédiaires de gestion : .....	70
1.4.2	L'analyse de la capacité d'autofinancement et autofinancement d'ATS : .....	74
1.5	Analyse des ratios de rentabilité et l'effet de levier financier d'ATS : .....	75
1.5.1	Le taux de la rentabilité économique (Re) : .....	75
1.5.2	Le taux de la rentabilité financière (Rf) : .....	76
1.5.3	L'effet de levier financier (EL) : .....	77
2	L'évaluation de l'entreprise. Et la relation entre le levier financier et la valeur de l'entreprise : .....	78
2.1	La valeur d'ATS « par approche patrimoniale » : .....	78
2.2	Détermination de l'ANC D'ATS : .....	78
2.3	La relation entre le levier financier et la valeur de l'entreprise : .....	79
	<b>Conclusion générale.....</b>	<b>83</b>
1	Les résultats de l'étude : .....	84
2	Les recommandations : .....	84
3	Les limites de l'étude : .....	85
	<b>Bibliographie.....</b>	<b>87</b>
1	Les ouvrages.....	87
2	Les articles.....	89
3	Thèses de doctorat.....	92
4	Communications.....	92
6	Sites web .....	92