

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

Ecole supérieure du commerce

ESC

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

Option : Finance d'entreprise

Thème :

**Les déterminants de la structure financière de
l'entreprise :
Cas des PME Algériennes du secteur BTP de la wilaya
de TIPAZA**

Elaboré par :

SELLAM Imene

BENSADI Sihem

encadreur :

Mr : TOUATI-TLIBA.M

Lieu du stage : BNA Kolea _TIPAZA_

Période de stage : 18/04 au 18/05

2014/2015

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

Ecole supérieure du commerce

ESC

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

Option : Finance d'entreprise

Thème :

**Les déterminants de la structure financière de
l'entreprise :
Cas des PME Algériennes du secteur BTP de la wilaya
de TIPAZA**

Elaboré par :

SELLAM Imene

BENSADI Sihem

encadreur :

Mr : TOUATI-TLIBA.M

Lieu du stage : BNA Kolea _TIPAZA_

Période de stage : 18/04 au 18/05

2014/2015

REMERCIEMENTS

Nous remercions DIEU pour le courage et la volonté qui nous a donné pour bien mener ce travail jusqu'à son achèvement.

Nos remerciements sont adressés tout particulièrement à notre encadreur Mr TOUATI-TLIBA MOHAMED, qui a accepté de diriger ce travail et le temps qui a consacré pour la lecture et la correction de notre travail.

Nous tenons également à remercier tout le personnel de service crédit de la BNA – KOLJA à leur tête Madame HIZIA pour l'accueil chaleureux qu'ils nous ont réservé durant notre stage.

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

Un grand merci à nos familles pour leur soutien tant moral que financier.

Dédicace

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

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

Aux personnes dont j'ai bien aimé la présence dans ce jour, à tous mes sœurs NAWEL, RIMA, HIBA et LIDIA, et mes frères MOHAMED et MAHDI et mes nièces CHAIMA, NOUR ALHOUDA, RITAJ et NOURHANE et mon neveu ABD ALKADER, je dédie ce travail dont le grand plaisir leurs revient en premier lieu pour leurs conseils, aides, et encouragements.

A mon binôme SIHEM, mes chères amies NAWEL, ASSIA.T, LIDIA, MARIA, RIMA, MERJEM, HANAN, AMEL, WISSEM, SARAH.B, MOUNA, ASSIA.C, ASSIA.CH, BOUCHRA, SARAH.A, NARIMENE, FELLA, IKRAM et FARIDA.

SELAM IMENE

Dédicace

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

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

Aux personnes dont j'ai bien aimé la présence dans ce jour, à tous mes frères et mes sœurs, ma nièce WISSEM, et mes neveux HOUSSEM ; HOUSSINE ; ISSAM ; YUCEF ; ABDERRAHIM et HICHAM, je dédie ce travail dont le grand plaisir leurs revient en premier lieu pour leurs conseils, aides, et encouragements.

A ma binôme IMENE, mes chères amies MIRA, MERIEM, NAWEL ; MOUNA ; RIMA ; BOUCHRA ; SARAH.A et SARAH.B ; WIDED ; NARIMENE ; FELLA ; FARIDA et LILIA.

****BENSADI SIHEM****

Sommaire

Introduction

Chapitre 01 : la PME en Algérie, ses sources de financement et son importance dans l'économie algérienne.

Section 01 : La PME en Algérie.

Section 02 : Les contraintes et les opportunités liées au développement des PME en Algérie.

Section 03 : Les sources de financement des PME.

Section 04 : Importance et rôle des PME/PMI pour le développement économique algérien.

Chapitre 02 : La structure financière, aspects théorique et empirique.

Section 01: Structure financière et valeur de l'entreprise.

Section 02: Structure financière et nouveaux courants de la finance moderne.

Section 03 : Etudes empiriques sur la structure financière.

Section 04 : Etudes empiriques des PME.

Chapitre 03 : Étude empirique.

Section 01 : Le plan d'échantillonnage et la construction de la base de données.

Section 02 : Analyse descriptive de la base de données.

Section 03 : Les déterminants de la structure financière des entreprises BTP algériennes.

Liste des figures

n°	Intitulé de la figure	Page
01	Schéma représentatif des PME algériennes	02
02	Représentation graphique de l'évolution des PME/PMI en Algérie durant 2003-2010	07
03	Structure financière et cycle de vie de la firme	40
04	Représentation graphique du niveau d'endettement total	63
05	Représentation graphique de la distribution du ratio d'endettement des PME/BTP algériennes	64

Liste des tableaux

n°	Intitulé du tableau	Page
01	La typologie des PME/PMI	03
02	Données relatives aux professions libérales par secteur d'activité	04
03	PME publiques par tranche d'effectifs	05
04	L'évolution comparative du nombre du PME	06
05	Evolution des PME/PMI en Algérie durant 2003/2010	07
06	L'effet de levier comptable et la rentabilité financière	24
07	Démonstration de la proposition I sans impôts de M&M	26
08	Etudes sur les conclusions de la TOT	43
09	Structure de l'échantillon de l'enquête FACS au Maroc	46
10	Bilan moyen des entreprises industrielles marocaines 199	47
11	Les bilans moyens des entreprises BTP algériennes	60
12	L'équilibre financier des entreprises BTP algériennes	62
13	Le niveau d'endettement total des PME BTP algériennes	62
14	Les TCR moyens des entreprises BTP algériennes	65
15	Les coefficients de l'investigation empirique	72
16	Récapitulatif des résultats des hypothèses	76

Liste des abréviations

AC	Actif courant
ADS	Agence de Développement Social
AFFPers	Affaire personnelle
AGE	Age de l'entreprise
ANDI	Agence Nationale de Développement des Investissements
ANGEM	Agence Nationale de Gestion des Microcrédits
ANSEJ	Agence Nationale de Soutien de d'Emploi des Jeunes
AUTOF	Autofinancement
BNA	Banque Nationale d'Algérie
BTP	Bâtiment et travaux publics
BTPH	Bâtiment, travaux publics et hydraulique
C	Terme Indépendant
CA	Chiffre d'Affaire
CASNOS	Caisse nationale de sécurité sociale des non-salariés
Cfa	Valeur actuelle des coûts de faillite
CIE	Comité Intergouvernemental d'Experts
CMPC	Coût moyen pondéré du capital
CNAC	Caisse Nationale d'Assurance Chômage
CNAS	Caisse Nationale des Assurances Sociales des Travailleurs Salariés
D	Dette
DCT	Dette à Court Terme
DLMT	Dette à Long et Moyen Terme
EDT	Le degré d'endettement de l'entreprise
EPE	Entreprise publique économique
EURL	Entreprise unipersonnelle à responsabilité limitée
F	Fonds propres
FACS	The Firm Analysis and Competitiveness Survey
FGAR	Fond de Garantie des Crédits aux Petites et Moyennes Entreprises
FNPAAT	Fond National de Promotion des Activités Artisanales

FPRM	Fonds permanant
HT	Hors taxe
I	Taux d'intérêt de la dette D
IBS	Impôt sur bénéfice des sociétés
IMBC	Immobilisations corporelles
ISO	Organisation internationale de normalisation
M&M	Miller et Modigliani
MDA	Millions de Dinars Algériens
MEDAF	Modèle d'évaluation des actifs financiers
MTB	Market To Book
NBact	Nombre d'actionnaires
OMC	Organisation mondiale du commerce
PARTDIRG	Part du dirigeant
PME	Petite et moyenne entreprise
PMI	Petite et moyenne industrie
POT	Pecking Order Theory
Re	Taux de rendement des ressources (dette et fonds propres).
RENT	Rentabilité
Rf	Taux de rendement des fonds propres F
SARL	Société à responsabilité limitée
SFS	Sociétés financières spécialisées
SPA	Société par actions
TA	Total actif
TAP	Taxe professionnelle
TIC	Technologie d'information et de communication
TOT	Trade Off Theory
TP	Total passif
TPE	Très petite entreprise
TVA	Taxe sur la valeur ajoutée
Tx	Taux d'imposition appliqué aux sociétés
UTA	Unités de travail-année
VL	La valeur de l'entreprise endettée

VU

La valeur de l'entreprise non-endettée

Résumé :

L'étude économétrique présentée se concentre sur l'analyse des déterminants de la structure financière des entreprises d'un pays en voie de développement. L'originalité de cet apport consiste à expliquer le niveau d'endettement sur la base de variables comptables (bilan et le tableau de compte de résultat) et de variables extracomptables des petites moyennes entreprises algériennes relevant le secteur BTP de la wilaya de Tipaza, dans le but de déterminer les principaux facteurs qui conduisent les dirigeants de ces PME à préférer telle ou telle autre forme de structure financière.

Mots clés : structure d'endettement financier, petites moyennes entreprises (PME), fonds propres, dettes de long terme, dettes de court terme.

Abstract:

Since small and medium-sized firms are often neglected in the empirical studies treating of the debt, we wished, via an econometric study to determine which are the characteristics specific to this kind of firms which could, beside the variables usually selected to explain the debt, also to influence their degree of financial debt.

Keywords: financial indebtedness, small middle enterprise (SME), shareholders equity, long term debt, short term debt.

ملخص:

تهدف هذه الدراسة الى شرح مستوى مديونية المؤسسات في البلدان السائرة في طريق النمو.

تتمثل هذه الدراسة في تحليل محددات الهيكلية المالية للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الجزائر الخاصة بقطاع BTP لولاية تيبازة, باستعمال متغيرات محاسبية (ميزانية, جدول حسابات النتائج) ومتغيرات غير محاسبية.

كلمات البحث: الهيكلية المالية, مؤسسات صغيرة و متوسطة الحجم, رأس المال الذاتي, ديون طويلة المدى, ديون قصيرة المدى.

Introduction générale

Un des principaux débats en finance moderne concerne la question d'existence et la détermination d'une structure financière optimale définie comme étant la répartition des ressources de l'entreprise entre dettes et fonds propres qui permet de maximiser la valeur de l'entreprise.

Les travaux de Modigliani et Miller (1958) constituent le point de départ d'une réflexion abondante sur la question. D'après la thèse de neutralité, ces auteurs ont montré sous certaines hypothèses et notamment l'absence d'impôt, la non pertinence de la structure financière sur la détermination de la valeur de l'entreprise. Le modèle des coûts de défaillance tempère cette théorie, en posant le problème des coûts de faillite qui limitent l'horizon d'endettement de l'entreprise. Ce modèle se situe au point d'égalisation entre les économies fiscales et les coûts de défaillance. Ainsi, les modèles d'agence et d'asymétrie de l'information ont placé la problématique de la structure du capital dans le rapport entre les différents acteurs de l'entreprise, et en particulier entre dirigeants et actionnaires. Ils montrent ainsi que le choix entre dettes et fonds propres vise à viabiliser ces relations en réduisant leurs coûts et en atténuant l'asymétrie de l'information.

Deux grands modèles ont émergé de ces travaux : le modèle du trade-off postulant l'existence d'une structure financière optimale et le modèle pecking order établissant une hiérarchie entre les sources de financement qui commence essentiellement par l'autofinancement, l'endettement puis l'émission d'actions.

La littérature empirique a introduit plusieurs variables afin de tester ces différentes théories. En effet, en marge des travaux théoriques, un courant empirique, principalement anglo-saxon, et dans un environnement de pays développés en général, a tenté de mettre en évidence l'existence de corrélations entre certaines variables financières (les actifs immobilisés, l'avantage fiscale, les opportunités de croissances, la taille de la firme, le risque de marché, les dépenses des recherches et développement, la profitabilité..) et le niveau d'endettement. L'étude de la structure financière des pays émergents corrobore certaines prédictions de la théorie bien qu'elle comporte des spécificités du pays étudié. Dans l'ensemble, ces études montrent que la théorie de la structure financière s'accommode du cas des PME non cotées bien qu'elle fut élaborée pour l'analyse des grandes groupes cotés dans des pays développés. Toutefois, les évidences empiriques ne permettent pas d'aboutir à des conclusions claires.

Le cadre empirique de notre travail est celui des entreprises algériennes où les PME bénéficient de quelques avantages. D'une part, l'Etat algérien exprime ses orientations à développer les PME. D'autre part, la situation de surliquidité des banques publiques vient pour annihiler l'effet de rationnement des fonds. De plus, les PME algériennes souffrent d'un

déficit au niveau des qualifications et capacités organisationnelles, techniques et managériales et d'un environnement peu propice aux affaires qui entrave leur développement.

Le choix du travail est doublement motivé. Il permet non seulement d'étendre la littérature sur la structure financière des firmes à un nouveau cadre institutionnel, celui d'un pays en voie de développement, mais aussi de pouvoir minimiser la rareté de telles études dans notre pays.

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

Quels sont les déterminants de la structure financière des PME Algériennes relevant de secteur BTP de la wilaya de Tipaza ?

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

- Quelles sont les difficultés rencontrées par les PME algérienne au cours de son financement ?
- Quelles sont les différentes approches théoriques ayant examiné les déterminants des décisions financières ?
- Quelles sont les variables qui permettraient d'expliquer le niveau d'endettement des PME du secteur BTP de la wilaya de Tipaza ?

Dans le souci d'apporter les éléments de réponse, nous allons procéder au traitement de notre problématique par une approche analytique consistant à interpréter les résultats d'un modèle économétrique estimé sur un panel de 23 entreprises observées pour 3 ans.

Pour mener à bien notre travail, le présent mémoire est structuré en trois chapitres :

Le premier chapitre sera consacré à la présentation de la PME algérienne (définition, classification, évolution...), les contraintes et les opportunités que la PME algérienne peut rencontrer au cours de son développement ; ses différentes ressources de financement et on aura décrit le rôle de la PME algérienne pour le développement économique algérien.

Le deuxième chapitre examine les différentes approches théoriques qui étudient la relation entre la valeur de l'entreprise et sa structure financière dans un marché parfait, avec l'impôt et en présence de coût de faillite. Encore, ce présent chapitre traite la structure financière selon les nouveaux courants de la finance moderne en exposant la théorie d'agence et du signal, le modèle du trade-off incluant les coûts d'agence et le modèle pecking order ainsi que d'autres méthodes de déterminer une structure financière de l'entreprise.

Enfin, il expose la littérature empirique portant sur la validation des différentes approches théoriques. La plupart des travaux empiriques aboutissent à deux tendances : la dette augmente avec les actifs immobilisés, l'avantage fiscal non lié à la dette, les opportunités de croissance et la taille de la firme alors que le risque de marché, les dépenses de recherche et développement et la profitabilité sont inversement liés à l'endettement.

Enfin, Le troisième chapitre est une étude descriptive analytique des entreprises de notre échantillon qui met l'accent sur l'analyse du bilan, du TCR et des informations extracomptables par la mise en œuvre du modèle de régression linéaire pour mettre en évidence les principaux déterminants du financement des entreprises d'un pays en voie de développement, où les marchés financiers sont peu développés et souvent inefficients.

Chapitre 1 : la PME en Algérie, ses sources de financement et son importance dans l'économie algérienne.

La transition économique qu'a connue l'Algérie en raison de passage de l'économie administré à l'économie de marché à inciter les pouvoirs publics à accorder une grande importance aux PME dans le développement de l'économie nationale.

En effet le programme quinquennal 2009-2014 prévoit de créer 200 000 PME, qui devra s'appuyer sur des créneaux prioritaires et qui pourra être la solution du chômage, et l'assouplissement des structures productives de biens et services, les rendant ainsi plus aptes à s'adapter à la rapidité des changements des technologies et les modes de vie et la mondialisation de l'économie.

Pour mener à bien notre travail, nous avons structuré ce chapitre de la façon suivante :

- Section 1 : la PME en Algérie ;
- Section 2 : Les contraintes et les opportunités liées au développement des PME en Algérie ;
- Section 3 : les sources de financement des PME ;
- Section 4 : Importance et rôle des PME/PMI pour le développement économique algérien.

Section 1 : La PME en Algérie

1. Définition

La Loi 01-18 du 12/12/2001, portant loi d'orientation sur la promotion de la petite et moyenne entreprise (PME) définit les PME, et les mesures de soutien et d'aide à leur promotion¹.

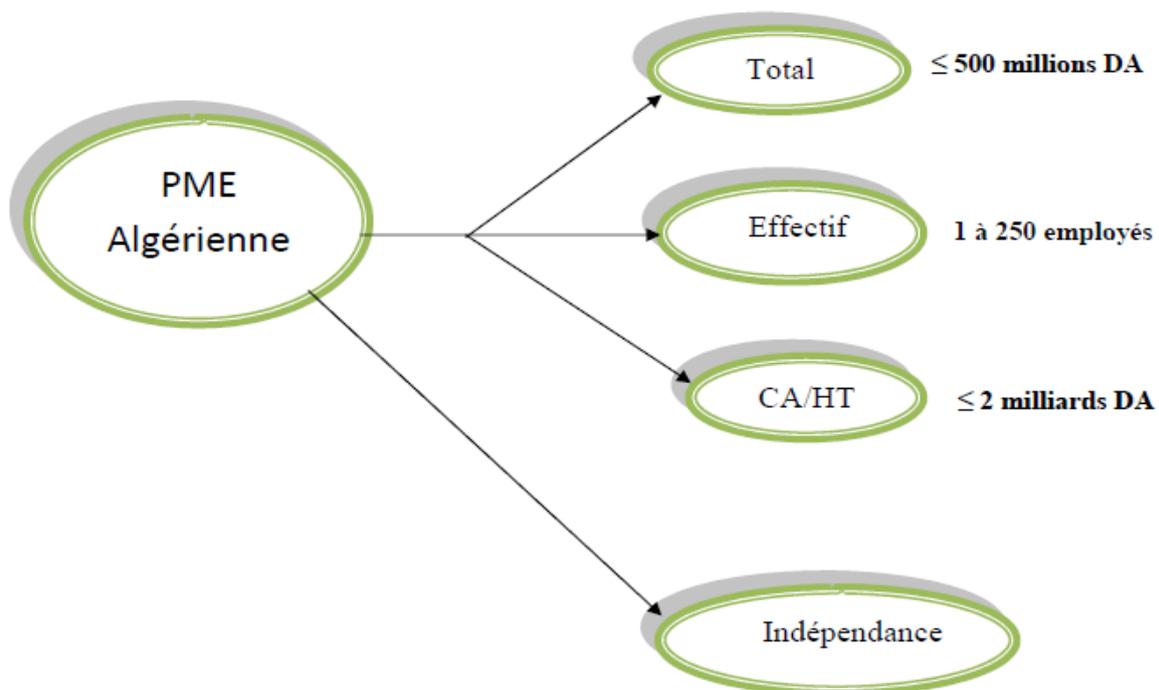
Au sens de l'article 4, est une PME toute entreprise de production de biens et de services,

A) employant à temps plein de 1 à 250 personnes, employés ;

B) générant un chiffre d'affaires annuel n'excédant pas 2 milliards de DA, ou dont le total du bilan annuel n'excède pas 500 MDA ;

C) dont le capital n'est pas détenu à 25% et plus par une ou plusieurs autres personnes.

Figure n° 01 : schéma représentatif des PME Algériennes



Source : schéma élaborée d'après la définition précédente.

¹ La loi d'orientation sur la promotion de la PME n° 01-18 du 12.12.2001, Ministère de PME et de l'Artisanat.

Le capital social de la pme ne doit pas être détenu à 25% et plus par une ou plusieurs autres entreprises dont la taille ne correspond pas à la définition de la pme, telle que stipulée par la loi d'orientation N°01 - 18 du 12 /12/ 2001 sur la promotion de la PME.

Les PME sont dès lors classées en trois catégories :

Très Petite Entreprise (TPE) ou Micro Entreprise, employant de 1 à 9 personnes et réalisant un chiffre d'affaires annuel inférieur à 20 millions de dinars (MDA), ou dont le bilan annuel n'excède pas 10 millions de dinars.

La petite entreprise, employant entre 10 et 49 personnes, avec un chiffre d'affaires n'excède pas 200 millions de DA, dont le total du bilan annuel ne dépasse pas les 100 MDA.

La moyenne entreprise, employant entre 50 et 250 personnes et dont le chiffre d'affaires annuel est compris entre 200 MDA et 2 milliards de dinars, ou dont le total du bilan annuel est compris entre 100 et 500 MDA.

Une entreprise peut voir son statut évoluer ou régresser, de l'une vers une autre de ces catégories, si elle reproduit pendant deux exercices consécutifs, à la date de clôture du bilan, des écarts par rapport aux seuils, ci-dessus énoncés.

Au titre de la présente loi, il est entendu par :

A/ Personnes employées : le nombre de personnes correspond au nombre d'unités de travail-année (UTA), c'est-à-dire au nombre de salariés employés à temps plein pendant une année.

Le travail partiel ou le travail saisonnier étant des fractions d'Unité de Travail-Année.

L'année à prendre en considération est celle du dernier exercice comptable clôturé.

B/ Seuils pour la détermination du chiffre d'affaires ou pour le total du bilan ceux afférents au dernier exercice clôturé de douze mois.

C/ Entreprise indépendante : l'entreprise dont le capital n'est pas détenu à 25% et plus par une ou plusieurs autres entreprises ne correspondant pas à la définition de la PME/PMI.

Le tableau suivant récapitule les caractéristiques de chaque type selon la taille de l'entreprise.

Tableau n° 01: La typologie des PME/PMI

Entreprises	Effectifs	Chiffre d'affaires (DA)	Total du bilan (DA)
Très petites	1 – 9	< 20 millions	< 10 millions
Petites	10 - 49	< 200 millions	< 100 millions
Moyenne	50 - 250	200 millions – 2 milliards	(100 – 500) millions

Source : Loi d'orientation sur la promotion de la petite et moyenne entreprise/ petite et moyenne industrie ; décembre 2001

2. La répartition des PME en Algérie

La structure des PME en Algérie peut être décomposée en deux groupes¹ :

2.1. Les PME privées

À fin 2011, le nombre de PME privées déclarées s'élève à **658.737**, réparties :

- **Personnes morales : 391.761** [représentant 59,41% du total].
- **Personnes physiques : 120.095** [représentant 18,21% du total].
- **Activités artisanales : 146.881** [représentant 22,28% du total].

Par rapport à 2010, les PME privées ont progressé de 6,50% marquant ainsi une hausse nette de 40.222 :

- **22.442** personnes morales ;
- **6.522** personnes physiques et
- **11 258** relevant des activités artisanales.

S'agissant des Personnes morales

Pour cette catégorie, les enregistrements au niveau de la CNAS en 2011, indiquent que les créations enregistrées s'élèvent à **26.239 nouvelles PME**.

Quant aux radiations, elles sont au nombre de **9.189**.

Ce sont des entités relevant des *professions libérales* généralement non astreintes à l'inscription au Registre du Commerce.

S'agissant des Personnes physiques

Dans les personnes physiques, on retrouve, notamment, les notaires, les avocats, les huissiers de justice, les médecins, les architectes et les agriculteurs, etc.

Les PME relevant des professions libérales, au nombre 120.095, exercent à 89,61% dans les secteurs de l'Agriculture (61,91%) et de la Santé (27,70%).

Les enregistrements au niveau de la CASNOS s'élèvent en 2011 à **6.757** entités [Santé : **2.593**; Justice : **1.223**; Exploitations agricoles : **2.941** (Tableau02)].

Tableau n° 02 : Données relatives aux professions libérales par secteur d'activité.

	Santé	Justice	Exploitation	Total
Nombre au 31.12.2011	33 302	12 502	74 291	120 095

¹ Bulletin d'information et statistique n°17 du Ministère des PME, 1er semestre 2010.

Part en %	27.70	10.40	61.91	
Création	2 593	1 223	2 941	6 757
Décès	25	9	201	235
Croissance	2 568	1 214	2 740	6 522

Source : Bulletin d'information statistique n° 20.Mars 2012.

2.2. Les PME publiques

Les PME/EPE ne représentent qu'une partie minime de la sphère des PME algériennes. En 2011, leur nombre a augmenté de 2,69% par rapport à l'année écoulée. Il passe de 557 à **572 PME**. Leur effectif passe de 48.656 à **48.086 salariés**.

Ces PME exercent dans tous les secteurs d'activité de l'économie nationale, principalement dans l'Agriculture (31,99% des EPE/PME), l'Industrie (29,55%) et les Services (29,20%). Les PME/EPE industrielles représentent près de 30% des PME publiques et fournissent près de 43% des effectifs du SPM de type PME (Tableau 03)¹.

Tableau n° 03 : PME publiques par tranche d'effectifs.

Secteur d'activités	1 à 9 salariés		10 à 49 salariés		50 à 250 salariés		Nombre global des PME	%	Effectif s	%
	Nombre	Effectif s	Nombre	Effectif s	Nombre	Effectif s				
Industrie			23	705	146	19 844	169	29,5 5	20549	42,73
Services	7	48	75	2145	85	10746	167	29,2	12939	26,91
Agriculture	21	121	106	3065	56	5333	183	31,9 9	8519	17,72
BTPH			9	293	32	4072	41	7,17	4365	9,08
Mines			1	23	11	1691	12	2,1	1714	3,56
Total	28	169	214	6231	330	41 686	572	100	48086	100

Source : ECOFIE

3. Quelques statistiques sur les PME en Algérie

3.1. Évolution comparative du nombre de PME

¹ Les PME publiques ne remplissent pas la condition édictée par la loi en matière d'indépendance mais leur prise en compte dans le Bulletin de la PME répond à un souci de cerner toutes les activités générées par les entreprises dont la taille est inférieure à 250 salariés

Le tableau général ci-dessous illustre l'évolution annuelle des PME .En prenant en considération l'intégration au plan statistique, à partir du 2010, des « personnes physiques » assimilées aux « personnes morales », et les PME publiques .l'évolution annuelle du nombre de PME par rapport à l'année écoulée se présente comme suit :

Tableau n° 04 : l'évolution comparative du nombre de PME.

Nature des PME		Nbre des PME année 2010	Nbre des PME année 2011	Evolution	%
PME privées	Personnes morales (entreprises)	369 319	391 761	22 442	6,08
	Personnes physiques (fonctions libérales)	113 573	120 095	6 522	5,74
	Activités artisanales	135 623	146 881	11 258	8,3
PME publiques		557	572	15	2,69
Total		619 072	659 309	40 237	22,81

Source : bulletin d'information économique «Ministère des PME ».

Nous constatons que la population des PME algériennes a augmenté de **33777** entreprises, passant de **619 072** entreprises en 2010 à **659 309** en 2011, soit une évolution de 6,50%. Cette évolution se reflète par l'augmentation du nombre des PME privées qui sont de l'ordre de **618 515** entreprises en 2010 contre **658 737** entreprises en 2011.

Cependant, les PME publiques ont connu pour la même période une évolution de 15entreprises pour se stabiliser à 572 entreprises en 2011.

3.2. Evolution des PME/PMI en Algérie durant 2003 – 2010

A partir de 2003, le poids de la PME/PMI a nettement augmenté, le nombre a plus que doublé, et la densité a presque quadruplé. Les statistiques disponibles indiquent que plus de la moitié des PME/PMI ont été créés entre 2003/2010, suite à la loi d'orientation sur les PME de 2001, soit **318 710** entreprises. A la fin de 2010 le nombre des PME/PMI privées a connu une évolution remarquable, et a enregistré le nombre de **398 788** entreprises, alors qu'on début de 2003 elles étaient à **207 949** entreprises. Contrairement au nombre des PME/PMI publiques qui a enregistré une diminution de **218**, en 07 années. Par contre le total des artisans durant 07 années, a connu une augmentation nette et a passé de **79 850** entreprises artisanales en 2003 à

162 085 entreprises à la fin de 2009¹.

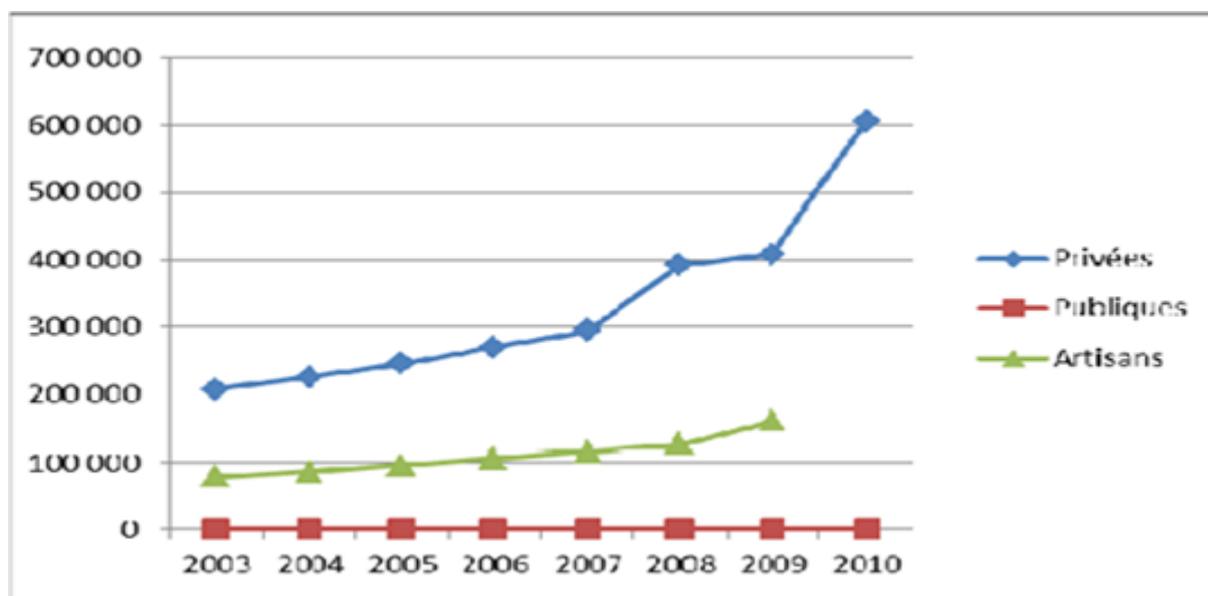
En matière de densité, le secteur enregistre un taux de dix PME/PMI pour mille habitants (10/1000), un taux qui reste très loin des normes internationales ou le taux le plus faible est de l'ordre de quarante-cinq PME/PMI pour mille habitants (45/1000). Des statistiques plus détaillées sur l'évolution du secteur PME/PMI sont mentionnées dans le tableau suivant :

Tableau n° 05 : Evolution des /PME/PMI en Algérie durant 2003/2010

Entreprise	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
Privées	207 949	225 449	245 842	269 806	293 946	392 013	408 155	606 737
Publiques	778	778	874	739	666	626	598	560
Artisans	79 850	86 732	96 072	106 222	116 347	126 887	162 085	---
TOTAL	288 587	312 959	342 788	376 767	410 959	519 526	570 838	607 297

Source : direction des systèmes d'information et des statistiques, ministère de l'industrie, de la PME et de la promotion de l'investissement, 2010.

Figure n° 02 : Evolution des PME/PMI en Algérie durant 2003-2010



Source : direction des systèmes d'information et des statistiques, ministère de l'industrie, de la PME et de la promotion de l'investissement, 2010.

¹ Ministère de la Petite et Moyenne Entreprise, et de l'Artisanat, bulletin d'information, statistiques n° 15, 1^{er} semestre 2009.

Section 2 : Les contraintes et les opportunités liées au développement des PME en Algérie

1. Les contraintes

1.1. Les causes internes à l'entreprise

Les causes internes à l'entreprise correspondent principalement aux techniques et technologies de production peu appropriées, à l'insuffisance du respect des normes et standards de qualité, à l'insuffisance quantitative et qualitative des ressources humaines, aux difficultés d'accès aux marchés extérieures, la faible utilisation des TIC...¹

1.1.1. Techniques et technologies de production peu appropriées

Les PME utilisent encore des techniques de production peu appropriées et des technologies dépassées, sur 20 PME interrogées seules 3 ont procédé au renouvellement de leurs équipements. En Algérie, sur le plan technique, les difficultés auxquelles sont confrontées les PME portent sur l'absence de procédés efficaces de production, le mauvais agencement des processus ou encore l'obsolescence des installations. Beaucoup d'entreprises, en dépit de l'amortissement des équipements de production, continuent de les utiliser.

Par ailleurs, dans les domaines d'activité de transformation, on peut noter une absence de culture de recherche et développement qui ne permet pas de développer des programmes de recherches ou à défaut, de s'approprier les résultats des recherches menées par de plus grandes entreprises.

Durant les dernières décennies, l'innovation technologique et le transfert de technologies ont été identifiés en tant que contribuant important au développement économique.

1.1.2. Insuffisance de respect des normes/standards de qualité

L'une des entraves à la compétitivité des PME Algériennes réside dans le non-respect des normes et standards internationaux de qualité, sur 20 PME interrogées aucune n'est certifiée ISO. Or les critères de qualité sont gages de succès et de compétitivité pour les petites et moyennes entreprises.

Avec, l'entrée en vigueur des accords de partenariat économique avec l'union européenne et l'accession de l'Algérie à l'OMC et surtout une stratégie d'industrialisation

¹ Article économique de Fella MIDJEK, le journal EL WATAN économie du 2 mai au 8 mai 2011 .p09.

ournée vers les exportations, donc la conquête des marchés extérieurs, l'adoption des démarches qualité et le respect des normes sont très déterminantes pour la survie de nos PME.

Cependant, les concepts de norme et qualité sont encore très peu ancrés dans les entreprises algériennes, en raison notamment de l'insuffisance de l'information en matière de normes et de l'insuffisance d'une démarche qualité.

1.1.3 L'insuffisance qualitative et quantitative des ressources humaines

Parmi les obstacles majeurs qui limitent le développement des PME, on relève d'une part, le manque de formation parmi des dirigeants des PME, sur 20 dirigeants interrogés seuls 6 ont suivi une formation universitaire et 4 une formation professionnelle et d'autre part, une gestion de l'entreprise très fortement marquée par la personnalité du gérant qui en est généralement le propriétaire.

En effet, pour des raisons culturelles, les entrepreneurs sont assez réticents à partager leur pouvoir et à répartir les tâches entre divers centres de décisions. Il en résulte que les dirigeants ont souvent une appréciation erronée du risque à prendre, et que parfois l'extrême prudence les amène à prendre des décisions déraisonnables.

De plus, faute de moyens financiers, les gérants de PME ne s'entourent pas de cadres compétents pour renforcer leur capacité de gestion ou compenser leurs lacunes en matière de marketing, comptabilité, finance, approvisionnement, production ou gestion des stocks.

De plus, les dirigeants de PME n'ont pas conscience que les différents stades de vie d'une entreprise sont intimement liés à leur capacité d'organisation, et que la croissance de l'entreprise doit s'accompagner d'une bonne gestion des ressources humaines et d'une meilleure répartition fonctionnelle des tâches. Ils ne perçoivent pas encore les bénéfices de la délégation d'une partie de leur pouvoir de décision aux personnes compétentes et le fait qu'un investissement en formation du personnel constitue un capital qui implique à terme des retombées bénéfiques pour l'entreprise en termes de qualité et de compétitivité.

1.1.4. Une faible utilisation de technologie d'information et de communication

Malgré le rôle fondamental que jouent les TIC dans l'amélioration de la compétitivité des PME en vertu de la mine d'informations qu'elles génèrent à l'entreprise ; l'amélioration des différentes fonctions de l'entreprise : marketing, ventes, management, gestion des ressources humaines, ainsi que la réduction des divers coûts supportés par l'entreprise.

Prenons l'exemple du marketing pour illustrer comment les TIC peuvent permettre d'améliorer les fonctions de l'entreprise et réduire les coûts supportés par cette dernière. Les entreprises étaient habituées à utiliser dans leurs opérations de marketing, le support papier ou

audio-visuel. Ces moyens sont coûteux et limités dans leur étendue, alors qu'à travers un site web, une entreprise peut diffuser toute information utile sur ses produits et services, ainsi que son historique, ses références, ses managers, etc. Ainsi ce qu'elle pouvait faire auparavant sur du papier à travers les brochures et les catalogues, elle le fait maintenant sans limite dans le volume, la qualité, les couleurs, le type (texte, image, audio, vidéo), et surtout à moindre coût.

Une brochure et un catalogue en milliers d'exemplaires seulement coûtent plus de 100 .000 DA, ce qui suffit largement pour héberger un site web pendant une année. L'autre avantage de l'internet dans les opérations de marketing est le fait qu'on peut intervenir sur le contenu du support en temps réel pour apporter des modifications ou des mises à jour de dernière minute, ce qui n'est pas le cas du support papier. Les PME algériennes s'attardent à acquérir ces technologies, sur 20 PME interrogées 08 seulement disposent d'une connexion internet.

1.1.5. Les difficultés d'accès au marché extérieur

Sur les 20 PME interrogées aucune d'entre elles n'exporte, ce qui nous renseigne sur les difficultés qu'éprouvent les PME algériennes pour accéder aux marchés extérieurs en raison, notamment, d'une absence de partenariat d'affaires⁶, d'une insuffisance de politique de marketing et de publicité/communication. Il faut souligner ici le manque de vision stratégique et d'intérêt pour l'exportation, lié à une insuffisance de formation et d'information sur les mécanismes du commerce international.

1.2 Les causes externes à l'entreprise

Les causes externes du déficit de la compétitivité des PME algériennes portent notamment sur l'accès au financement, sur l'environnement dans lequel elles évoluent, sur le marché informel et les difficultés d'accès au foncier.

En dépit de la volonté politique et les efforts consentis ces dernières années par les pouvoirs publics pour accompagner le développement des PME, ces dernières n'arrivent pas à se hisser au niveau escompté et bon nombre d'entre elles restent toujours vulnérables ; et d'une performance médiocre et cela pour un ensemble de dysfonctionnement et d'anomalies qui concernent l'environnement des affaires.

1.2.1. Les contraintes liées au financement des PME en Algérie

L'accès aux ressources financières est identifié dans de nombreuses enquêtes de conjonctures comme un des principaux obstacles à la survie et à la croissance des PME en Algérie. En effet, malgré les efforts consentis par l'Etat en vue d'améliorer et dynamiser le système bancaire afin de l'adapter aux exigences de l'économie de marché, ce dernier se caractérise toujours par sa rigidité, des lourdeurs et des dysfonctionnements des services offerts, ainsi que les crédits accordés au « compte-goutte » avec des garanties excessives qui

dissuadent les entreprises, auxquels s'ajoute le manque d'utilisation des nouveaux moyens de financement tel que le crédit-bail qui semble adapté aux cas des PME.

De plus le caractère embryonnaire du marché financier marqué par une offre insignifiante de capital risque favorisé d'une part par le nombre anodin des sociétés financières, d'autre part d'une absence d'un cadre légal et réglementaire adéquat à cette activité et le problème de mentalités et de culture des dirigeants des PME qui sont réticents à l'ouverture des capitaux de leurs entreprises à des partenaires étrangers.¹

1.2.2. Les contraintes liées à l'administration publique

Nous avons une administration qui est encore en retard par rapport aux exigences du développement des PME, sur 20 PME interrogées 15 se plaignent de la mauvaise qualité de l'administration publique. En effet, l'administration algérienne a longtemps évolué dans une économie planifiée et centralisée dédiée au fonctionnement des grands ensembles publics qui n'ont pas les mêmes besoins que les PME privées. D'où la nécessité de changements réels afin qu'elle génère une attitude accompagnatrice et facilitatrice pour orienter les PME. Car l'administration publique est caractérisée par une certaine lourdeur et bureaucratie² paralysante, auxquels s'ajoute « le fléau de la corruption » qu'avancent beaucoup des chefs d'entreprise mais qui reste difficile à cerner et à évaluer.

Et voici celle citées par la Banque mondiale à ses propos après enquêtes menées sur l'administration publique algérienne, les principales sources de difficulté :

- Les délais trop longs dans le traitement des dossiers ;
- Des procédures administratives bureaucratiques ;
- Des procédures administratives mal assimilées par les administratifs et les opérateurs ;

Des réglementations qui mettent beaucoup de temps pour être assimilées et mise en œuvre par l'administration.

1.2.3. Les contraintes liées au système juridique et judiciaire

Le système juridique et judiciaire algérien est marqué par une instabilité qui pose problème aux investisseurs³, par des inadéquations et anomalies des règles appliquées au monde des affaires, particulièrement en matière de lenteurs des procédures, complexité de constitution et fonctionnement des sociétés et insuffisance de l'information.

Prenons l'exemple de la phase de « constitution de société ». Il y a lieu de montrer que les procédures sont encore longues, certaines formalités administratives sont assez

¹ L'ACTUEL, le magazine de l'économie et de partenariat international, mars 2010. P18

² Article économique de Mohamed NAILI, le journal EL WATAN économie du 2 mai au 8 mai 2011 .p10

³ Article économique de Philippe DE BAUER, le journal EL WATAN économie du 2 mai au 8 mai 2011.p 09

contraignantes du fait que trop de documents sont exigés avec au moins (quatorze procédures au minimum).

En effet, l'Algérie est classée 150 sur 183, selon le classement « doing business » de la banque mondiale de l'année 2011 contre 48 pour la Tunisie et 82 pour le Maroc.

1.2.4. Les contraintes liées au système fiscal

Selon le même classement effectué par le « doing business » (la banque mondiale), l'Algérie dispose du climat des affaires le moins attractif de la région Afrique du nord et Moyen orient. C'est au regard de la pression fiscale sur les entreprises que la différence est prononcée entre l'Algérie et les autres pays. Sur les 183 pays comparés à cet effet dans le cadre du « doing business »2011, l'Algérie est classée à 168ème place parmi les pays où la pression fiscale est plus élevée. L'impact sur les bénéficiaires des sociétés (IBS) payé par les entreprises est de l'ordre de 30%, la taxe professionnelle (TAP) est de 2% du total des ventes, et la taxe sur la valeur ajoutée (TVA) qui est de 17%.

1.2.5. Les contraintes liées à l'administration douanière

L'administration douanière présente une certaine léthargie et s'avère inadaptée à une économie de marché marquée par l'augmentation des transactions transfrontalières.

Prenons un exemple pour illustrer cette léthargie : un conteneur en Algérie prend 27 jours pour sortir du port, contre 3 à 4 jours au Maroc, et une journée à Singapour. Un contrôle douanier qui manque d'efficacité et de transparence et beaucoup de produits contrefaits dépassent ainsi la barrière douanière, en particulier des produits en provenance des pays asiatiques.

1.2.6. Les contraintes liées au marché informel

Le marché informel en Algérie est un phénomène qui évolue dans des proportions préoccupantes, selon certains experts il est estimé à 40% du marché national et ses effets sont multiples et touchent tous les domaines :

- La non-déclaration des ressources humaines, financières et même techniques et technologiques ;
- La non-facturation ;
- L'évasion fiscale ;
- La concurrence déloyale des importateurs qui parviennent à éviter les barrières tarifaires.

Cet ensemble de pratiques met à mal les entreprises qui sont en règle, et engendre aussi un manque de statistiques fiables qui crée une myopie quant à l'appréhension des évolutions du marché par les PME

1.2.7. Les contraintes d'accès à l'information

Les entreprises algériennes souffrent d'un manque d'information économique ou commerciale fiable et exhaustive, sur 20 PME interrogées toutes se plaignent de la rareté de l'information sur leur secteur, dont les causes principales sont :

- L'absence d'une banque de données sur les entreprises ;
- L'absence de données sur les marchés ;
- L'absence de données sur les opportunités d'investissement ;
- Faible utilisation de l'outil informatique, exemple : internet dans le monde des affaires.

1.2.8. Les contraintes liées au marché foncier

L'absence d'un marché foncier actif constitue la raison principale du recul des intentions de l'investissement. En effet sur 20 PME interrogées toutes se plaignent de la difficulté d'accéder au foncier.

Les contraintes qui découlent du marché du foncier sont :

- L'ambiguïté du statut juridique des assiettes foncières, due au fait que la plupart des opérateurs installés ne possèdent pas d'acte de propriété légal et authentique¹ ;
- L'inutilisation de la majorité des terrains viabilisés, car ils appartiennent soit à des sociétés publiques en faillite soit à des propriétaires privés qui les conservent à des fins de spéculation ;
- Le paiement par des investisseurs d'une cote part financière unique afin d'accéder au foncier, ce qui décourage les petits investisseurs à fonds propres très limités ;
- Le prix du mètre carré très variable et souvent très élevé ;
- Des infrastructures ne répondant pas souvent aux exigences techniques de la future entreprise ;
- Les différences de prix entre le foncier public et le foncier privé qui encouragent la rétention spéculative.

2. Les opportunités

Des stratégies et des mesures ont été prises, afin d'améliorer l'environnement dans lequel la petite et moyenne entreprise opère, souvent ces entreprises affirment que les pratiques administratives (fiscales, banques, ...etc.) constituent des entraves à leurs créations, développement et leurs croissances, comme on l'a déjà signalé précédemment.

2.1. Institutions de soutien et d'accompagnement

¹ Article économique de Mohamed NAILI, le journal EL WATAN économie du 2 mai au 8 mai 2011 .p11.

Conscients de l'importance et des enjeux qui l'entourent, les pouvoirs publics ont créé des structures de promotion, de soutien et d'accompagnement des PME/PMI, pour mieux cerner les points de faiblesses qui entravent la survie et le bon fonctionnement de ces entreprises, des centres de facilitation, des pépinières d'entreprises, des sociétés financières spécialisées 11 (SFS), ainsi que la mise en place de multiples instruments fiscaux et financiers, parmi ces diverses institutions et organismes notant:

2.1.1. Caisse Nationale d'Assurance Chômage (CNAC - 1994)

La caisse vise les chômeurs de la tranche d'âge entre 35 et 50 ans, qui investissent dans des activités industrielles et/ou des services, sauf la revente en l'état. La caisse assure également les tâches suivantes:

- Propose un crédit sans intérêt entre deux (2) et cinq (5) millions de Dinars;
- Accompagnement personnel aux porteurs de projets;
- Franchise de la TVA pour l'acquisition de biens d'équipement et de services entrant directement dans la réalisation de l'investissement;
- Exemption du droit de mutation à titre onéreux sur l'acquisition immobilière effectuée dans le cadre de la création de l'activité;
- Application du taux réduit de 5% en matière de droits de douane pour les biens d'équipements entrant directement dans la réalisation de l'investissement.

2.1.2. Agence Nationale de Soutien de d'Emploi des Jeunes (ANSEJ - 1996)

L'ANSEJ se charge de:

- Le soutien, l'orientation et l'accompagnement des jeunes entrepreneurs;
- Aide sous différentes formes (financières et non financières);
- Le suivi des investissements et le suivi de l'application des cahiers des charges;
- L'encouragement de toute initiative vise la création et la promotion de l'emploi;
- Joue le rôle d'intermédiaire entre les banques et les différents organismes et institutions financiers et les entrepreneurs investisseurs.

2.1.3. Agence de Développement Social (ADS - 1996)

L'agence assure le développement des microcrédits précisément pour les citoyens sans revenus.

2.1.4. Agence Nationale de Développement des Investissements (ANDI -2001)

Le rôle principal de cette agence est:

- La promotion, le développement et le suivi des investissements nationaux et étrangers;
- L'accueil et l'orientation des jeunes investisseurs;

- La facilitation de toute procédure administrative pour la création des entreprises;
- La garantie de bénéficier des avantages (exonération des droits et taxes);
- La sensibilisation des investisseurs étrangers potentiels.

2.1.5. Fond de Garantie des Crédits aux Petites et Moyennes Entreprises (FGAR - 2002)

Le fond revêt une importance particulière car sa mission principale est la facilitation d'accès aux crédits bancaires à moyen terme sous forme de garanties;

Pour pouvoir bénéficier de cette garantie le projet doit être:

- Soit la création d'une nouvelle activité économique;
- Soit le développement et l'extension d'une activité économique existante;
- Soit le renouvellement des équipements de l'entreprise.

2.1.6. Agence Nationale de Gestion des Microcrédits (ANGEM - 2004)

L'agence octroie des crédits sans intérêts destinés à l'achat de matières premières, pour des projets dont le coût ne dépasse pas les 30 000 dinars. Les aides accordées sont le soutien, le conseil, et l'accompagnement dans la mise en œuvre de l'activité.

2.1.7. Fond National de Promotion des Activités Artisanales (FNPAAT)

Le fond subventionne l'acquisition des équipements et outils qui sont utilisés dans l'artisanat et l'art, il vise à:

- Renouveler les équipements afin d'élargir la production et améliorer sa qualité;
- Soutenir les actions de promotion;
- La formation et apprentissage pour les jeunes;
- Sauvegarder les activités en voie de disparition.

Section 3 : les sources de financement des PME

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

1. La distinction entre fonds propres et dette

La différence entre les fonds propres et la dette se situe au niveau de nature de droits qu'ils procurent¹. En effet, la dette présente des droits contractuels sur les cash-flows de l'entreprise et sur ses actifs, qui engendre des charges déductibles de l'impôt sur les sociétés, qui a une durée de vie fixe et qui présente des droits prioritaires sur les cash-flows. Par contre, les actions présentent des droits résiduels sur les sociétés. Elles donnent à leurs propriétaires le droit de contrôle sur la gestion mais en cas de faillite elles sont les dernières à être remboursées. Elles ont une durée de vie infinie et elles n'engendrent pas d'avantages fiscaux sur les paiements².

2. Le financement par les fonds propres

Au sens large, les fonds propres des entreprises comprenant les fonds propres au sens strict et les quasi-fonds propres. Les quasi-fonds propres possèdent des caractéristiques juridiques et comptables différentes des fonds propres mais au plan financier, ils assurent les mêmes fonctions que les fonds propres au sens strict.

2.1. Titres de propriété (pour les entreprises cotées)

C'est la procédure la plus simple qui permet l'augmentation du capital des entreprises cotées sur le marché boursier. Cette source de financement assure pour l'entreprise une stabilité de ressources puisque l'action n'est pas remboursable, mais elle a pour inconvénient la perte de l'autonomie. Les titres de propriété peuvent revêtir plusieurs formes, ils peuvent être sous forme d'action, option sur action ou certificat d'investissement.

2.2. La richesse des propriétaires (pour les entreprises non-cotées)

Contrairement aux entreprises cotées, les non-cotées ne peuvent pas augmenter leur capital par une émission de titres. Pour faire face à un besoin structurel de ressources, ce type d'entreprises fait appel à la richesse des propriétaires.

¹ Les autres instruments qui présentent des caractéristiques des deux types sont des instruments hybrides.

² L'assiette d'impôt se calcule avant la distribution des dividendes. Voir le deuxième chapitre.

2.3. Société de capital-risque

Le capital-risque offre des solutions de financement aux PME qui sont confrontées au manque d'instruments financiers appropriés. En effet, les PME, qui se développent rapidement, expriment un besoin de financement structurel. Leur risque, jugé très élevé, constitue une contrainte pour accéder aux financements. Ainsi, le capital-risque propose des financements en fonds propres en contrepartie d'une participation dans le capital.

3. Les quasi-fonds propres

La procédure d'augmentation de capital est à la fois coûteuse et complexe. Pour faire face aux besoins de l'entreprise sans augmenter le capital, les associés accordent des prêts sur leurs comptes courants. Cependant, ces prêts ne sont assimilés à des fonds propres que s'ils signent un engagement de bloquer ces fonds ou de les convertir aux titres¹.

4. Le financement par la dette

Nous distinguons trois formes : emprunts bancaires, crédit-bail et émission d'obligations.

4.1. La dette bancaire

La dette bancaire constitue, historiquement, la première source de financement. Elle peut revêtir plusieurs formes suivant le besoin exprimé par l'entreprise. On trouve notamment :

-L'endettement à court terme : le financement de l'exploitation.

-L'endettement à moyen et long terme : le financement de l'investissement.

La dette bancaire offre plusieurs avantages. Elle permet de conserver l'information privée. Aussi, la dette bancaire finance des besoins bien déterminés et des montants relativement petits par rapport aux emprunts obligataires, ce qui diminue le risque de non remboursement.

4.2. Le crédit-bail : leasing

Le crédit-bail est une technique de financement d'une immobilisation, par laquelle une banque ou une société financière acquiert un bien meuble ou immeuble pour le louer à une entreprise, cette dernière ayant la possibilité de racheter le bien loué pour une valeur résiduelle faible en fin de contrat. Ce type de financement présente plusieurs avantages. En effet, le crédit-bail apporte des sources de financement hors bilan pour des entreprises qui auraient épuisé leur capacité de financement. En plus, l'entreprise dispose d'un choix entre

¹ Il existe d'autres formes de quasi-fonds propres mais ils restent peu utilisés comme : les titres subordonnés, les prêts participatifs, les titres participatifs, ...etc.

l'acquisition de l'actif ou non. Cependant, le choix de ce financement a un incident fiscal négatif puisque l'entreprise ne bénéficie que de la déduction fiscale sur les charges de location et elle va perdre l'avantage de déduire le montant de dépréciation de l'actif et d'intérêt sur la dette.

4.3. Les obligations

Pour les entreprises cotées, l'émission d'obligations constitue une autre alternative de financement par l'endettement. Ce financement présente plusieurs avantages par rapport à la dette bancaire. D'une part, ses conditions sont plus favorables puisque le risque est partagé par plusieurs investisseurs. D'autre part, l'obligation comprend plusieurs caractéristiques ce qui permet d'adapter la dette aux besoins réels exprimés par l'entreprise. En effet, dans l'émission d'obligation, l'entreprise peut spécifier la maturité, les modalités de paiement des intérêts et le choix du remboursement qui peut être in fini ou par annuité constante, dégressive ou progressive. Ces spécificités rendent l'obligation « le véhicule privilégié du financement de marché à moyen terme de l'entreprise »¹. Elle peut être subordonnée, convertible.

5. Le financement des PME familiales

Les nouvelles recherches dans la finance ont relevé la spécificité du comportement des PME familiales. On constate que cette catégorie possède une structure financière qui assure une meilleure gestion financière parce qu'elles ont souvent une vision de long terme et elles ne sont pas redevables de résultats. Elles se financent par des « fonds propres patient » sans menace de liquidité. Cependant, les entreprises n'ont pas souvent suffisamment ce type de ressource. On évoque deux explications qui justifient ce manque. La première concerne le financement sur le marché. Les PME familiales sont souvent incapables de remplir les conditions nécessaires pour accès au marché. Le manque d'information publiée ainsi que la faiblesse du volume d'affaire rend l'accès au financement boursier difficile. La seconde concerne les obstacles internes. Les PME familiales cherchent à se développer dans un environnement hermétique. L'intervention financière extérieure est redoutée car elle peut altérer l'autonomie de l'entreprise si précieuse.

6. Le financement des PME en Algérie

La situation financière de l'économie algérienne présente quelques avantages par rapport au financement des PME. D'une part, l'Etat algérien exprime ses orientations à développer les PME. Plusieurs programmes ont été lancés, d'autre part, la situation de surliquidité des banques publiques vient pour annihiler l'effet de rationnement des fonds.

¹ VERNIMMEN, Finance d'entreprise, Ed. 6, Dalloz, Paris, 2005, P 747.

Cependant, les PME algériennes souffrent encore de l'insuffisance de sources de financement¹ dû notamment à :

Inadaptation de la PME aux mécanismes financiers modernes : plusieurs produits financiers restent méconnus par les entreprises algériennes et la grande majorité ne cherchent à se financer qu'au prêt des banques. Un niveau de garantie trop faible, voire inexistant, de la PME algérienne : plusieurs PME sont constituées sous forme juridique d'une SARL, EURL et encore affaire individuelle dont la responsabilité se limite au montant de l'apport de fonds. Procédures administratives complexes et longues.

¹ Elles ne bénéficient que de 18,1% de total des crédits bancaires (rapport CNES 2001).

Section 4 : Importance et rôle des PME/PMI pour le développement économique algérien

Nul ne peut nier le rôle et l'importance de la PME/PMI dans toutes les économies, car elle permet et contribue à la croissance et au développement économique, par:

- La création d'emplois ;
- La création de la valeur ajoutée ;
- La participation à la distribution des revenus.
- L'apport technologique.

1. La création d'emploi

La tendance constatée ces dernières années dans l'évolution du taux de chômage en Algérie continue à s'inscrire globalement à la baisse, en raison de la contribution du secteur PME/PMI à créer de l'emploi, plus particulièrement par le secteur privé et les artisans. Ainsi, les données des taux de chômage en Algérie ont connus un déclin durant les deux années successives 2005/2006 de 15.3% à 12.3%, par contre ce taux a enregistré une légère augmentation de 1.5% en 2007¹.

1 - Nations Unies, Commission Economique pour l'Afrique, Bureau pour l'Afrique du Nord, XXIIIème réunion du Comité Intergouvernemental d'experts (CIE), Rabat (Maroc), 10-13 mars 2008.

Le dynamisme économique est dû principalement à des investissements dans le domaine de l'industrie, il se trouve devant plusieurs contraintes à savoir le manque de ressources financières, coûts élevés, centralisation de l'industrie, etc. Pour surmonter ces difficultés, il est judicieux de créer de petites filiales liées aux grandes entreprises, et faire appel à la sous-traitance, cette opération permettra de construire plusieurs unités pouvant répondre à la demande progressive de l'emploi, en créant des postes permanents à moindre coût. L'Algérie comme beaucoup d'autre pays, a pris conscience de l'importance des PME/PMI et son apport important pour l'emploi, et a réalisé des parts considérables sur ce plan.

2. La création de la valeur ajoutée

La valeur ajoutée se mesure par la différence des biens qu'elle vend et ce qu'elle a dû acheter pour produire ces ventes. En 1994, la valeur ajoutée du secteur public était de 617.4 milliards de dinars représentant 53.5 % du total national, alors que celle dégagée par le secteur privé avec 1 178 milliards de dinars soit 46.5 % du total national.

¹ Nations Unies, Commission Economique pour l'Afrique, Bureau pour l'Afrique du Nord, XXIIIème réunion du Comité Intergouvernemental d'experts (CIE), Rabat (Maroc), 10-13 mars 2008

A partir de 1998, les parts respectives se sont inversées faisant passer en tête le secteur privé avec 1 178 milliards de dinars soit 53.6 % et 1 019.8 milliards de dinars soit 46.4 % pour le secteur public. Par ailleurs, Il est à noter que plus de 65 % de la valeur ajoutée et de l'emploi des pays développés provient des PME/PMI. Une politique économique en vue de la constitution, de la promotion et des redéploiements des PME/PMI est incontournable dès lors que l'on aspire au développement

3. La distribution des revenus

La valeur ajoutée créée par chaque PME/PMI recouvre l'ensemble des rémunérations des services qui ont été rendus au cours du processus de production et au fonctionnement des administrations. La valeur ajoutée servira à :

- ✓ Rémunérer les services, force de travail, capital, moyens financiers (il s'agira alors des salariés, de dividendes ou d'intérêts).
- ✓ Contribuer au fonctionnement des administrations en particulier en versant des impôts.

4. L'apport technologique

Les PME participent énormément au progrès technologique par la mise en pratique des recherches technologiques et à l'utilisation rationnelle de l'espace, favorisant ainsi l'aménagement correct du territoire.

Il est clair donc que l'entreprise quelle que soit sa taille, en créant de la valeur ajoutée et en redistribuant ce surplus sous des formes diverses aux autres agents, remplit un rôle essentiel dans l'activité d'un pays. Il faut aussi préciser que ses fonctions de nature strictement économique ne sont pas les seules que l'on attribue à cette catégorie d'entreprise, de plus en plus, et du fait de son importance dans les sociétés modernes, d'autres missions lui sont attribuées : sociales, humaines et culturelles...

Conclusion du premier chapitre

Le financement des entreprises désigne l'ensemble des ressources qu'elles doivent se procurer pour faire face à leurs besoins. Les ressources, très diverses, peuvent être regroupées en deux catégories : les capitaux propres et les capitaux empruntés. La manière de combiner les différents moyens de financement est un élément de la stratégie financière qui a des conséquences directes sur la situation économique de l'entreprise, notamment sa valeur, sa solvabilité et sa rentabilité.

Les PME algériennes jouent un rôle important dans le paysage économique notamment dans la création d'emplois, mais ces dernières souffrent d'un déficit au niveau des qualifications et capacités organisationnelles, techniques et managériales et d'un environnement peu propice aux affaires qui entrave leur développement.

Chapitre 02 : la structure financière, aspects théorique et empirique

La question de la structure d'endettement des entreprises a fait l'objet de débats depuis les travaux de Miller et Modigliani (1958). Ces derniers ont été les premiers à mener une analyse théorique sur l'incidence de la structure financière, notamment sur le rapport dettes/fonds propres et sur la valeur de la firme.

Depuis 1958, les travaux concernant l'endettement des entreprises se sont succédés, donnant naissance à des multiples théories. Cependant, ces dernières ne sont que validées dans des conditions hypothétiques. Ainsi, La fin des années cinquante a marqué également le début d'un excès d'études empiriques sur l'endettement des entreprises. La plupart de celles-ci cherchent à montrer les principaux déterminants de l'endettement, ne s'adressant qu'aux grandes entreprises et entreprises cotées et non les petites et moyennes entreprises.

Plusieurs auteurs mentionnent qu'il y a une tendance à appliquer les préceptes théoriques de la finance d'entreprise classique au cas des PME puisque, en fin de compte, ces entreprises sont caractérisées par les mêmes problèmes que les grandes entreprises et entreprises cotées, ils entendent surtout des problèmes d'agence et des problèmes d'asymétries informationnelles. Ce qui, selon eux, différencie les PME des autres entreprises, c'est l'importance prise par ces deux problèmes fondamentaux de la finance au sein de ces entreprises.

Ce chapitre nous permettra de cerner la notion de structure de capital optimale et les théories qui remettent en question l'hypothèse d'information parfaite.

Pour mener à bien notre travail, nous avons structuré ce chapitre de la façon suivante :

- Section 01: Structure financière et valeur de l'entreprise ;
- Section 02: Structure financière et nouveaux courants de la finance moderne ;
- Section 03 : Etudes empiriques sur la structure financière ;
- Section 04 : Etudes empiriques des PME.

Section 01: Structure financière et valeur de l'entreprise

Pour longtemps, l'endettement n'a été analysé que dans son rapport à l'équilibre financier qui veut les emplois à long terme doivent se financer par des ressources à long terme. Ensuite, les différentes épreuves de compréhension de relation valeur-structure financière ont donné corps à deux courants caractérisant la finance moderne : l'approche dite traditionnelle et le modèle fondamental de Modigliani et Miller.

1. l'approche traditionnelle

Cette approche se propose de répondre aux questions relatives à la répartition de la structure du capital entre dette et fonds propres. Elle se base dans son raisonnement sur l'impact de levier financier, sur le taux de rentabilité¹, puis sur la valeur de l'entreprise.

1.1. Analyse par l'effet de levier comptable

Selon cette première version de la théorie traditionnelle, la structure optimale est obtenue lorsque l'entreprise est financée entièrement par l'endettement. En effet, elle suppose que le coût moyen de la dette est inférieur au coût moyen des fonds propres. Les niveaux de ces deux coûts supposés, respectivement sont fixes quel que soit le niveau d'endettement. Donc, lorsque le taux d'endettement augmente le coût moyen pondéré du capital diminue par conséquence la valeur de l'entreprise augmente, on l'appelle l'effet positif du levier. Dans ce cas l'effet du levier est vu uniquement du côté comptable puisque on ne prend pas en considération les incidences sur tous les paramètres financiers², il peut être calculé comme suit : **Bénéfice de la dette = quantité de la dette * marge de profit unitaire de la dette**

On peut expliquer cet effet par l'exemple suivant :

Nous supposons deux entreprises A et B qui ont les mêmes niveaux d'actif et résultat et une structure financière différente. On calcule la rentabilité financière des deux entreprises.

Tableau n°06: L'effet de levier comptable et la rentabilité financière.

	Entreprise A	Entreprise B
Fond propres (1)	500 000	400 000
Dettes (2)	0	100 000
Valeur de l'entreprise (1) + (2)	500 000	500 000

¹ L'augmentation de la rentabilité du capital pour les propriétaires est équivalente à la diminution du coût du capital pour l'entreprise.

² VERNIMMEN, Op.cit, P 647.

Résultat économique	100 000	100 000
Charge d'intérêt sur la dette 10%	0	10 000
Résultat net (3)	100 000	90 000
Rentabilité financière (3)/(1)	20%	22.5%

Source : tableau élaboré sur la base de l'analyse précédente.

L'endettement a entraîné une augmentation du taux de rentabilité financière de 20% à 22.5%. On constate que l'endettement accroît la rentabilité financière et par conséquent, il accroît la valeur de l'entreprise. Le point faible de cette approche, est présenté par le fait que les coûts moyens des fonds propres et de la dette soient fixes et la non-prise en compte de l'incidence de l'endettement sur les paramètres financiers, notamment le risque financier. La vision comptable de levier s'avère inefficace pour expliquer l'impact de l'endettement sur la valeur de l'entreprise.

1.2. L'analyse par l'effet de levier financier

L'effet de levier financier est l'accroissement de la rentabilité des fonds propres de l'entreprise entraîné par un supplément d'endettement. Selon cette seconde version, l'endettement a un double effet. Un effet positif qui se traduit par l'augmentation de la rentabilité financière et un effet négatif qui se traduit par l'augmentation du risque financier. Le risque financier se mesure par la volatilité de la rentabilité des capitaux propres. C'est sur la base de cette volatilité les actionnaires et les prêteurs augmentent le taux de rentabilité exigé en incluant une prime de risque. Cependant, cette prime n'est exigée qu'un seuil de risque mais elle augmente exponentiellement avec le niveau de risque. Donc il existe un niveau d'endettement où la différence entre l'effet positif de levier et la prime de risque est maximale.

2. L'approche de Modigliani- Miller (M & M)

L'approche traditionnelle apercevait la structure financière à travers le prisme de l'effet de levier et considérait que l'existence d'une structure de capital optimale relève de l'évidence. Modigliani et Miller, remettent en question cette évidence et démontrent rigoureusement dans un article¹ célèbre la neutralité de la valeur de l'entreprise vis-à-vis de sa structure financière.

2.1. Les hypothèses de l'approche M&M

Le modèle initial de M&M repose sur les hypothèses suivantes :

¹F. Modigliani et M. Miller, The Cost of Capital, Corporate Finance and Theory of Investment, American Economic Review, vol.68, n°3,1958.

H1 : Le marché est parfait : informations gratuites, rationalité des investisseurs et absence des coûts de transaction.

H2 : les investisseurs peuvent emprunter et prêter sans limites aux taux sans risque.

H3 : absence de couts de faillite.

H4 : Les entreprises n'émettent que deux types de titres (actions et obligation) au taux sans risque.

H5 : Toutes les entreprises peuvent être réparties en classes de risque homogènes.

H6 : Absence d'impôt sur le revenu.

H7 : Les bénéfices sont distribués en totalité.

Sous ces hypothèses, M & M annoncent leurs deux propositions :

2.2. Proposition I de M&M

Modigliani et Miller démontrent la proposition suivante :

« La valeur de l'entreprise est indépendante de la façon dont elle est financée, toutes choses étant égales par ailleurs »¹.

2.2.1. Principe de raisonnement

La valeur de l'entreprise est déterminée par les cash-flows actualisés qu'elle génère². D'une part, ils sont engendrés uniquement par les investissements. La nature des sources de financement n'interviennent que pour leur répartition. D'autre part, le taux d'actualisation retenu, qui est le coût du capital, est le même pour toutes les entreprises. Puisque sur un marché parfait, toutes combinaisons de titres se valent. Ainsi, les cash-flows actualisés sont indépendants de sa structure financière. On peut conclure que sous les hypothèses précitées, la valeur de l'entreprise est indépendante de sa structure financière.

2.2.2. Démonstration de la proposition I

Soit l'investisseur qui a le choix entre :

- Acheter une part α des titres de l'entreprise U (entreprise non endettées de valeur $VU = FU$).
- Acheter une part α des titres de l'entreprise L (entreprise endettée au taux d'intérêt i et de valeur $VL = FL + DL$).

Tableau n°07: Démonstration de la proposition I sans impôts de M & M

Stratégie	valeur de la dette	valeur de fonds	valeur total	rendement de la dette	rendement de fonds propres	Rendement total
-----------	--------------------	-----------------	--------------	-----------------------	----------------------------	-----------------

¹ F. Modigliani et M. Miller, **Op.cit.**, 1958.

² La théorie de M & M a été surnommée **pie Theory** : le prix d'une tarte est indépendant de nombre de ses morceaux.

		propres				
A	0	$\alpha *FU$	$\alpha *VU = \alpha *FU$	0	$\alpha *b$	$\alpha *b$
B	$\alpha *DL$	$\alpha *FL$	$\alpha *VL = \alpha *(DL+FL)$	$-\alpha *(i *DL)$	$\alpha *(b - i *D)$	$\alpha *b$

Source : tableau élaboré sur la base de la démonstration précédente.

D'après les hypothèses de M&M, le marché n'offre pas la possibilité d'arbitrage. Les deux stratégies qui ramènent le même rendement, devraient nécessairement avoir la même valeur.

Donc : $\alpha *VU = \alpha *VL$ D'où : $VU = VL$

Dans le cas où $VL > VU$: obtenir la même rémunération en engageant une dépense plus faible. Le prix des titres de l'entreprise L doit baisser jusqu'à ce que $VU = VL$ puisque les investisseurs peuvent reproduire, à titre personnel, la politique de l'endettement de l'entreprise¹. Ce constat montre que cette proposition résulte d'une absence de possibilité d'arbitrage.

2.3. Proposition II de Modigliani et Miller

Dans leur deuxième proposition, M & M indiquent que « le rendement des fonds propres est une fonction croissante de l'endettement »².

2.3.1. Principe de raisonnement

Les fonds propres d'une entreprise endettée présentent un risque financier plus élevé, une prime de risque vient augmenter le coût de ces fonds. Autrement dit, les actionnaires devraient recevoir en compensation un rendement espéré supérieur. Ce principe nous laisse dire que le coût des fonds propres est positivement corrélé avec l'endettement.

2.3.2. Démonstration de la proposition II

Le coût moyen pondéré du capital englobe le coût de la dette et celui des fonds propres comme suit : $CMPC = R_f (F / F+D) + i (D / F +D) \dots (1)$

Où : i : le taux d'intérêt de la dette D .

R_f : le taux de rendement des fonds propres F .

Pour l'entreprise non endettée on a : $R_f = R_e \dots (2)$ / R_e : le taux de rendement des ressources (dette et fonds propres).

En remplaçons dans (1) par $D=0$ et tenons compte de (2) $R_e = CMPC$ par la suite :

¹ Selon l'hypothèse 2.

² F. Modigliani et M. Miller, Op.cit., 1958.

$$\rightarrow R_e = R_f (F / F+D) + i (D / F +D)$$

$$\rightarrow R_e (F+D) = R_f .F + i .D$$

$$\rightarrow R_e . F +D (R_e-i) = R_f .F$$

D'où: $R_f = R_e + (R_e - i) D/F$

On constate que le taux du rendement des fonds propre augmente d'une façon linéaire en fonction du taux d'endettement D/F.

2.4. Apports et limites de l'approche M&M

Le mérite de M&M est d'avoir introduit dans le domaine de la finance d'entreprise la logique de la finance des marchés. C'est aussi l'idée de M&M qui introduit le principe, de la séparation entre la sphère réelle et la sphère monétaire à la finance de l'entreprise. Ce principe implique par la suite que c'est l'investissement qui crée la richesse et non pas son financement. Enfin, Le théorème de M &M a permis de formaliser la relation entre le risque et les cash-flows des titres sur le marché financier. Elle constitue, ainsi, la base de la formule du MEDAF¹ Cependant, les résultats de M &M ne sont valides que dans leur contexte. Les hypothèses sont fortes et peu réalistes, notamment la supposition des marchés parfaits et le non existence de l'impôt, ce qui rend ce modèle en contradiction avec l'observation empirique. Pour être plus réaliste, Modigliani et Miller ont reproduit les propositions I et II en tenant compte de l'impôt dans un article paru en 1963².

3. la structure financière et la prise en compte de l'impôt

Modigliani et Miller ont montré que l'endettement n'a aucun effet sur la valeur de l'entreprise dans un contexte de marché parfait. Pour rendre leur théorie plus réaliste, les deux financiers ont complété leur démarche en intégrant l'impôt sur les bénéfices des sociétés dans un article qu'ils ont appelé « correction ».

Miller repousse l'étude en introduisant l'impôt sur les revenus personnels. Il conclut qu'en présence des deux types d'impôts, l'avantage fiscal résultant de la dette peut être réduit voir renversé selon l'importance des deux taux d'imposition.

3.1. Proposition I de M &M avec impôt sur les sociétés

Dans tous les pays à économie de marché, il existe un impôt prélevé sur les bénéfices des sociétés. Pour tenir compte de cette donnée, M &M ont révisé leurs propositions en y intégrant l'effet fiscal. Cet effet est important du fait que dans tous les systèmes fiscaux, les intérêts versés par les sociétés sont considérés par la réglementation fiscale comme des charges déductibles de l'assiette d'imposition, ce qui n'est pas le cas pour les dividendes qui sont prélevés après imposition.³

¹ Modèle d'évaluation des actifs financiers.

² F .Modigliani et M .Miller, **Corporate Income Taxes and the Cost of Capital: A Correction**, American Economic Review, juin, 1963.

³ A.Damodaran, **finance d'entreprise**, De Boeck, Bruxelles, 2004.

Le traitement privilégié de la dette crée des économies fiscales liées à l'endettement pour la firme bénéficiaire et même lorsque le résultat est déficitaire, l'entreprise peut le déduire des résultats à venir, ce qui conserve l'avantage fiscal qui se calcule sur la base du montant des charges financières.

Ces dernières se calculent comme suit :

$$\text{Charges financières} = \text{montant de la dette (D)} * \text{le taux d'intérêt sur la dette (i)}$$

L'avantage fiscal s'écrit alors : **Avantage fiscal = tx *(D*i)**

Avec : tx : le taux d'imposition appliqué aux sociétés.

Sous l'hypothèse de l'existence d'impôt sur les sociétés, M&M annoncent que « la valeur d'une entreprise perpétuellement endettée est égale à la valeur d'une entreprise non-endettée augmentée de la valeur actuelle de l'avantage fiscal, toute chose étant égales par ailleurs ». Cette proposition peut être exprimée par l'égalité suivante :

$$VL = VU + (D * tx)$$

Avec : VL : la valeur de l'entreprise endettée
 VU : la valeur de l'entreprise non-endettée
 (D*tx) : valeur de l'avantage fiscal actualisé la dette

3.2. Proposition II de M&M avec impôt sur les sociétés

Comme ils l'ont déjà démontré en l'absence de fiscalité, le rendement des fonds propres R_f est positivement lié à l'endettement. Ce résultat a été expliqué par le fait que le risque des fonds propres augmente avec l'endettement. Ce résultat reste vrai en présence de l'impôt avec la diminution de taux d'imposition. Dans ce cas la formule s'écrit:

$$R_f = R_e + (1 - tx) * (R_e - i) D/F$$

3.3. Modèle de Miller : Intégration de l'impôt sur les revenus des personnes

En 1977, M. Miller¹ reprend les conclusions qu'il avait obtenues avec Modigliani concernant l'absence de structure financière optimale en y intégrant au niveau de l'investissement et montre que cette nouvelle variable peut réduire, voire renverser l'avantage concédé à la dette par la déductibilité des frais financiers.

Les principaux résultats de Miller sont les suivants :

- Les entreprises s'endettent de façon à ce que les individus imposés à un taux inférieure ou égal au taux d'impôt sur les sociétés souscrivent aux obligations et les autres souscrivent aux actions.

¹ M. Miller, Debt and taxes, Journal of Finance, vol n°2, mai 1977.

- Lorsque l'individu est imposé au même taux que la société, celle-ci est indifférente quant au choix de sa structure du capital. Cette conclusion s'apparente à celle de M&M dans un monde sans impôts.
- L'indépendance entre la valeur de l'entreprise et la structure financière est possible même en présence de distorsions fiscales.

Nous pouvons conclure qu'en présence d'impôt sur les sociétés, les entreprises sont appelées à s'endettées au maximum pour profiter de l'avantage procuré par l'économie fiscale.

Cependant, l'intégration de l'impôt sur les revenus des personnes allège cet avantage.

L'endettement présente d'autres effets qui ne sont pas pris en compte par M & M. En effet, l'endettement représente aussi une menace de la défaillance de l'entreprise.

4. La structure financière et le coût de faillite

M&M ont montré que la dette fournit à l'entreprise un avantage fiscal qui fait augmenter sa valeur. Cependant, elle entraîne aussi l'augmentation de probabilité de faillite donc les coûts de faillite. Dans ce point, nous présenterons, l'impact de ces deux effets sur la valeur de l'entreprise.

4.1. La probabilité de faillite

« Une firme est en faillite lorsqu'elle est incapable de faire face à ses engagements contractuels »¹.

Les firmes endettées qui ne peuvent pas faire face aux paiements d'intérêt ou du principal sont déclarées défaillantes. Même les firmes non endettées peuvent déposer leurs bilans si elles sont incapables de payer les salaires de leurs employés. La probabilité de faillite représente la possibilité que les flux de liquidité soient insuffisants pour faire face aux obligations liées à l'endettement. Elle augmente avec l'augmentation des flux sortants dus à l'endettement et/ou avec l'augmentation des coûts qui engendrent la faillite.

4.2. Les coûts de faillite

Les coûts de faillite sont engendrés soit par la menace de cessation de paiement ou suite à la survenance de la faillite. Donc, ces coûts sont la conséquence de l'augmentation de risque de faire faillite. On distingue deux types: les coûts directs et les coûts indirects de faillite.

4.2.1. Les coûts directs de faillite

¹ R. Goffin, Principes de Finance Moderne, Economica, Paris, 2005, p 279.

Les coûts directs de faillite, sont des coûts liés directement à la survenance de l'événement de faillite. On y trouve les Indemnités de licenciement des travailleurs, Les frais judiciaires, Les coûts de l'administration provisoire de l'entreprise avant la liquidation,.....etc.

4.2.2. Les coûts indirects de faillite

Les coûts indirects sont générés par l'augmentation de la perception du risque de l'entreprise par son environnement, entre autres :

- La perte de chiffre d'affaire qui peut intervenir suite à la perte de la clientèle : En effet, l'entreprise perd de plus en plus les parts de marché si sa probabilité de faillite est élevée;
- La diminution des crédits fournisseurs, l'entreprise ne trouve autour d'elle que les fournisseurs les plus chers, ce qui augmentera ces charges ;
- L'impossibilité de trouver des financements même pour des projets rentables ;
- Les coûts engendrés par la perte de productivité occasionnée par les grèves, la démotivation du personnel, les sous utilisation des outils ...etc.

4.3. Structure financière et coûts de faillite

La prise en compte des coûts de faillite permet de mieux expliquer les résultats trouvés dans les études empiriques sur la structure financière. Ils ont plusieurs implications sur la décision de l'endettement qui peuvent être réparties en quatre résultats essentiels¹ :

- Les entreprises ayant des cash-flows stables devaient avoir un ratio d'endettement plus élevé que celles ayant des cash-flows volatiles. En effet, la stabilité de ces flux diminue la sensibilité de la probabilité de faillite par rapport à l'endettement ;
- Si l'entreprise a la possibilité de lier le remboursement de la dette avec la variation de ces cash-flows, elle aura une opportunité d'emprunté plus. Dans ce cas, la probabilité de faillite n'est pas affectée par la volatilité des flux puisque le montant à rembourser dépendra de ces derniers ;
- Les entreprises, dont leurs gouvernements appliquent un système de sauvetages en cas de faillite, ont des ratios d'endettement importants ;
- Les entreprises, qui ont des actifs facilement liquides, devraient emprunter plus. Cette facilité assure une rapidité de vendre sans subir des moins-values importantes. Le montant récupéré vient déduire les coûts de faillite directs, ce qui atténue l'effet négatif de la faillite sur la valeur de l'entreprise.

5. L'intégration des coûts de faillite et l'avantage fiscal : Trade Off Theory (TOT)²

¹ A. DAMODARAN, **Op.cit.** p 265.

² En Français, on trouve plusieurs appellations de cette théorie : théorie du compromis, théorie du compromis statique ou la théorie de l'arbitrage statique.

En présence de coûts de faillite et de fiscalité, l'endettement à deux effets sur la valeur de l'entreprise l'effet fiscale augmente la valeur de l'entreprise et les coûts de faillite l'amenuisent. Alors la formule de M&M sur la valeur de l'entreprise devient :

$$VL = VU + D*tx - Cfa$$

Avec :

VL : valeur de l'entreprise endettée.

VU : valeur de l'entreprise non-endettée.

D*tx : valeur de l'avantage fiscal actualisé (D : la dette et tx : taux d'intérêt sur la dette).

Cfa : valeur actuelle des coûts de faillite.

D*tx - Cfa : effet de l'endettement.

Ces effets opposés agissent simultanément la théorie du Trade-off part de la neutralité de l'endettement sur un marché parfait, puis elle met en balance l'avantage fiscale et les coûts de faillite inhérents à la dette. En résumé, la théorie du Trade-off avance :

- l'existence d'un ratio d'endettement optimal qui permet de maximiser la valeur de l'entreprise. Ce ratio dépend de l'évolution de l'avantage fiscal et de l'évolution de danger de faillite ;
- le ratio d'endettement de l'entreprise doit se converger vers un ratio cible qui est différent selon la branche d'activité.

5.1. Les limites de la TOT

La TOT comporte plusieurs limites quant à la faiblesse de son pouvoir explicatif ainsi que sa mise en œuvre :

- Les observations empiriques montrent qu'il y a une différence de ratio d'endettement des entreprises appartenant à la même branche d'activité. Les résultats de la TOT ne peuvent pas expliquer cette différence. En effet, nous rappelons que selon cette théorie, le ratio d'endettement maximal est déterminé selon l'arbitrage entre les coûts de faillite et l'avantage fiscal, et à l'intérieur de même branche d'activité, ces deux déterminants sont équivalents pour l'ensemble des entreprises ;
- La TOT prévoit que les entreprises les plus rentables sont celles qui profitent au maximum de l'avantage fiscal dû à l'endettement. La réalité observée consiste au fait que les entreprises les plus rentables sont les moins endettées¹ ;
- La TOT est statistique et ne précise pas le comportement d'adaptation graduelle des entreprises vers leurs taux d'endettement cibles qui peuvent être mobiles.

Cependant, la TOT n'arrive pas à expliquer tous les résultats obtenus dans les études empiriques. Le nouveau courant de la finance moderne remet en cause les résultats de cette théorie. Ainsi, plusieurs théories sont émergées. Ces nouvelles théories font l'objet de notre prochaine section.

¹ Mackie-Mason et Jeffrey, Do taxes affect corporate financing decisions? , Journal of finance 45, 1990.

Section 02 : Structure financière et nouveaux courants de la finance moderne.

L'évolution a consisté à lever les hypothèses à la base de raisonnement de M&M. La levée de ces hypothèses a conduit progressivement à l'élaboration d'une nouvelle approche de la structure financière connue sous le nom de « théorie moderne de la firme » dans laquelle on retrouve la théorie d'agence, la théorie de signal ainsi que la théorie de la hiérarchie des préférences de financement.

1. Théorie d'agence

La théorie d'agence a émergé dans la finance moderne au cours des années soixante dix. Elle s'est constituée autour des travaux de Jensen et Meckling¹. Selon ces deux auteurs, une relation d'agence est matérialisée par un contrat par lequel un principal (propriétaire) donne mandat à un agent (dirigeant) d'agir dans son intérêt en lui déléguant un pouvoir de décision et en utilisant ses fonds et les fonds d'une tierce personne (prêteur).

Le principal fondamental de cette théorie est que les actionnaires et les dirigeants de l'entreprise ne disposent pas de la même information en raison de l'asymétrie d'information et de ce fait, On trouve deux types de conflits d'intérêts, on peut considérer que :

- Les dirigeants non propriétaires de l'entreprise ont des intérêts qui ne sont pas les mêmes que ceux des propriétaires non dirigeants (actionnaires).
- Il existe des conflits entre les actionnaires et les prêteurs (créanciers).

Les deux conflits d'intérêt génèrent, respectivement, des coûts d'agence des fonds propres et des coûts d'agence de la dette. La réduction de ces conflits d'agence est au centre du choix de la structure financière.

1.1. Les coûts d'agence des fonds propres

Les coûts d'agence des fonds propres représentent la perte de valeur de l'entreprise entraînée par les conflits entre actionnaires et dirigeants. Cette situation se rencontre dans les grandes firmes managériales, lorsque les dirigeants de l'entreprise ne sont propriétaires que d'une fraction insignifiante ou nulle du capital. Ces derniers ne sont pas incités à fournir le maximum de leur effort dans la mesure où le profit revient aux actionnaires.

Ces coûts d'agence comprennent : les coûts de surveillance des dirigeants « monitoring costs » et les coûts de mise en œuvre de mécanismes d'incitation.

Aussi, les dirigeants de l'entreprise cherchent toujours à maximiser les « free cash-flows² ».

Par contre, les objectifs des actionnaires sont souvent orientés vers la croissance et/ou la politique de distribution. Plusieurs études ont été menées pour expliquer le comportement des

¹ M.JENSEN. ET W.MECKLING, **Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and capital structure**, Journal of Financial Economics, 1976, pp 305-360.

² Terme utilisé par Jensen qui signifie les cash-flows après impôts et taxes, frais financier et l'ensemble des moins-values due à la perte d'opportunité.

dirigeants. Donadson¹ a conclu que les dirigeants sont influencés au moins par deux motivations :

- 1) La survie de l'entreprise : ils essayeront toujours de contrôler les ressources pour éviter que l'entreprise tombe en faillite.
- 2) L'indépendance financière : il s'agit de préférence à avoir recours à l'autofinancement et éviter de s'endetter.

Au total, pour avoir une meilleure performance, les entreprises essayent de garder la concentration du capital. Pour ce faire, elles font plus appel à l'augmentation du capital par l'extérieur. Donc, les coûts d'agence des fonds propres poussent les entreprises à s'endetter d'avantage.

• Réduire les coûts d'agence des fonds propres

A première vue, la meilleure façon de réduire les coûts d'agence des fonds propres est d'appliquer un système de surveillance sur les dirigeants. Cependant, cette solution reste très difficile à mettre en place parce qu'elle est très coûteuse s'elle doit être assurée par des experts. L'endettement de l'entreprise peut être vu comme un moyen efficace de résoudre une partie des coûts d'agence des fonds propres puisque celui-ci favorise la convergence des intérêts des actionnaires et du dirigeant. Le recours au financement par la dette oblige les dirigeants à être plus strict dans leur gestion. L'endettement oblige l'entreprise à faire face à des échéances régulières et un défaut de paiement peut avoir des conséquences catastrophiques pour les actionnaires ainsi que pour les dirigeants. Puisque, la faillite de l'entreprise engendre souvent une perte de fonds pour les propriétaires. De même pour les dirigeants, la faillite entache leur réputation en plus des sanctions pécuniaires. Toutefois, si l'endettement réduit efficacement les coûts d'agence des fonds propres liés aux conflits entre actionnaires et dirigeant, celui-ci en crée d'autres puisque les relations entre actionnaires et créanciers sont également sources de coûts d'agence.

1.2. Les coûts d'agence de la dette

La dette est un moyen de financement qui permet de garder l'autonomie de la gestion de l'entreprise. Cependant, elle génère souvent un conflit d'intérêt entre les prêteurs et les propriétaires. Ce conflit naît à partir du phénomène de transfert de richesse du propriétaire vers le créancier. En effet, le rendement d'une dette devrait être associé positivement avec son risque (rémunération de risque). L'augmentation de risque oblige les prêteurs à demander plus d'avantage, alors que, les propriétaires cherchent à garder la performance liée à l'endettement en minimisant les renoncements.

• Réduire les coûts d'agence de la dette

¹G. DONALDSON, managing Corporate Wealth: The Operations of a Comprehensive Financial Goals System, Praeger Publishers, 1984.

Il existe plusieurs méthodes de les réduire. La première méthode consiste à inclure dans le contrat de l'emprunt des clauses qui restreint le montant de dividendes versés à un pourcentage des bénéfices ou de financer l'entreprise par des titres hybrides qui limitent les coûts d'agence. La seconde méthode consiste à une consolidation de la dette. En effet, lorsqu'il y a qu'un seul prêteur, les coûts de conflits sont minimisés. En plus, il y a une possibilité de transférer cette dette en fonds propres.

Si l'endettement constitue un mode majeur de résolution des conflits entre actionnaires et dirigeant, il génère d'autres conflits avec les créanciers qui engendrent eux même des coûts d'agence. Dans ces conditions, la structure de capital optimale peut être obtenue par arbitrage entre les avantages de l'endettement (réduction des coûts d'agence entre actionnaires et dirigeant) et les coûts d'agence relatifs aux relations avec les créanciers.

2. La théorie de signal

Dans un contexte d'asymétrie d'information, les investisseurs ne disposent pas d'informations suffisantes pour discriminer les firmes performantes de celle qui ne le sont pas. Les dirigeants détiennent une information privée et s'efforce à publier un bilan rose de leurs firmes.

La théorie du signal repose sur deux grands principes¹ :

- Les dirigeants et les investisseurs n'ont pas la même information ;
- L'information disponible n'est pas perçue de la même manière.

2.1. Définition du signal

Le signal est une action publique qui coûte chère et que prennent les dirigeants d'une entreprise performante pour signaler aux investisseurs non-informés que l'entreprise est performante. Cette action ne pourra pas être imitée par les entreprises non performantes.

2.2. La structure financière comme un signal au marché

La décision des dirigeants portant sur le choix de financement et les investissements constitue un fort signal sur le marché. Ainsi, le choix des fonds propres ou de dette comprend des informations sur la rentabilité, la viabilité ainsi que le risque de l'investissement.

2.2.1. L'endettement : un signal sur la performance de l'entreprise

Une émission de la dette constitue un signal fort au marché, le dirigeant d'une firme qui s'endette informe le marché qu'il maîtrise son activité et que l'information privée qu'il détient lui donne confiance que la firme sera suffisamment performante pour faire face à ces engagements. Ce signal comporte, comporte sa propre sanction s'il est faux, car les firmes

¹ VERNIMMEN, Op.cit, p 478.

non performantes qui émettent des dettes seront immédiatement identifiées via leurs difficultés financières et leurs dirigeants seront renvoyés d'une façon ou d'une autre. En effet, cette théorie prédit que les entreprises rentables auront des taux d'endettement élevés et que le recours à l'endettement est d'autant plus intensifié que l'asymétrie d'information accentuée. Ainsi, dans un contexte de l'asymétrie de l'information, la valeur de l'entreprise à une relation positive avec son niveau d'endettement.

Ils existent plusieurs résultats empiriques qui nient ses prédictions. Ils annoncent que les entreprises les plus endettées sont les entreprises les moins rentables. Ils affirment que le choix d'une structure financière correspond beaucoup plus aux perspectives de l'entreprise.

2.2.2. Augmentation du capital : un signal sur la performance de l'entreprise

L'observation quotidienne montre qu'une émission d'action provoque une baisse immédiate du cours initial d'action, cette baisse peut être expliquée par trois arguments¹ :

a. Information des dirigeants : Les dirigeants disposant de l'information sur l'entreprise agissent dans l'intérêt des anciens actionnaires. Cependant, les actionnaires potentiels sont au courant, donc l'émission des actions est interceptée comme un signal de surévaluation, et ils participent à faire baisser le cours de l'action.

b. Capacité d'endettement : L'entreprise se finance par l'endettement lorsque les avantages (fiscaux) sont plus importants. Si l'entreprise choisit l'augmentation du capital cela signifie que son risque de faillite est très élevé. C'est un signal négatif pour le marché et il se traduit par la diminution de la valeur de l'entreprise.

c. Baisse des résultats : Dans la définition d'une stratégie de financement, les dirigeants prévoient les ressources et les emplois futurs de l'entreprise. Le recours à l'augmentation du capital est donc un résultat soit de l'augmentation des charges prévues ou bien de la diminution des ressources prévues. La première aura comme conséquent la diminution des bénéfices tandis que la deuxième situation est due à la diminution des bénéfices prévus. Donc, dans les deux cas, l'augmentation du capital est un signal de la chute des bénéfices.

3. la théorie Pecking Order : Hiérarchisation des Sources de Financement

L'introduction des effets de signalisation des décisions financières alimente davantage la recherche. Se basant sur l'argument de signalisation, Myers² suggère que la structure financière d'une entreprise est tout simplement le résultat cumulé des décisions de financement individuelles dans lesquelles les dirigeants suivent une hiérarchie. Il s'agit de la Pecking Order Theory (P.O.T.) de Myers et Majluf (1984) selon laquelle l'autofinancement est préféré au financement externe et la dette est préférée aux capitaux propres lorsque des

¹ S.A. ROSS, R.W. WESTERFIE et F. JAFF, **Finance Corporate**, Dunod, Paris, 2005, p. 680.

² S. C. MYERS, **The Capital Structure Puzzle**, Journal of Finance juillet 1984 vol.39, pp 575-592.

ressources externes sont exigées. Le concept d'asymétrie d'information explique bien la préférence du financement intérieure au financement extérieure, Le raisonnement s'appuie sur la considération des coûts inhérents à l'existence d'asymétrie d'information. S'ajoutent à ces frais les coûts d'émission ; le temps nécessaire au montage financier, en un mot la flexibilité. L'autofinancement offre plus de flexibilité quant au choix du montant et de date, contrairement au financement externe contraint par des montants d'émission considérables. Aussi, l'autofinancement protège les actionnaires et les obligations de la dilution.

Dans cette théorie, le problème de la structure financière n'est plus de chercher une structure qui maximise la valeur de l'entreprise mais d'appliquer une procédure de sélection entre les différents moyens de financement et de déterminer les facteurs explicatifs de la structure financière des entreprises.

3.1. Pouvoir explicatif de la Théorie Pecking Order

La POT a expliqué trois phénomènes largement observés :

1. En comparaison les entreprises à l'intérieur de la même branche, on trouve que l'endettement est une fonction inverse du profit. La POT explique ce point par :
 - a. Dans la même branche, les entreprises ont presque le même taux de croissance et donc le même niveau d'investissement.
 - b. Les entreprises les plus rentables ont une capacité de financement plus importante. Donc elles font moins appel à la deuxième alternative de financement.
2. Les opérations de conversion des ressources font baisser les cours. En effet la POT prévoit exactement le phénomène observé à savoir :
 - a. La baisse des cours lorsque on échange la dette contre les fonds propres ;
 - b. La hausse des cours dans le cas contraire.
3. Les émissions des actions nouvelles sont rares sur le marché, et leur annonce est accompagnée de baisse des cours.

3.2. Limites de la Théorie Pecking Order

Les limites de la POT résident dans son incapacité d'expliquer quelques observations. Myers lui-même reconnaît une de ces limites qui concerne le pouvoir d'expliquer la différence des niveaux d'endettement entre branches. En effet selon la POT, seule la différence entre la capacité de financement et le niveau d'investissement explique le recours à l'endettement. Cependant, plusieurs études ont montré que dans plusieurs cas l'endettement vient comme troisième choix après l'émission d'actions.

Cependant, l'information non disponible à une période donnée peut être connue par tous les agents dans la période qui suit. Ainsi, la définition de la structure financière ne peut être étudiée indépendamment du temps. Les théories de la structure financière définissent des modèles dynamiques d'ajustement au ratio optimal pour mieux étudier le comportement dynamique de la fonction d'endettement.

4. structure financière et cycle de vie de l'entreprise

Plusieurs études ont montré que le choix de financement est lié au cycle de vie de l'entreprise¹. Döllinger remarque que le choix de la source du capital se fait sur la base des avantages et des inconvénients de la dette selon l'étape de maturité de l'entreprise. L'idée principale en est que chaque phase de croissance est caractérisée par un niveau de cash flows, de risque opérationnel, de besoin de financement, des opportunités d'investissements et de la part des actifs tangibles dans le patrimoine de l'entreprise.

Ces paramètres dictent à l'entreprise le choix de moyens de financement adéquats. Pour mieux expliciter la relation entre décision financière et cycle de croissance, ce qui endogène la structure financière au cycle de vie d'une firme.

4.1. Cycle de vie et l'endettement

Considérons les cinq phases suivantes du cycle de vie de l'entreprise :

4.1.1. Le démarrage

C'est la période suivante la création de l'entreprise. Cette dernière est non cotée, financée par des capitaux propres et peut être par des dettes bancaires, la firme est limitée dans ses besoins de financements dès lors qu'elle cherche à s'établir sur le marché.

Cette étape Caractérisée par :

- Des bénéfices minimes : l'avantage net fiscal lié à l'endettement est presque nul ;
- Les propriétaires ne sont pas nombreux et ils assurent généralement la gestion. Donc, la discipline des dirigeants est présente sans l'obligation de recourir à l'endettement ;
- Un risque de faillite très élevé, l'endettement ne fait qu'aggraver la situation Dans cette étape, les avantages de la dette sont minimes alors que ces inconvénients sont les importants.

4.1.2. La phase d'expansion

La firme commence à s'établir sur le marché, ses besoins d'investissements et de fonds roulement augmentent et les cash flows secrétés par l'entreprise ne suffisent pas pour couvrir ses besoins de financements. Conséquemment, les propriétaires seront à la recherche des capitaux privés ou des sociétés de capital-risque et certains d'entre eux peuvent même envisager le passage au statut d'une société cotée si les perspectives de croissances de l'entreprise sont suffisamment intéressantes.

4.1.3. La phase de forte croissance

¹ Berger et Udell 1998, Gersick, Davis, McCollom Hampton et Lansberg 1997.

On y retrouve :

- Augmentation rapide de chiffre d'affaires de l'entreprise ;
- Le décalage entre les cash flows et les dépenses augmente les besoins de trésorerie et les opportunités d'investissement sont nombreuses vu l'expansion du marché ;
- Des bénéfices en croissance : l'augmentation de l'avantage fiscal lié à l'endettement ;
- La part des dirigeants dans l'entreprise diminue suite à l'augmentation de nombre d'actionnaire. Le rôle disciplinaire de l'endettement gagne de plus en plus de place ;
- Le risque de faillite reste élevé à cause de la volatilité des résultats.

L'endettement commence à présenter des avantages fiscaux nets. Ce dernier augmente un peu mais il reste modéré.

4.1.4. La phase de maturité

La croissance du secteur et de la firme commence à se stabiliser. Les firmes rencontrent généralement deux phénomènes :

- Les bénéfices et les cash flows continueront à augmenter, reflétant les investissements antérieurs et les besoins d'investir dans de nouveaux projets diminuent dès lors que les opportunités d'investissements se raréfient ;
- L'autofinancement couvre les besoins en financement, la stabilité des cash flows et l'accumulation des actifs tangibles constituent des arguments convaincants pour s'endetter.

Dans cette étape, l'endettement procure plus d'avantages que d'inconvénients. Il devient le moyen de financement le plus attractif ce qui laisse le ratio d'endettement très élevé.

4.1.5. Le déclin

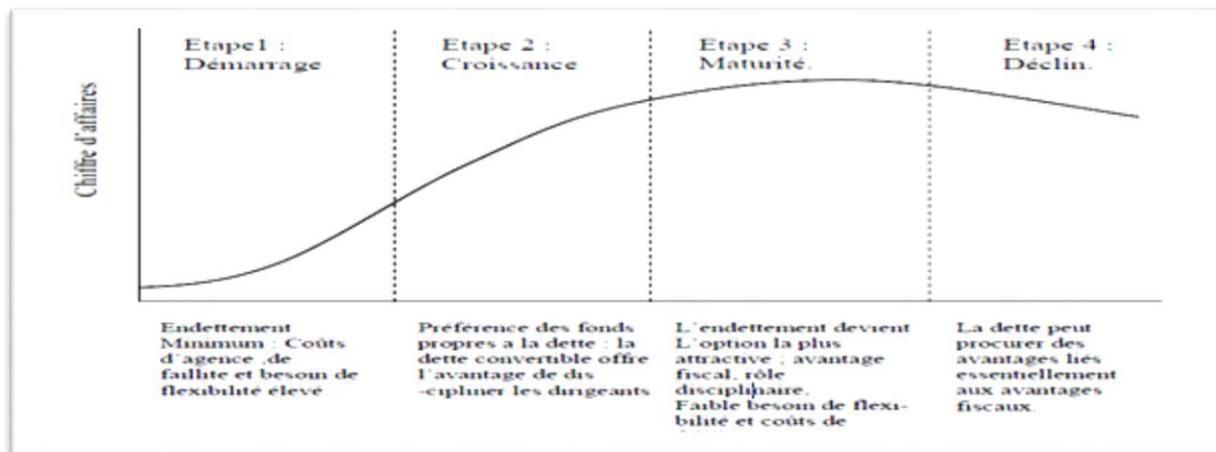
En cette dernière phase :

- Les cash flows diminuent progressivement ainsi que les besoins d'investissement ;
- L'autofinancement excède les besoins d'investissement et les firmes auront tendance à utiliser leurs liquidités pour se désendetter et racheter leurs titres ou verser des dividendes exceptionnels ;
- Le risque de faillite est minime mais il commence à prendre de l'ampleur.

Au fur et à mesure que la firme se développe, l'arbitrage tourne en faveur de l'endettement. Les avantages fiscaux augmentent et les coûts de faillites diminuent avec l'augmentation des bénéfices. La firme gagne en notoriété et en accumulation d'actifs tangible, ce qui assure ses prêteurs et diminue les coûts de sa dette. En cette phase, l'accès au marché financier rend l'actionnariat plus dispersé et plus étendu, ce qui provoque des problèmes d'agence entre les actionnaires et les dirigeants. A ce stade, le rôle disciplinaire de la dette prépondérant.

Le graphique suivant résume ce qui précède :

Figure n°03 : Structure financière et cycle de vie de la firme.



Source: A. DAMODARAN, Op.cit, p75.

4.2. Limite de l'analyse par cycle de vie

Bien qu'il soit souvent validé par l'observation empirique, le cadre d'analyse du cycle de vie n'est pas exempt de limites et de contradictions avec la réalité. En ce sens, il convient de citer que beaucoup de firmes performantes demeurent non cotées et parviennent à lever suffisamment de fonds pour continuer à se développer comme Cargill et Koch industrie¹.

Cependant, l'analyse par le cycle de vie présente plusieurs limites:

- Elle n'explique pas la variation de niveau de l'endettement entre les différentes branches.
- La structure financière dépend uniquement de l'évolution de l'entreprise.
- Elle explique uniquement le niveau d'endettement sans pour autant déterminer le type exact de la source de financement.

5. Autres méthodes de déterminer la structure financière

En plus des théories qui prennent en considération les imperfections du marché, plusieurs développements récents essaient d'expliquer le comportement financier des entreprises à travers la théorie du marché financier ainsi que d'autres paramètres financiers tels que la flexibilité financière, l'inflation, la concurrence et l'intensité de la main d'œuvre.

5.1. La théorie du Market Timing

¹A. Damodaran, Op.cit, p 692.

Au début du siècle, on a assisté à l'émergence d'un nouveau cadre théorique initié par Baker et Wurgler (2002)¹, connue sous le nom de « Market Timing Theory Of Capital Structure ». Cette théorie repose sur le principe que les entreprises émettent des actions lorsque les cours sont élevés et les racheter lorsque les cours sont en baisse. Plusieurs études ont confirmé ses résultats² et suggèrent, alors, de prendre en compte des facteurs issus de ce cadre théorique pour combler les insuffisances des cadres théoriques de référence. Les résultats trouvés montrent que 70% de la structure financière actuelle des entreprises cotées est expliquée par l'historique des ratios Market To Book (MTB)³. Donc, la structure du capital est la résultante mécanique de la volonté successive de «timer» le marché. Ainsi, les dirigeants saisissent des « fenêtres d'opportunité » sur les marchés pour réaliser les émissions d'actions.

En conclusion, les entreprises ayant des ratios *MTB* élevés tendent à diminuer leur niveau d'endettement.

5.2. Méthode des entreprises dites comparables

La méthode des entreprises dites comparables repose sur le principe que « les entreprises essaient souvent d'adopter une structure financière équivalente à celle des autres entreprises appartenant au même secteur d'activité »⁴. Ainsi, le choix d'un niveau d'endettement ne repose pas uniquement sur la situation financière de l'entreprise, mais aussi sur celle des concurrents. En effet, dans le but de précaution, elle évite de s'écarter trop de la moyenne constatée dans son secteur d'activité.

En conclusion, si on suppose que les entreprises appartenant au même secteur ont les mêmes caractéristiques, elles auront nécessairement les mêmes avantages et les inconvénients par rapport à l'endettement. Par conséquent, elles tendront vers le même ratio d'endettement.

5.3. Structure financière, inflation et croissance

En période d'inflation, les taux d'intérêt sont faibles, voire négatifs, on assiste à un surinvestissement et à un surendettement et conséquemment à une dégradation de la structure financière de l'entreprise. Les entreprises tirent profit du coût réduit du financement et la faible rentabilité des investissements est compensée par le faible coût des financements. La croissance est ainsi financée par l'inflation.

Nous pouvons conclure que l'endettement est positivement corrélé avec le taux de l'inflation.

¹ .M.P.BAKER et J. WURGLER, **Market timing and capital structure**, working paper, 2002.

² Becker et Wurgler 2002, Korajczyk et Levy 2003 et Lemmon et Zender 2003 et Autore et Kovacs 2005.

³ C'est le ratio qui divise le cours de l'action par la valeur comptable par action. Il signifie le surplus de la valeur de l'action par rapport à l'investissement de l'actionnaire.

⁴A. DAMODARAN, **Op. Cit.**, p 760.

5.4. La flexibilité financière

La flexibilité financière mesure la marge de manœuvre des dirigeants de l'entreprise en matière de choix de financement. Elle permet de comprendre le choix de s'endetter a des répercussions sur la capacité de financement future. En effet, Il réduit la possibilité d'opter pour d'autres choix de financements éventuellement plus judicieux. Ainsi, l'entreprise peut renoncer à des projets très rentables par faute de manque des capitaux. Pour assure cette flexibilité, l'entreprise s'éloigne de son ratio d'endettement optimal.

Cette différence est en fonction :

- Des opportunités d'investissement substantielles,
- Le rendement supplémentaire espéré des investissements futurs
- L'incertitude concernant les besoins de financement futur.

En conclusion, les entreprises définissent un ratio d'endettement inférieur au ratio cible pour assure une flexibilité financière.

5.5. L'intensité de la main d'œuvre

Les entreprises, qui possèdent une masse salariale importante, subissent une sortie des fonds importante mensuellement. Cette dernière engendre un besoin de financement périodique.

Pour faire face, elles font très souvent appel à l'endettement à court terme (découvert bancaire). Donc, les entreprises à très forte intensité de la main d'œuvre devraient avoir un niveau de l'endettement à court terme très élevé.

Section 03 : Etudes empiriques sur la structure financière

Les études empiriques portent principalement sur des entreprises cotées américaines et européenne. Certains d'entre elle comparent la théorie Pecking Order et la théorie de l'arbitrage et permettent de dégager une synthèse sur la relation entre les deux théories.

1. La théorie Pecking Order vs la théorie du Trade-off

Nombreuses sont les études scientifiques récentes qui tentent de savoir laquelle deux théories est la plus apte à expliquer les décisions de financement des entreprises.

Ces théories sont souvent mises en opposition car elles ont des conclusions assez contradictoires. La Trade off Theory prône ainsi l'existence d'une structure financière optimale via la détermination du ratio d'endettement qui maximise la valeur des entreprises. Sur le plan théorique, ce ratio est obtenu en réalisant un compromis entre les avantages fiscaux liés à l'endettement et les inconvénients de ce moyen de financement (accroissement de la probabilité de faillite). À l'inverse, la Pecking Order Theory n'est pas basée sur l'existence d'un tel ratio optimal mais sur l'existence d'un ordre lexicographique dans les préférences de financement des entreprises. L'autofinancement est préféré à l'endettement qui, à son tour, est préféré à l'ouverture de capital.

La Trade-off Theory suppose que le ratio d'endettement de la firme s'ajuste dans le temps pour se rapprocher du ratio d'endettement cible estimé par la moyenne historique du ratio d'endettement effectif de la firme et que l'endettement doit augmenter avec le résultat et diminuer avec l'importance de coût de faillite. Ce ci peut être vérifié en étudiant les variations des séries temporelles du levier financier.

Les deux théories se transforment facilement en hypothèses testables.

Etant donnée la possibilité de vérification empirique de ces deux théories, beaucoup d'études empiriques se sont mises à tester leurs implications observables.

Tableau n°08 : Études sur les conclusions de la TOT

M&M ¹ (1966)	Détecent une corrélation positive entre l'endettement et l'avantage fiscale qu'il confère dans la branche d'électricité.
Schwartz et Aronson ² (1967)	Montrent que les grandes industries ont des ratios d'endettement relativement élevés, ce qui peut s'interpréter comme une validation de l'approche d'ajustement.
Long et Malitz ³ (1985)	Identifient une corrélation négative entre l'endettement et les dépenses en recherche et développement qu'ils utilisent comme approximation des

¹ M&M, 1966, Some estimates of the cost of capital to the electric utility industry 1954-1957, American Economic Review 57, 1966, pp 333-391.

² E. Schwartz et R. Aronson, Some surrogate evidence in support of the concept of optimal financial structure, Journal of finance 22, 1967, pp 10-18.

³ M.S. Long et E.B. Malitz, Investment patterns and financial leverage, In: Friedman, B. (Ed), Corporate Capital Structures in the United States. University of Chicago Press, Chicago, IL, 1985.

	actifs intangibles.
Smith et Watts ¹ (1992)	Trouvent une corrélation négative entre les opportunités de croissance et le niveau d'endettement.
Mackie- Mason ² (1990)	Rapporte que les firmes ayant des dettes fiscales sont moins enclines à s'endetter.
Bradley et al ³ (1984)	Concluent que leur test empirique confirme un comportement de Trade-off.
Marsh ⁴ (1982)	Conclut que la probabilité d'une émission de dette ou d'action est fonction de l'écart entre le taux d'endettement cible et effectif.
Taggar ⁵ (1977) Jalilvand et Harris ⁶ (1984)	Utilisent un modèle d'ajustement et trouvent des coefficients significatifs.

Source : Articles et revues.

Les résultats de ces études défendent en faveur d'une logique Trade-off. D'autres résultats lui contredisent le caractère d'une théorie validée. Dans ce sillage, Myers⁷ note que la baisse des performances des actions successives à une émission d'action et leur augmentation suite à une émission de dettes ne vont pas dans le sens de la théorie d'ajustement. Cette dernière sous entend que les performances de la firme peuvent être améliorées aussi bien par une augmentation du ratio d'endettement que par sa réduction.

Dans la littérature scientifique concernant les déterminants du ratio d'endettement des entreprises, la rentabilité et la profitabilité sont également considérées comme des critères explicatifs de l'endettement souvent avancés. Ainsi, Titman et wesseles⁸ (1988), Harris & Raviv⁹ (1991), Rajan & Zingales¹⁰ (1995), Mulkay & Sassenou¹¹ (1995) de même que mettent en évidence une relation négative entre le niveau d'endettement des entreprises et leur rentabilité. Le sens de cette relation peut être validé théoriquement par la POT. Cependant,

¹ C.W. Smith et R.L. Watts, **the Investment opportunity set and corporate financing, dividend, and compensation policies**, Journal of financial Economics 32, 1992, pp 263- 292.

²J. Mackie- Mason, **Do taxes affect corporate financing decisions?**, journal of finance 45, 1990, pp 1471-1494.

³ M. Bradley et al, **On the existence of an optimal capital structure : Theory and evidence**, journal of finance, n°39,1984.

⁴ P. Marsh, **The choice between equity and debt : an empirical study**, journal of finance 37, 1982, p 121-144.

⁵ R.A. Taggar, **A model of corporate financing decisions**, journal of finance 32, 1977, pp 1467-1484.

⁶ A. Jalilvand, R.S. Harris, 1984, **corporate behaviour in adjusting to capital structure and dividend targets: An economic study**, journal of finance 39, 1984, pp 127-145.

⁷ S.C. MYERS, **Op.cit.**, 1984, pp 575-592.

⁸ S.Titman Et R.wesseles, **The determinants of capital structure choice**, journal of finance 43, 1988, pp 1-19.

⁹ M.HARRIS Et A. RAVIV? **The Theory of Capital Structure**, the Journal of Finance 46(1), 1991, pp 297-355.

¹⁰G.R. RAJAN Et L. ZINGALES (1995), **What Do We Know About Capital Structure? Some Evidence From International Data**, The Journal of Finance, 50 (6), 1995, pp 1421-1460.

¹¹ B.MULKAY et M.SASSENOU, **La hiérarchie des financements des investissements des PME**, Revue économique, 46 (2), 1995, pp 345-363.

plus une entreprise est rentable, plus elle est capable de s'autofinancer et, par conséquent, moins elle fera appel à l'endettement.

Cette conclusion s'oppose à celle de la TOT. D'après cette dernière, plus une entreprise est rentable, plus elle doit s'endetter pour profiter pleinement de la déductibilité fiscale des charges des dettes.

Selon les résultats de ces études, chacun des deux théories trouvent à sa cause des validations dans certains contextes et elle est invalidée dans d'autres situations.

Si la pertinence des deux théories est conditionnelle, il serait toutefois intéressant de comparer le pouvoir explicatif des deux théories.

C'est en ce point que réside la limite des approches précitées selon L. Shyam-Sunder, S.C. Myers¹. Ces derniers considèrent que les études précédentes ne peuvent être concluantes lorsqu'elles sont testées séparément car chacune d'elle trouvera des faits en sa faveur. Pour éviter cet obstacle méthodologique, ils suggèrent de tester les deux théories simultanément.

2. test empirique de Shyam-Sunder et Myers :

L'étude de Shyam-Sunder et Myers (1999) avait porté sur un échantillon de 157 firmes américaines de 1971-1989. Cette étude est abordée par le test de chacune des deux théories séparément.

Les résultats obtenus sont les suivants :

- Les deux modèles testés indépendamment sont performants ;
- La simulation montre que le comportement d'ajustement ne peut être rejeté même lorsqu'il est faux ;
- La théorie pecking order peut être rejetée si elle ne régit pas effectivement la décision financière ; lorsque les dirigeants adoptent un comportement d'ajustement, les tests empiriques sur la simulation rejettent un comportement hiérarchique ;
- Lorsque les deux modèles sont testés conjointement, les coefficients de significations de la POT varient légèrement alors que les coefficients de la TOT se dégradent, mais ils demeurent toutefois significatifs ;
- La performance de la POT n'est pas seulement le résultat de financement des déficits non anticipés financés par la dette, mais aussi des déficits anticipés ;

Partant de ces résultats, Shyam-Sunder et Myers concluent que la TOT est plus performante et plus robuste statistiquement lorsqu'elle est testée conjointement avec la théorie pecking order et que l'observation empirique en confrontant les prédictions de cette dernière n'implique pas sa véracité dès lors que même les firmes adoptent un comportement hiérarchique peuvent présenter de telles allures. Ces auteurs expliquent les comportements d'ajustement sous l'hypothèse de financement hiérarchique par le fait que les niveaux d'endettement sont supérieurs à l'autofinancement en période de croissance et inférieure en période de récession. Apparaissent alors des périodes successives d'endettement et de désendettement, ce qui crée un niveau d'endettement moyen auquel semble converger l'endettement effectif.

¹ L. Shyam-Sunder and S.C. Myers, **Testing static tradeoff against pecking order models of capital structure**, Journal of financial Economics 51, 1999, pp 219-244.

Section 04 : Etudes empiriques des PME

Compte tenu de l'objet de notre étude de cas qui portera sur des PME algériennes non cotées, nous avons jugé utile de présenter des études sur les PME non cotées des pays émergents afin de nous permettre des comparaisons avec des contextes plus semblables au notre. Dans ce cadre nous présenterons deux études ; la première se rapporte aux PME industrielles marocaines et la deuxième concerne les PME de Congo.

1. La structure financière des entreprises industrielles marocaines :

1.1. Présentation de l'étude

Cette étude est réalisée par A.Achy et S.M.Rigar¹ en septembre 2005. Elle se propose d'examiner les déterminants de la structure financière des entreprises industrielles marocaines². La source des données de cette étude est l'enquête pour l'analyse de la compétitivité des entreprises (FACS Maroc) conduite conjointement par la banque mondiale et le Ministère du Commerce et de l'industrie marocaine en 2000. Cette dernière a porté sur un échantillon de 860 entreprises manufacturières marocaines et a collecté des données comptables telles les bilans et les comptes de résultats ainsi que des données relatives à la structure de propriété de l'entreprise et la part de dirigeant.

A ces données quantitatives s'ajoutent d'autres qualitatives sous formes de questionnaires sur la gestion financière des entreprises et les rapports qu'elles entretiennent avec leurs bailleurs de fonds. L'étude porte sur l'année 1999. L'échantillon est structuré en sept branches d'activités présentées par les auteurs dans le tableau suivant :

Tableau n°09: Structure de l'échantillon de l'enquête FACS au Maroc

Industrie	Nombre d'entreprise	Pourcentage
Industrie alimentaire	83	9.7%
Industrie de textile	200	23.3%
Industrie d'habillement	316	36.8%
Industrie du cuir	68	7.9%
Industrie chimique	77	9%
Industrie électrique	38	4.4%
Industrie plastique	77	9%

¹ Respectivement de l'institut national de statistique et d'économie appliquée, Rabat, Maroc et l'université des sciences juridiques, économiques et sociales Cadi Ayad, Marrakech, Maroc.

² L'étude a été soumise pour la 12^{ème} conférence d'ECONOMIC RESEARCH FROM Tenu au Caire en décembre 2005.

Total	859	100%
--------------	------------	-------------

L'importance accordée aux industries d'habillement et de textile tient compte de leur importance réelle dans l'économie marocaine.

La prise ne compte de la nature de tissu industriel est pertinente pour l'analyse de la structure financière au Maroc. Les unités d'habillement marocaines qui dominent le tissu industriel sont caractérisées par des cycles d'exploitation courts et une intensité en mains d'œuvres.

La plupart d'entre elles sont en sous-traitance avec d'autres donneurs d'ordre étranger.

Les autres présentent le bilan moyen suivant qui offre une vue d'ensemble des caractéristiques bilancielles des entreprises marocaines.

Tableau n°10 : Bilan moyen des entreprises industrielles marocaines

Actif	%	Passif	%
<u>Actif immobilisé</u>	34.5	<u>Fonds propres</u>	34.7
Dont terrains et bâtiment	9.2	Dont capital social	25.4
Dont matériel et outillage	21.9	Réserves	7.2
<u>Actif circulant</u>	65.5	<u>Dettes à long terme</u>	15.5
Stocks	25.5	Dettes à court terme	49.8
Créance client et autre	28.5	Dettes fournisseur	18.6
Disponibilité	11.5	Autre dette CT	3.1
Total	100		100

Il ressort de ces données que les fonds propres constituent 35% des sources de financement, et sont composés principalement par le capital social. La dette financière totalisent 15.5 % et laissent ainsi la moitié de l'actif aux dettes à court terme. Rigar et Achy expliquent l'importance des DCT par la nature de l'industrie marocaine caractérisée par une intensité considérable en main d'œuvre.

Ceci est confirmé si l'on examine la structure de l'actif. Cette dernière dénote une faible intensité capitalistique de l'entreprise marocaine et une forte place occupée par l'actif à court terme. L'importance de stocks de créances sur client exacerbe le besoin de financement du cycle d'exploitation et accentue par conséquent le recours à l'endettement à court terme de sorte que l'équilibre financier soit respecté.

Le ratio d'endettement global¹ s'établit à 65.3%, soit les deux tiers des ressources de l'entreprise sont des dettes. Ce ratio ne varie pas de façon significative selon les firmes, ce qui nous laisse penser qu'elles choisissent des structures de financement similaires.

Quant à la structure de propriété, l'enquête renseigne que l'entreprise marocaine est principalement une affaire familiale ou personnelle.

En effet, la part de l'actionnaire principal est en moyenne 60%, il détient plus de 75% du capital dans 30% des cas. En outre, l'entreprise marocaine possède une structure de propriété mixte ; seules 15% des entreprises ont un unique propriétaire.

Dans la majorité des entreprises le dirigeant est également actionnaire. Ainsi, l'entreprise manufacturière marocaine est contrôlée par ses propriétaires. Au regard des auteurs, elle est une entreprise « fermée » en ce sens que le pouvoir de décision et la propriété sont limités entre les mains d'une minorité d'actionnaires issus généralement d'une même famille.

La méthodologie suivie dans cette étude consiste à tester des hypothèses issues de la littérature relative aux déterminants de la structure de capital. Seront spécifiés ensuite des variables basées sur les hypothèses précédentes afin de tester à l'aide d'une régression multiple qui explique la structure financière par les variables prédéfinies.

Les hypothèses du modèle sont les suivantes :

H1 : L'endettement est positivement corrélé avec les garanties de l'entreprise.

H2 : L'endettement varie positivement avec l'âge de l'entreprise.

H3 : la dépendance entre la structure financière et la branche d'activité.

La variable expliquée est la structure financière. Cependant, et compte tenu du rôle prépondérant de l'endettement à court terme, le partage dette/fonds propres s'avère insuffisant.

L'impact de l'endettement à court terme est ainsi mis en relief à l'aide d'une variable spécifique. La structure financière est mesurée par quatre variables, en l'occurrence :

- L'autonomie financière (RSF1) : rapporte les dettes aux fonds propres.
- Le taux d'endettement global (RSF2) : qui rapporte l'ensemble des dettes au passif.
- Le ratio d'endettement à court terme (RSF3) : rapporte la dette de court terme à l'endettement total.
- RSF4 : rapporte l'endettement à long terme aux fonds permanents.

X1 : La part de l'actif immobilisé brut dans le total actif.

X2 : La taille de l'entreprise mesurée par son niveau du chiffre d'affaires.

X3 : L'âge de l'entreprise.

X4 : La part de l'actionnaire principal dans l'entreprise.

X5 : La participation du dirigeant dans l'entreprise : variable indicatrice.

X6 : La participation étrangère dans l'entreprise : variable indicatrice.

¹ Rapporte l'ensemble des dettes au total passif.

X7 : La branche d'activité : variable indicatrice.

1.2. Les résultats de l'étude :

L'actif immobilisé : contrairement aux anticipations théoriques, l'endettement est corrélé négativement à l'actif immobilisé dans les trois premières spécifications. Les entreprises les moins capitalistiques sont les moins endettées. Ceci est dû au recours à l'endettement à court terme. Plus la part des immobilisations est faible plus l'actif circulant est important et partant l'endettement de court terme.

La taille de l'entreprise : la taille est positivement liée à l'endettement global, mais négativement liée à l'endettement court terme. Ainsi, de par son caractère de garantie, le niveau de chiffre d'affaires facilite aux entreprises l'accès à l'endettement de maturité plus longue.

L'âge de l'entreprise : le coefficient associé à l'âge est négatif dans les deux premiers modèles. Toutefois, cette variable est positivement liée à l'endettement de court terme et négativement associée à l'endettement de long terme. Selon les auteurs, ce phénomène s'explique par l'appartenance des anciennes entreprises aux branches intensives en main d'œuvre. Les auteurs ajoutent que les entreprises d'un certain âge ont accumulé assez de richesses pour renoncer à la dette de long terme. La prise en compte de l'autofinancement comme variable déterminante aurait permis de tester rigoureusement cette dernière conjecture.

La structure de propriété du capital : la structure de propriété est appréhendée à travers trois variables ; la part de l'actionnaire principal, la participation du dirigeant et la participation étrangère. La première permet de mesurer la concentration du capital, la part du dirigeant renseigne sur la relation entre propriété et contrôle du capital. La troisième variable est indicatrice d'un apport en technologie ou en savoir faire. Les tests empiriques montrent une relation négative entre la concentration du capital et l'endettement. Cette dernière n'est cependant significative que dans les deux premières spécifications. La concentration du capital est « synonyme d'une vraisemblance élevée de risque pour les bailleurs de fonds ». Elle constitue donc un obstacle pour l'endettement des entreprises marocaines.

La participation de dirigeant n'est significative que dans le premier cas. Le ratio d'autonomie financière augmente avec la participation du dirigeant au capital, cette relation est cependant faible du fait que la majorité des dirigeants sont également propriétaires. La participation étrangère n'est pas significative dans toutes les spécifications.

L'activité de l'entreprise : les résultats des différents tests renseignent sur la neutralité de la structure financière face à la nature de l'activité de l'entreprise. Il faut noter toutefois que la dépendance entre la variable branche d'activité et les autres variables spécifiques peuvent nous amener à juger que l'interprétation précédente n'est pas robuste. En effet, la spécificité de la branche d'activité se répercute sur les valeurs des autres variables explicatives.

Au total, le bilan agrégé des entreprises industrielles marocaines dénote la dominance de l'actif circulant qui accapare 65% de l'actif total. Ceci est inhérent à la nature des

entreprises manufacturières marocaines intensives en main d'œuvre. Cette structure explique le recours considérable à la dette de court terme qui totalise la moitié du passif. Les fonds propres couvrent 35% et la dette financière occupe les 15% restants. Cette dernière est plus importante dans les grandes entreprises.

Le travail économétrique concerne l'effet sur la structure financière de l'actif immobilisé, du niveau du chiffre d'affaires, de l'âge de la firme, de la part de l'actionnaire principal, la participation du dirigeant, la participation étrangère et en fin de sa branche d'activité.

Le poids des immobilisations est lié positivement à l'endettement de long terme et négativement à l'endettement de court terme, ce qui conforte les prédictions de la théorie.

La taille de l'entreprise favorise la dette financière mais varie négativement avec la dette de court terme.

L'endettement global tend à diminuer avec l'âge de l'entreprise. En outre, les entreprises les plus âgées consomment plus d'endettement de court terme et moins d'endettement de long terme que les entreprises jeunes. Si cela semble contraire aux anticipations théoriques, le fait de savoir que les branches les plus anciennes sont les branches les plus intenses en main d'œuvre élimine l'incohérence des résultats.

En outre, la forte concentration du capital entrave la capacité d'endettement des firmes marocaines. La participation du dirigeant et la participation étrangère et le branche d'activité sont non significatives.

Les variables déterminantes de structure financière des entreprises industrielles marocaines sont le chiffre d'affaires, le poids des immobilisations, l'âge et la part de l'actionnaire principal.

1.3. Analyse critique :

Cette étude confirme l'existence de liens entre la structure financière et les caractéristiques du bilan de l'entreprise. La richesse de la base de données en constitue le mérite principal dans la mesure où elle permet de connaître d'une manière exhaustive et robuste les caractéristiques de la structure financière des entreprises industrielles marocaines. De plus, elle constitue un apport cognitif à la littérature empirique sur les PME des pays émergents.

Toutefois elle n'est pas exempte de limite. En effet, nous reprochons à cette étude d'avoir fait abstraction de la rentabilité comme variable déterminante bien que son importance soit soulignée par la littérature théorique et empirique.

La deuxième limite tient à la portée de la base de données ; d'un part, l'utilisation de la valeur comptable se confronte au problème de fiabilité des données et à la pertinence de coût historique comme mesure des variables. D'autre part, le caractère statique des variables ne permet pas d'expliquer l'impact de variable aussi importante que les opportunités de croissance, le risque opérationnel et les ajustements du ratio d'endettement dans le temps.

En outre, la similitude des entreprises résultantes de leur appartenance au même secteur n'est pas sans atténuer l'impact de certains variables comme le poids des immobilisations du

fait que toutes les entreprises industrielles disposent d'une portion considérable d'immobilisation.

L'homogénéité des structures de propriété des entreprises marocaines réduit elle aussi la portée de l'étude quant à l'impact de cette variable. Il aurait été plus judicieux de comparer les résultats de cette étude avec d'autre ayant porté sur des entreprises marocaines de secteur tertiaire (commerce et service) pour dégager le rôle discriminant du secteur et de la branche d'activité. La similitude des entreprises quant à leur ratio d'endettement confirme la pertinence d'une telle comparaison.

Ainsi, pour transcender les limites précédentes, nous examinons dans le point suivant une étude des PME de Congo. Cette étude offre l'opportunité d'écarter L'homogénéité des structures de propriété des entreprises marocaines, et permet d'étudier l'influence de secteur d'activité ainsi de la rentabilité comme variable déterminante.

2. la structure financière des PME de Congo :

2.1. Présentation de l'étude¹

Cette étude à été réalisé par Eddy BALEMBA Kanyurhi², Albert MALAIKA LUKUITSHI³ et Roméo MASHALI Baguma⁴ dans le but de déterminer les principaux facteurs qui conduisent les dirigeants de PME de la République Démocratique du Congo en général et celles de Bukavu en particulier à préférer telle ou telle autre forme de structure financière.

La population cible de cette étude est constituée par les PME de Bukavu. Cette étude a été conduite auprès des PME qui se conforment à la réglementation établie par l'administration fiscale et donc, œuvrant dans un cadre professionnel plus ou moins proche du formel. Les statistiques issues de la Division Provinciale de l'Industrie, Petites et Moyennes Entreprises (2011) renseignent qu'il existe 537 PME regroupées en huit catégories principales et/ou secteurs d'activités : Commerce général, Pharmacies, Garages et Ateliers (menuiserie et mécanique), Hôtels et Bars, Agence de voyage, Comptoirs des minerais, Boulangeries et Savonneries. Les données utilisées dans cette étude ont été collectées en deux étapes : la pré-enquête et l'enquête proprement dite. La pré-enquête permette de déterminer la taille de l'échantillon et de tester le questionnaire. L'enquête proprement dite a été conduite auprès d'un échantillon de 160 PME localisées dans les trois communes de la ville de Bukavu. Le

¹ La source de cette étude est internet, le document électronique n'indique pas si elle avait l'objet d'une publication www.academia.edu

² PhD, student Université Catholique de Bukavu, Faculté des Sciences Economiques et de Gestion.

³ PhD, Université Catholique de Bukavu, Faculté des Sciences Economiques et de Gestion.

⁴ Licencié en Gestion, Université Catholique de Bukavu, Faculté des Sciences Economiques et de Gestion

traitement des données a été réalisé en recourant respectivement à la statistique descriptive et à la régression logistique utilisant le logiciel EVIEWS 3.1.

La variable dépendante est la structure financière de PME. Il s'agit d'une variable qualitative décrivant la répartition des sources de financement de PME entre fonds propres et fonds empruntés. Cette variable prend la valeur 1 si les fonds internes représentent au moins 50% des ressources totales de la PME et 0 sinon. Cette variable est donc un proxy de la préférence et/ou non des dirigeants des PME pour les fonds internes et donc l'indépendance et l'autonomie de la PME. Les variables explicatives sont inspirées de la littérature et du contexte. Il s'agit principalement de l'âge de la PME, sa taille, son secteur d'activité, le type de PME (familiale ou non), le risque, la rentabilité, la croissance, le crédit interentreprises, les garanties offertes, le coût financier et la durée du prêt et relation avec la banque. Les hypothèses de modèle sont les suivantes :

H1 : l'âge influence la structure financière des PME.

H2 : la taille influence la structure financière des PME.

H3 : le secteur d'activité influence la structure financière des PME.

H4 : le type de PME influence positivement la structure financière des PME.

H5 : le risque influence positivement la structure financière des PME.

H6 : la rentabilité influence la structure financière des PME.

H7 : la croissance influence la structure financière des PME.

H8 : le crédit interentreprises influence positivement la structure financière des PME.

H9 : les garanties offertes influence négativement la structure financière des PME.

H10 : les coûts financiers influence positivement la structure financière des PME.

H11 : la durée du prêt et relation avec la banque influence négativement la structure financière des PME.

2.2. Les résultats de la régression :

Après régression, ils obtiennent un modèle quelque peu simplifié contenant 9 variables, les variables garanties offertes et taille de la PME étant totalement exclues.

Le risque : La variable risque de la PME est significative au seuil de 1% et est positivement corrélée avec le niveau de préférence des fonds internes. En effet, des PME dont les résultats sont caractérisés par une tendance baissière sur plusieurs exercices sont considérées comme trop risquées par les prêteurs potentiels. **Ces firmes** sont objet de la méfiance des banques, car ces dernières estiment qu'elles seront à coût sûr incapables de rembourser les intérêts et le principal. Pour survivre, ces PME sont donc obligées de ne compter sur leurs fonds propres.

Le coût financier : La variable coût financier supporté par la PME est significative au seuil de 1% et positivement corrélée avec le niveau de préférence des fonds internes. Ces résultats

indiquent que les gestionnaires des PME sous étude s'adressent peu ou pas aux institutions financières pour demander un crédit car ils estiment que les taux d'intérêts auxquels ces fonds sont disponibles sont très élevés.

La rentabilité : La variable rentabilité de la PME est significative au seuil de 1% et positivement corrélée avec le niveau de préférence des fonds internes de la firme. Ce résultat est conforme à la théorie du financement hiérarchique qui stipule que les firmes se financent d'abord par autofinancement avant d'ouvrir le capital à d'autres actionnaires et de recourir à l'endettement. Ces résultats décrivent presque parfaitement le comportement financier des PME de Bukavu.

Durée du prêt et relation avec la banque : La variable durée de la relation de clientèle de la PME avec la banque est significative au seuil de 1% et négativement corrélée avec le niveau de préférence des fonds internes de la PME. Un tel résultat est compatible avec la théorie de l'asymétrie d'information. En effet, lorsque la PME et les banquiers s'engagent dans une relation de long terme à travers des crédits qui se répètent dans le temps, ils s'engagent donc dans une relation profitable aux deux parties. Cela réduit la section adverse pour le banquier et le rationnement de crédit pour la PME. Ainsi, donc les PME qui contractent plusieurs crédits avec les banques réussissent à maîtriser leur mode de travail et à trouver un accès facile aux crédits.

Le crédit interentreprises : La variable solde du crédit interentreprises est significative au seuil de 5% et est négativement corrélée avec le niveau de préférence pour les fonds internes. Ce résultat est quelque peu surprenant dans la mesure où nous estimions à priori que l'accès au crédit interentreprises est une alternative aux fonds empruntés. Dans cette hypothèse, nous pensions que les PME qui ont accès aux crédits interentreprises se contenteraient de recourir aux fonds propres qu'elles complèteraient en cas de besoin par les fonds mobilisés auprès des autres entreprises.

Le secteur d'activité : La variable secteur d'activité est significative au seuil de 10% et est négativement corrélée avec le niveau de préférence des fonds internes. Le besoin financier des PME est fonction de leur secteur d'activités. En effet, les PME du secteur de la production seraient plus incitées à faire un mixage des fonds, les fonds empruntés l'emportant souvent sur les fonds propres et cela en vertu de l'importance de l'investissement à réaliser.

L'âge : La variable âge est significative au seuil de 10% et est négativement corrélée avec le niveau de préférence des fonds internes. Ces résultats sont en conformité avec la théorie du financement par compris et la théorie d'agence. En effet, les entreprises les plus âgées jouissent d'une meilleure réputation et d'une plus grande expérience. Ces deux caractéristiques sont susceptibles de conduire à la réduction des coûts d'agence grâce à un signal positif ; ce qui encouragerait les institutions financières à leur accorder le crédit sans la moindre suspicion. Ainsi, les entreprises anciennes maîtrisent leur secteur d'activité, ont un meilleur accès aux ressources et se sont constitués des réseaux.

La croissance : La variable croissance est significative au seuil de 10% et est positivement corrélée avec le niveau des fonds internes. Ce résultat est le reflet de la rationalité des

dirigeants mais aussi de l'environnement risqué dans lequel les PME se déploient à Bukavu. En effet, les PME qui sont les plus performantes et qui aspirent et/ou réalisent une croissance accrue préfèrent compter sur elles –mêmes pour financer les nouveaux investissements.

Les résultats de cette étude confirment que l'âge, le secteur d'activité, la rentabilité, le risque, le solde du crédit commercial, la croissance, le coût de financement et la durée de la relation avec les institutions financières sont susceptibles d'expliquer la structure financière des PME à Bukavu. Cette étude montre que les PME de Bukavu sont presque obligées de recourir aux fonds propres en fonction des risques qu'elles courent et du coût des fonds empruntés qu'elle doivent supportés. La solution à ces problèmes passe par l'assainissement du cadre macroéconomique et de l'environnement des affaires dans lequel se déploient les PME.

Les résultats de l'étude précédente sont à notre avis, limités par la taille de l'échantillon. Un échantillon de 160 entreprises n'est pas suffisamment représentatif pour permettre de tirer des conclusions de portée générale. De plus, nous reprochons à cette étude d'avoir fait abstraction de la structure de propriété du capital comme variable déterminante bine que son importance soit soulignée par la littérature théoriques et empiriques.

Conclusion du deuxième chapitre

Ce chapitre nous a permis de cerner le concept de la structure financière en présentant les différentes approches théoriques ayant examiné les déterminants des décisions financières. Nous avons constaté que la problématique du choix d'une structure financière qui maximise la valeur de l'entreprise c'est une question centrale de la finance d'entreprise, cette question a été traitée sous l'angle de l'effet de levier qui met l'accent sur l'augmentation de rentabilité financière induite par l'endettement. L'approche traditionnelle montre que le surplus de rentabilité est accompagné par une augmentation du risque financier atténuant ainsi les avantages de l'endettement. Modigliani et Miller démontrent le contraire en avançant que la valeur de l'entreprise est indépendante de sa structure financière sous l'hypothèse de marché parfait. Ensuite, ils ont introduit, en 1963, les distorsions fiscales et les coûts de faillite. La prise en compte de ces deux effets constitue la Trade Off Theory. Cette dernière montre que la structure financière optimale est atteinte lorsque la différence entre l'avantage fiscal et les coûts de faillite est maximale. Cependant, la TOT n'arrive pas à expliquer tous les résultats obtenus dans les études empiriques.

Le nouveau courant de la finance moderne remet en cause les résultats de cette théorie, deux grands courants sont émergés de la prise en compte de l'asymétrie d'information : le courant d'arbitrage basé sur la théorie de l'agence et le courant pecking order qui examine la structure financière comme signalisation au marché.

D'autres développements récents essaient d'expliquer le comportement financier des entreprises à travers le cycle de vie de la firme, comme résultante des décisions passées ayant permis de saisir des occasions d'arbitrage et enfin comme décision servant à conserver une flexibilité financière, la théorie du marché financier ainsi que d'autres paramètres financiers tels que la flexibilité financier et l'inflation.

Les études empiriques montrent qu'il n'existe pas de théorie globale de la structure financière et que les modèles d'arbitrage et les modèles de hiérarchisation prévalent simultanément dans l'explication des comportements financiers des entreprises. En outre, la spécificité territoriale des études empiriques sur la structure financière des PME des pays émergents limite leur portée générale.

Chapitre 03 : Étude empirique

Le présent chapitre s'inscrit dans d'expliquer la structure d'endettement des PME algériennes du secteur BTP.

L'objet est de tracer les lignes générales des entreprises algériennes afin de préparer le terrain à l'investigation économétrique en découvrant les variables importantes et potentiellement déterminantes dans le choix de la structure financière des PME algériennes. Ensuite, nous analysons en détail l'impact des variables susceptibles d'influencer la structure financière, et ce en examinant la relation entre la structure financière et les valeurs prises par les variables à l'aide d'une régression multiple.

Pour ce faire, nous scindant en trois sections :

- Section 01 : Le plan d'échantillonnage et la construction de la base de données.
- Section 02 : Analyse descriptive de la base de données.
- Section 03 : Les déterminants de la structure financière des entreprises BTP algériennes.

Section 01 : Le plan d'échantillonnage et la construction de la base de données.

1. La source des données, présentation de la structure d'accueil

Les données utilisées, dans la présente étude, sont issues d'une base de données que nous avons personnellement créée à partir des informations comptables et extracomptables des entreprises de petite et de moyenne taille lors de notre stage pratique au sein de la Direction du Réseau d'Exploitation de la Banque Nationale d'Algérie du 18 avril au 18 mai 2015.

La Banque Nationale d'Algérie (B.N.A.), première banque commerciale nationale, a été créée le 13 juin 1966. Elle exerçait toutes les activités d'une banque universelle. Elle était chargée en outre du financement de l'agriculture.

La B.N.A., à l'instar des autres banques, est considérée comme une personne morale qui effectue, à titre de profession habituelle et principalement des opérations portant sur la réception de fonds de la part du public, des opérations de crédit ainsi que la mise à disposition de la clientèle, des moyens de paiement et la gestion de ceux-ci.

Au mois de Juin 2009, le capital de la BNA a été augmenté. Il a été porté de 14.600 milliards de dinars à 41.600 milliards de dinars par l'émission de 27.000 nouvelles actions de 01 million de dinars chacune, souscrites et détenues par le Trésor Public.

La B.N.A. regroupe 5 Divisions, 19 Directions Centrales et 17 Directions Régionales d'Exploitation ayant sous leur contrôle 194 agences. L'organigramme général de la B.N.A est présenté dans l'annexe N°.

Elle dispose d'un réseau d'exploitation relativement vaste réparti sur l'ensemble du territoire national, exerce toutes les attributions d'une banque de dépôts : collecte des ressources à vue et à terme, financement des besoins d'exploitation et d'investissement des agents économiques des secteurs industriel, commercial et agricole. La DRE est structuré en quatre départements, une cellule juridique et un secrétariat :

- Le secrétariat ;
- La cellule juridique ;
- Le Département crédit ;
- Le Département de la Gestion Administrative et du Budget ;
- Le Département Promotion et Animation Commercial ;
- Le Département Contrôle.

Il est créé u nouveau département :

- Le Département Télé compensation, Comptabilité et Informatique.

2. Description des données

2.1. La population ciblée

Pour la construction de l'échantillon, nous avons ciblé des entreprises de petites et moyennes tailles du portefeuille de crédit de la Banque National d'Algérie (BNA) domiciliées au niveau de la direction du Réseau d'Exploitation. L'échantillon couvre les entreprises du secteur bâtiments et travaux publics (BTP) et sur l'ensemble du territoire de la wilaya de Tipaza.

Pour la construction de la base de données, nous avons consulté des dossiers de crédits acceptés au niveau de la structure d'accueil.

2.2. Construction de l'échantillon

Notre échantillon regroupe 23 entreprises dont nous avons pu recueillir les trois bilans et comptes de résultats des exercices comptables 2011, 2012, 2013. Il est basé sur les données collectées dans le département Crédit de la DRE. Nous avons consulté directement la totalité des dossiers de ce département concernant le secteur d'étude, Notre base de données initiale comptait 30 entreprises dont nous avons exclu 7 entreprises qui ne disposent pas de documents comptables pour la période d'étude.

2.3. Nature des données :

Les données utilisées dans notre étude sont de nature comptable et extracomptable. Les données comptables concernent les postes du bilan et du compte du résultat. Les données extracomptables concernent notamment l'âge de l'entreprise, le nombre d'employés, le nombre d'actionnaires, la part du dirigeant, la forme juridique de l'entreprise et l'année de la première demande de crédit.

La collecte de données est faite en consultant pour chaque entreprise une copie de dossiers des études de crédit élaborées par la banque et en saisissant, sur place, les données sur un support numérique.

2.3.1. Les données comptables

L'étude faite par la banque est une synthèse des caractéristiques de l'entreprise qui contient des états financiers retraités, ainsi elle contient entre autres bilan fiscale et comptes de résultat originaux. La disponibilité des états financiers originaux aurait permis d'écarter l'éventualité d'erreurs de retraitement.

2.3.2. Les données extracomptables

La source principale des informations extracomptables est la fiche d'appréciation du client élaborée par l'analyste du crédit pour chaque client. Cette fiche normalisée comprend les éléments concernant l'entreprise tels que le nom de la firme, nature de la demande de crédit, date de création, sa forme juridique, principaux dirigeants, capital social, le chiffre d'affaires, le mouvement de confie, nombre d'employés, l'année de la première demande de crédit.

Section 02 : Analyse descriptive de la base de données.

Dans la section précédente, nous avons présenté la base de données. Les entreprises retenues sont issues d'une seule branche d'activité et elles sont prises durant trois ans.

Dans ce qui suit, nous présentons les caractéristiques générales de l'échantillon à travers l'analyse du bilan moyen des entreprises BTP, qui va nous permettre d'étudier l'évolution de la structure financière, ainsi l'étude de la distribution de leurs ratios d'endettement et de leurs structures de propriétés.

1. Le bilan moyen des entreprises BTP

L'étude du bilan moyen des entreprises BTP est un préalable important à l'étude économétrique dans la mesure où il permet de constituer une vue d'ensemble de l'échantillon et détecter les variables qui influencent le plus la structure financière.

Dans ce qui suit, nous allons examiner la structure agrégée de l'actif qui retrace la façon dont les entreprises emploient leurs ressources, puis nous examinons la structure du passif qui regroupe les ressources de l'entreprise. Il s'agit de fonds propres, d'emprunts et dettes financière de long terme et de dettes de court terme, ces derniers comprennent essentiellement les dettes commerciales (dettes fournisseurs) puis les découverts bancaires (les avances bancaires).

Tableau N°11 : Les bilans moyens des entreprises BTP Algériennes.

	Bilan moyen	2011	2012	2013
<u>Actif</u>				
Actif immobilisé	32%	29.69%	30.32%	33.62%
Actif circulant	68%	70.31 %	69.68%	66.38 %
Stocks	17%	18.61%	13.65%	18.17%
Créance	42%	42.25%	45.6%	39.55%
Disponibilité	9%	9.44 %	10.43%	8.66%
<u>Passif</u>				
Fonds permanents	41%	32.6%	39.02%	46.68%
Fonds propres	28%	29.53%	28.46%	27.41%
Capital émis	18%	23.16%	17.27%	16.32
Résultats nets	3%	2.67%	4.38%	2.18%
Dettes à long terme	13%	3.07%	10.56%	19.27%
Emprunts et dettes financières	14%	4.48%	10.05%	21.67%

Dettes à court terme	59%	67.40 %	60.98%	53.32%
Dettes commerciales (fournisseurs)	28%	30.64%	31.1%	23.34%
Autres dettes	19%	17%	18.15%	22%
Avances bancaires (trésorerie passif)	4%	7.6%	3.39%	2.1%
Total passif	100%	100%	100%	100%

Source : Tableau élaboré sur la base de données des bilans comptables.

Le choix de la structure financière représente la répartition des ressources de l'entreprise entre les dettes et les fonds propres. Donc, elle est indiquée par la structure de passif du bilan de l'entreprise. Cependant, comme nous l'avons vu dans la théorie, la structure de l'actif a un effet considérable sur le choix de la structure financière. En effet, la différence entre les emplois longs et courts affecte le terme de l'échéance de la ressource et la tangibilité de l'actif, qui représente une garantie pour les bailleurs des fonds, joue un rôle prépondérant dans la facilité d'accès au marché de la dette.

1.1. Analyse de l'actif

La lecture de la structure des actifs, pour les entreprises du secteur BTP, fait ressortir une dominance de la partie circulante. Cette dernière représente presque les deux tiers de total actif alors que les immobilisations nettes ne dépassent pas les 32%. L'actif circulant constitue principalement de créances qui représentent en moyenne 62% de l'actif courant. En outre, Le niveau des stocks ne dépasse pas les 25% de l'actif circulant et le 17% de total actif, ces chiffres sont conformes à la nature de l'activité dans cette branche. Quant aux disponibilités, leur valeur positive n'est pas le signe d'une trésorerie abondante tant que les avances bancaires y contribuent. Cette situation peut s'expliquer par la lenteur de cycle d'exploitation qui implique un niveau assez élevé des emplois à court terme (stocks et valeurs réalisables).

1.2. Analyse du passif

La lecture du bilan du coté du passif fait ressortir un niveau des fonds propres qui varie entre 27% et 30%, composés principalement par le capital émis (social), le résultat net représente 3% du bilan moyen. Il ressort aussi de l'examen du passif une faible part des dettes à long terme qui représente en moyenne 13% et que la part importante est accaparé par les dettes à court terme 59%. Ce qui comprend du fait que l'actif des ces entreprises est principalement de court terme. Le passif à court terme est composé de 28% des dettes vis-à-vis des fournisseurs, 19% des dettes diverses et 4% des dettes vis-à-vis de la banque sous forme de découvert ou de prêts à court terme.

A notre avis, la faiblesse du niveau des crédits bancaires à court terme est due au seuil appliqué de financement à court terme. En effet, les banques algériennes, généralement, ne financent pas au delà de 15 jours de chiffre d'affaire. Ce seuil est équivalent à 13,65% de total bilan.

1.3. L'équilibre financier

L'analyse financière permet d'appréhender la situation économique et financière de l'entreprise, on mettant à la lumière son équilibre entre la liquidité de l'actif et l'exigibilité du passif.

Tableau n°12 : l'équilibre financier des entreprises BTP algériennes.

	Equilibre moyen	2011	2012	2013
Fonds de roulement	8.6%	3%	9%	11%
Besoin en fonds de roulement	3.6%	1%	2%	5%
Trésorerie	5.6%	2%	7%	6%

Source : Tableau élaboré sur la base de données des bilans comptables.

Cette situation est satisfaisante sur le plan de l'équilibre financier, car la présence d'un fonds de roulement positif indique que les emplois stables sont entièrement financés par des ressources stables, ainsi, le FR couvre le BFR et résulte une trésorerie nette positive. Alors nous constatons que l'équilibre financier est respecté.

2. Le ratio d'endettement des PME algériennes

2.1. Le niveau d'endettement total

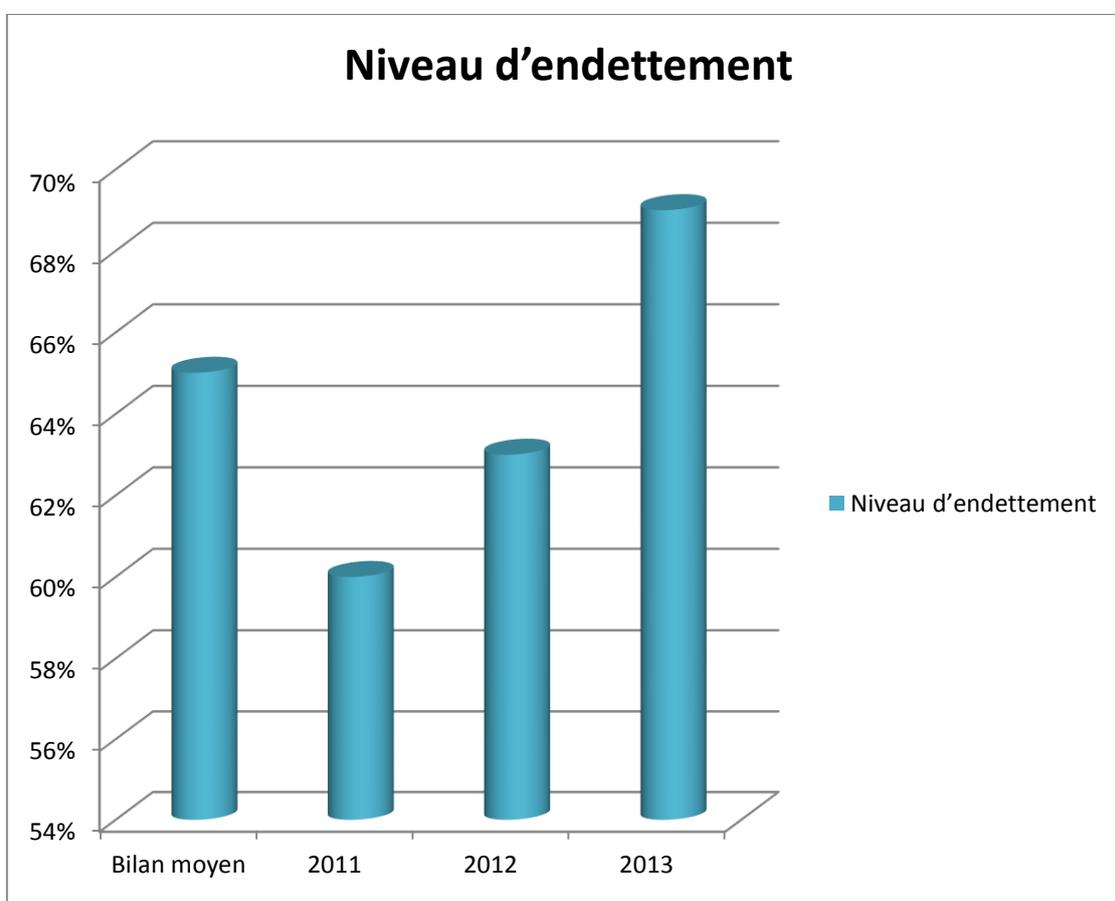
Tableau n°13 : Le niveau d'endettement total.

	Bilan moyen	2011	2012	2013
Niveau d'endettement total	65%	59.72%	62.69%	69.11%
Niveau d'endettement financier	14%	4.48%	10.05%	21.67%

Source : Tableau élaboré sur la base de données des bilans comptables.

Le niveau de l'endettement financier moyen des PME algériennes du secteur BTP ne dépasse pas les 14% de total des ressources sur l'ensemble de la période d'étude. Les fonds propres, qui représentent 28% de total des ressources, couvrent la totalité de ses dettes. Ainsi, La quasi-totalité de ces dettes sont de nature bancaire, cela nous laisse penser que les banques ne financent pas au delà de l'apport des propriétaires. En effet, ce résultat confirme le critère de la capacité d'endettement utilisé par les banques. Il indique que pour un dinar engagé on ne peut pas accorder plus d'un dinar. Alors, le ratio d'endettement est le résultat de contraintes de solvabilités imposées par les banques qui considèrent les fonds propres comme garantie pour leurs concours et partant le montant des fonds propres est approximativement égal au total des dettes.

Figure n°04 : La représentation graphique du niveau d'endettement total.



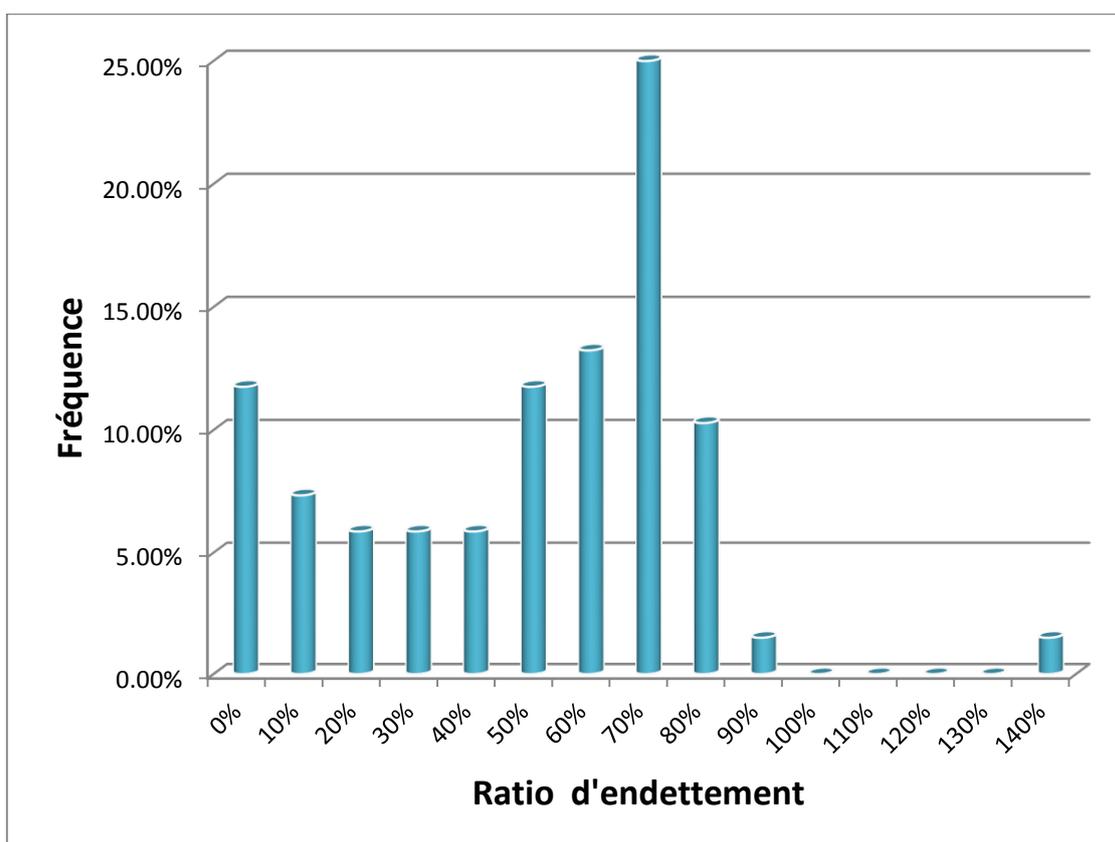
Source : Graphique élaboré sur la base de données des bilans comptables.

Cependant, l'étude de l'évolution sur trois ans laisse les résultats discutables en termes de fiabilité et elle ne permet pas de tirer des conclusions fortes.

2.2. Distribution du ratio d'endettement

Le ratio de l'endettement total, mesure synthétique de la structure financière. Le graphique suivant retrace la dispersion du ratio d'endettement qui rapporte l'endettement total au passif total. L'endettement total étant composé des emprunts et dettes financières (DLMT), des dettes fournisseurs, autres dettes et des avances bancaires (DCT).

Figure n°05 : distribution du ratio d'endettement des PME BTP algérienne.



Source : Graphique élaboré sur la base de données des bilans comptables.

L'endettement moyen s'établit à 65% du total passif. La comparaison internationale montre que le niveau d'endettement des entreprises algérienne est faible (73.4% pour les entreprises sud coréennes). Le sous-endettement des entreprises algériennes peut s'expliquer par l'absence de dynamique dans le marché boursier algérien. En effet, dans un contexte où le marché boursier est actif, les entreprises cotées peuvent facilement accéder à l'endettement en faisant appel au public. Ainsi, cette situation peut s'expliquer par la réticence des banques tant dénoncée par les entrepreneurs algériens tout en insistant sur la grande asymétrie d'information caractérisent la relation banque-investisseur.

La comparaison avec des pays similaires s'avère que ce ratio est raisonnable. En effet, selon l'enquête FACS (The Firm Analysis and Competitiveness Survey) réalisée par la banque mondiale, ce ratio est supérieur à celui de la Jordanie (48%), comparable à celui du Maroc (65%), et légèrement supérieur à celui de la Turquie, l'Inde et la Thaïlande (respectivement 59%, 57% et 54%).

En outre, nous remarquons que la distribution du ratio d'endettement est loin de suivre une loi normale. Les entreprises se situant loin du ratio d'endettement sont aussi fréquentes que celles présentant un ratio proche de la moyenne, ce qui induit l'aplatissement de la distribution.

3. le TCR moyen des entreprises BTP

Contrairement au bilan comptable qui récapitule le patrimoine d'une entreprise et ses variations depuis la création de l'entreprise, le compte de résultat ne s'intéresse pas au passé mais uniquement à l'année qui vient de s'écouler. Il permet de comprendre les différentes étapes de la formation du résultat et de mesurer la performance de l'entreprise.

Tableau n°14 : Le TCR moyen 2011,2012 et 2013 des entreprises BTP algériennes.

	TCR moyen	2011	2012	2013
Evolution du chiffre d'affaires			47.22%	-15.95%
Valeur ajoutée (VA)	40.86%	36.27%	40%	45.6%
Excédent brut d'exploitation (EBE)	12.37%	8.94%	15.04%	11.96%
Dotations aux amortissements	5.64%	4.65%	5.50%	6.61%
Résultat de l'exercice	4.86%	3.36%	6.37%	4.28%
Total chiffre d'affaires	100%	100%	100%	100%

Source : élaboré sur la base de données du TCR.

La lecture du compte de résultat des entreprises algériennes du secteur BTP fait ressortir une dominance de la valeur ajoutée qui représente en moyen 40.86% au total du chiffre d'affaires, EBE représente 12.37% cette part permet de compenser la consommation des avantages économiques attendues des immobilisations (dotations aux amortissements) qui représente 5.64%. Le résultat de l'exercice représente 4.86% c'est ce qui pourra être distribué totalement ou partiellement aux actionnaires.

4. Analyse de la structure de propriété et forme juridique

A travers l'analyse de la répartition des entreprises de l'échantillon selon la forme juridique, on constate que plus de 69% des entreprises sont partagées au même pourcentage entre EURL et Affaires personnelles. Les entreprises sous la forme juridique SARL dont la part est 22% et les 9% sont des SPA.

Nous constatons que les formes EURL, Affaires personnelles et SARL sont dominantes vu les avantages qu'elles confèrent. En plus de la limitation de la responsabilité à concurrence des apports, ces entreprises présentent des facilités par rapport à la cession et la transmission des parts sociales, elles n'ont pas des exigences en termes de nombre d'associés et elles ne requièrent pas un capital social important.

Pour la forme SPA, elle n'est pas très adéquate aux petites entreprises. Même si elle procure l'avantage de la responsabilité limitée puisque les associés ne supportent les pertes qu'à concurrence de leurs apports, elle présente quelques désavantages par rapport aux PME qui peu limiter la constitution des entreprises sous cette forme. En effet, le nombre des associés ne peut être inférieur à sept (07) et le capital social doit être de cinq (05) millions de dinars algériens au moins si la société fait publiquement appel à l'épargne, et de un (01) million de dinars algériens au moins dans le cas contraire.

L'examen de la structure de propriétaire principal détient en moyenne 84% du capital de la société et qu'il en est le dirigeant dans 83% (dans 19 cas de 23 entreprises). De ce fait, le dirigeant et le propriétaire principal se confondent.

Donc, l'entreprise algérienne du secteur BTP est caractérisée par la prise de la direction par les propriétaires (propriétaires-dirigeants) dans la quasi-totalité des cas et le dirigeant détient plus de la moitié du capital qui est partagé en moyenne par cinq associés. Il n'y a pas donc une séparation entre propriété et gouvernance qui conduit à l'absence des coûts d'agence entre les dirigeants et propriétaires.

En générale, la PME BTP algériennes est une entreprise familiale, composée de quatre ou cinq propriétaires dont la gestion est assurée par le principal associé qui garde le contrôle de sa firme et s'associe avec des personnes de sa famille. Cette forme de gouvernance est dominante dans les PME des pays émergents et elle écarte la possibilité de faire appel à un dirigeant compétent non propriétaire.

Section 03 : Les déterminants de la structure financière des entreprises BTP algériennes.

Dans notre modèle, nous nous inspirons de la littérature empirique portant sur les déterminants de la structure financière. La méthode suivie par les études empiriques consiste à déterminer les variables explicatives de la structure financière à la lumière des différentes théories y afférentes, et tester les mesures de la structure financière par rapport aux variables explicatives prédéfinies pour en déterminer l'impact et le sens sur la structure du capital.

1. Définition des différentes variables dépendantes

La variable expliquée est la structure financière. Cependant, et compte tenu du rôle prépondérant de l'endettement à court terme, le ratio d'endettement ; c'est-à-dire l'endettement total rapporté au passif ; s'avère insuffisant. L'impact de l'endettement à court terme est ainsi mis en relief à l'aide d'une variable spécifique.

De ce fait, nous proposons les mesures suivantes de la structure financière :

- Le ratio d'endettement qui rapporte le total des dettes au total passif (EDT).
- Le ratio d'endettement de long terme (DLMT/TA).
- Le ratio d'endettement à court terme (DCT/TA).

Les fonds propres comportent le capital social, primes et réserves, résultat net et autres capitaux propres (report à nouveau).

Les dettes comportent les dettes à long terme (emprunts et dettes financières), les dettes à court terme composées des dettes fournisseurs, autres dettes et des avances bancaires.

2. Définition des différentes variables indépendantes

Les variables indépendantes sont celles proposées par la théorie comme étant susceptible d'influencer la structure financière. Pour chaque déterminant retenu dans cette présente étude nous avons émis une hypothèse quant au sens attendu de l'impact de ce déterminant sur le niveau d'endettement financier des PME. Les hypothèses ainsi émises sont issues de la revue de la littérature précédente.

2.1. Les variables spécifiques des PME

Nous mettrons en évidence les caractéristiques propres aux PME qui pourraient significativement influencer leur degré d'endettement financier.

L'ensemble de variables sont normalisées, les postes du bilan sont rapportés au total bilan et les postes de compte de résultat sont rapportés au chiffre d'affaires et ce pour éliminer l'effet de taille, ce dernier est pris en compte par le chiffre d'affaires introduit en montant.

1. La taille (ln (CA))

Il existe plusieurs indicateurs de taille comme le total bilan, le nombre d'employés et le chiffre d'affaires. Nous retenons ce dernier (CA) car il reflète directement le volume d'activité de l'entreprise alors que le total bilan contient les dettes et ne peut de ce fait être utilisé pour expliquer les dettes.

Dans ce contexte, la variable taille peut véhiculer aussi bien une nature de garantie pour la banque (solvabilité) qu'un indicateur de performance (rentabilité). L'influence positive de la taille peut être validée théoriquement à l'aide de la TOT et de la théorie du signal. En effet, plus la taille de l'entreprise est importante, plus l'entreprise est à même de disposer d'activités diversifiées ce qui, *in fine*, réduit le risque d'apparition de coûts de détresse financière et le risque de faillite. Les arguments qui tentent d'expliquer le sens négatif de l'influence de la taille de l'entreprise sur sa structure financière relèvent plus du domaine de la théorie de l'information. En effet, la taille serait une mesure inverse de l'information divulguée par l'entreprise à ses investisseurs externes. Les entreprises sembleraient éviter de s'endetter si les investisseurs externes ne connaissent pas le niveau de risque de l'entreprise (Halov & Heider, 2005).

H1 : la taille de l'entreprise influence son degré d'endettement financier.

2. La vitesse de rotation du capital (CA/TA)

Cette variable est mesurée par le rapport du chiffre d'affaires au total bilan, elle indique la durée que l'entreprise prend pour réaliser un chiffre d'affaires égale au montant engagé initialement. Ainsi, nous n'anticipons que cette variable varie négativement avec l'endettement de long terme puisque les entreprises à cycle d'exploitation long sont celles qui éprouvent des besoins de financement pour couvrir le décalage entre leurs encaissements et leurs décaissements.

H2 : La vitesse de rotation du capital influence négativement le niveau d'endettement.

3. Les immobilisations corporelles (IMBC)

La composition de l'actif exprime le niveau de garantie offert par l'entreprise en termes de disponibilité de fonds de roulement net. C'est un élément important dans la décision d'octroi de crédit aux PME les entreprises qui disposent des niveaux élevés d'actifs corporels

sont en mesure de réduire les asymétries d'information et les coûts d'agence. Ainsi, toute chose égale par ailleurs, l'importance des actifs corporels devrait se traduire par un endettement supérieur.

H3 : les immobilisations corporelles influencent positivement le degré d'endettement de long terme.

4. L'actif circulant (Stocks, Créances)

Théoriquement l'actif circulant est lié positivement à l'endettement et particulièrement à l'endettement à court terme. En effet, plus l'actif circulant est important, l'entreprise a besoin de fonds pour constituer des stocks et couvrir ses créances.

H4 : l'actif circulant influence positivement le niveau d'endettement à court terme.

5. La rentabilité

La rentabilité d'une entreprise est entendue comme sa capacité à produire un bénéfice net satisfaisant par rapport au capital engagé. En effet, les avis sont partagés quant à la relation entre la rentabilité et le niveau d'endettement. Pour les auteurs de la POT, au plus une entreprise est rentable au plus elle sera capable de s'autofinancer et par conséquent, au moins elle recourra à l'endettement. Cependant, les conclusions de la TOT contrarient celles de la POT dans la mesure où, plus une entreprise est rentable, plus elle devra s'endetter pour profiter au maximum du principe de déductibilité fiscale des charges des dettes. La théorie de signal offre également un argument assez fort dans la mesure où les banques utilisant la rentabilité passée dans l'évaluation du risque des entreprises augmenteront la capacité d'emprunt des firmes les plus profitables. Nous prenons comme mesure de la rentabilité deux ratios, le ratio valeur ajoutée sur chiffre d'affaires (VA/CA) et le ratio rentabilité financière qui rapporte le résultat net aux fonds propres (RES/FP).

H5 : La rentabilité influence le degré d'endettement financier.

6. L'autofinancement (CASHFLOW)

L'autofinancement est principalement formé des bénéfices non distribués et des dotations aux amortissements. Cette variable est au cœur de notre investigation empirique dans la mesure où elle est sujette à controverse en théorie. En effet, les modèles d'arbitrage anticipent une relation positive entre la performance de l'entreprise et son endettement dès lors que l'avantage fiscal de l'endettement augmente avec le résultat. En revanche, les modèles hiérarchiques accordent à l'autofinancement un effet négatif sur l'endettement en se basant sur l'hypothèse que les entreprises préfèrent les financements internes aux financements externes. Nous utilisons les cash flows pour mesurer l'autofinancement, ces derniers sont constitués de résultat net et de dotations aux amortissements.

H6 : l'autofinancement a un effet sur l'endettement.

7. L'âge de l'entreprise (AGE)

L'âge de l'entreprise indique sa durée de vie depuis sa création. . En effet, l'âge permet de renforcer la relation entre les entreprises et leurs bailleurs de fonds qui détiennent un historique riche sur elles leur permettant d'atténuer l'asymétrie d'information laquelle est souvent l'obstacle majeur de l'endettement. Dans une telle option, l'âge de l'entreprise devrait être corrélé positivement avec l'endettement. Ceci est d'autant plus vrai lorsqu'on tient compte que les entreprises les plus jeunes sont les plus exposées à la faillite.

En revanche, l'âge peut être corrélé négativement à la dette. Le signe négatif de cette relation peut être expliqué par le fait qu'une entreprise plus âgée a pu réussir à accumuler, au cours de son existence, un montant important de fonds propres via l'autofinancement et que, par conséquent, elle doit moins recourir à l'endettement ou lorsque l'âge est un signe de déclin de l'entreprise ou de son secteur économique.

H7 : L'âge de l'entreprise influence positivement le niveau d'endettement financier.

8. Forme juridique (FORMJUR)

La forme juridique exprime le statut d'une entreprise défini par le législateur. La forme juridique peut caractériser la réputation d'une entreprise quand elle évolue d'un statut à un autre par exemple. On anticipe une relation positive entre la forme juridique et le degré d'endettement financier qui peut être expliquée par le niveau de confiance entre le bailleur des fonds et le gestionnaire propriétaires de l'entreprise. La forme juridique est introduite à l'aide de variables indicatrices, elle prendra la valeur 1 si elle est affaire personnelle ou SARL et 0 si non.

H8 : La forme juridique influence le degré d'endettement financier.

2.2. Les variables relatives aux propriétaires

Nous venons d'identifier les variables propres aux PME permettant d'expliquer leur niveau d'endettement. A leur côté, nous avons encore d'autres relatives aux propriétaires qui peuvent aussi expliquer le niveau d'endettement. La structure de propriété est examinée à l'aide de deux variables :

9. Le nombre d'actionnaires (NBAct)

Le nombre d'actionnaires renseigne sur la dispersion du capital. Un nombre important des actionnaires accentue les problèmes d'agence entre actionnaires et nécessite le recours à l'endettement comme solution. D'autre part, un nombre important d'actionnaires réduit le risque moral de l'entreprise ce qui augmente ses possibilités de recours à l'endettement.

H9 : Il existe une relation positive entre nombre d'actionnaires et l'endettement financier.

10. La part du dirigeant (PARTDIRG)

Dans une PME, le dirigeant est très souvent actionnaire majoritaire de l'entreprise qu'il gère. La part du dirigeant peut être aperçue comme un indicateur de son enracinement dans l'entreprise et de ce fait les bailleurs de fonds sont plus prudents avec les sociétés dont le dirigeant est majoritaire. En revanche, la part importante du dirigeant signifie aussi que ce dernier engage une partie de son argent dans l'affaire et qu'il veillera ainsi à son bon fonctionnement, ce qui réduit les problèmes d'agences des fonds propres. Ainsi le sens attendu de l'effet de la part du dirigeant est double.

H10 : La part du dirigeant a une influence négative sur le degré d'endettement financier.

3. La mise en œuvre du modèle économétrique

Une régression multiple a été mise en œuvre afin d'expliquer la structure d'endettement par le biais des variables préalablement déterminées. Nous sommes en face des quatre régressions multiples suivantes :

EDT = Endettement total / total actif = f (variables explicatives).

DLMT = DLMT / total actif = f (variables explicatives).

DCT = DCT / total actif = f (variables explicatives).

Le modèle économétrique s'écrit comme suit :

$$\begin{aligned} \text{EDT}_{(t)} = & C + \beta_1 * \text{CA}_{(t)} + \beta_2 * \text{CA/TP}_{(t)} + \beta_3 * \text{IMBC}_{(t)} + \beta_4 * \text{STOCKS}_{(t)} + \beta_5 * \text{CREANCES}_{(t)} \\ & + \beta_6 * \text{VA/CA}_{(t)} + \beta_7 * \text{RES/FP}_{(t)} + \beta_8 * \text{CASHFLOW}_{(t)} + \beta_9 * \text{AGE}_{(t)} + \beta_{10} * \text{FORMJUR}_{(t)} + \\ & \beta_{11} * \text{ANNEE}_{(t)} + \beta_{12} * \text{NBAct}_{(t)} + \beta_{13} * \text{PARDIRG}_{(t)} + \epsilon_{(t)}. \end{aligned}$$

Où

EDT_(t) : Le degré d'endettement de l'entreprise à la période t ;

C : Terme indépendant ;

Ln(CA) : La taille ;

CA/TP : La vitesse de rotation du capital ;

IMBC : Les immobilisations corporelles ;

STOCKS : mesure de l'actif courant ;

CREANCES : mesure de l'actif circulant ;

VA/CA : mesure de la rentabilité ;

RES/FP : mesure de la rentabilité ;

CASHFLOW : L'autofinancement ;

AGE : L'âge ;

FORMJUR: La forme juridique : variable indicatrice (1 si AFFPERS ou SARL, 0 si non) ;

ANNEE : année : variable indicatrice (1 si l'année 2012 ou 2013, 0 si non) ;

NBAct : Nombre d'actionnaires ;

PARTDIRG : La part du dirigeant ;

β_i : Le paramètre associé à chaque variable explicative. / $i = 1, \dots, 13$.

$\varepsilon_{(t)}$: Le terme d'erreur. / $E(\varepsilon) = 0 ; \forall t$.

4. Résultat de l'investigation empirique dans les entreprises BTP

Les résultats de l'investigation sont regroupés dans le tableau suivant :

Tableau N°15 : Coefficients de l'investigation empirique.

	EDT	DLMT	DCT
Constante	1.171*** (3.093)	-0.040 (-1.536)	1.347*** (3.233)
Ln(CA)	-0.230** (-2.478)		-0.263** (-2.491)
CA/TA	-0.234** (-2.629)		
IMBC	0.380*** (3.872)		
STOCKS	0.329*** (3.326)		
CREANCE	0.483*** (4.727)		0.376*** (3.809)
VA/CA		0.618*** (5.186)	
RES/FP			
CASHFLOW		0.426*** (3.577)	-0.349*** (-3.663)
AGE			
AFFPERS	-0.517 *** (-5.278)		-0.355*** (-3.281)

SARL	0.235** (2.407)		0.269** (2.522)
AN2012			
AN2013			
NBAct			
PARTDIRG			
R-deux ajusté	0.548	0.282	0.410
F	12.620	14.127	10.298

Source : Tableau élaboré sur la base des résultats des régressions.

*** significatif au seuil de 1%.

** significatif au seuil de 5%.

* significatif au seuil de 10%.

Les cases vides ont des coefficients non significatifs au seuil de 10%.

5. Interprétation des résultats

D'une manière générale, les modèles économétriques ci-dessus présentent respectivement un R-deux ajusté de 54.8%, 28.2% et 41% .Nous avons obtenu les résultats suivants :

1. La taille (ln(CA))

La taille de l'entreprise mesurée par le logarithme du chiffre d'affaires est corrélée négativement et significativement au total des dettes. En effet, la taille serait une mesure inverse de l'information divulguée par l'entreprise à ses investisseurs externes, les entreprises sembleraient éviter de s'endetter si les investisseurs externes ne connaissent pas le niveau du risque de l'entreprise.

En outre, la taille est un reflet de la bonne santé financière de l'entreprise et serait négativement corrélée avec l'endettement. Cette influence négative s'explique par le fait qu'une entreprise rentable sera capable de s'autofinancer et par conséquent, au moins elle recourra à l'endettement.

2. La vitesse de rotation du capital (CA/TA)

Comme prévu, la vitesse de rotation du capital mesurée par le rapport du chiffre d'affaires au total bilan est en relation négative et significative avec l'endettement total, ce qui montre que les entreprises ayant des grandes vitesses de rotation de leurs actifs sont les

entreprises les plus liquides qui disposent de capacité de financement leur permettant de diminuer leurs besoins d'endettement.

3. Les immobilisations corporelles (IMBC)

Les immobilisations corporelles sont en relation positive et significative avec l'endettement total. Les immobilisations corporelles constituent des garanties pour les bailleurs de fonds, les entreprises qui disposent des niveaux élevés d'actifs corporels sont en mesure de réduire les asymétries d'informations et les coûts d'agences et par conséquent, elles augmentent le besoin de financement sous forme de dettes.

4. L'actif circulant (Stocks, Créances)

Pour mieux étudier l'influence de l'actif circulant, les stocks et les créances sont introduits séparément. Les stocks présentent une relation significative avec la structure financière. Mais contrairement à nos attentes, ils ne présentent aucune relation significative avec l'endettement de court terme. Nous avons anticipés une relation positive et significative entre les stocks et l'endettement de court terme du moment qu'une part importante des stocks nécessite un financement de court terme dont la garantie est les stocks même alors que cette relation dénote que ces derniers sont tantôt financés par la dette de court terme et tantôt par le fond de roulement. En plus, l'examen de la relation entre les créances et l'endettement relève une relation positive et très significative des créances avec l'endettement de court terme et une relation significativement positive avec l'endettement total. Ce qui explique la dépendance entre le recours à la dette pour financer l'actif circulant.

5. La rentabilité (RENT)

La rentabilité est appréhendée à travers deux variables, le rapport de valeur ajoutée au chiffre d'affaires et le résultat net aux fonds propres.

La relation entre la première variable et la structure financière est significativement seulement dans la deuxième spécification. Ce résultat confirme les conclusions de la TOT dans la mesure où, plus une entreprise est rentable, plus elle devra s'endetter pour profiter au maximum du principe de déductibilité fiscale des charges des dettes. Ainsi, comme la rentabilité de l'entreprise reflète la qualité de son management et donc la compétence des gestionnaires, les entreprises rentables accèderaient facilement à l'endettement que d'autres.

En examinons la deuxième variable, nous remarquons que les coefficients associés à la rentabilité financière sont tous non significatifs.

6. L'autofinancement (AUTOF)

L'autofinancement mesuré par les cash flows, présente des relations significatives dans les deux derniers modèles économétriques. Il présente une relation positive significative avec l'endettement de long terme. Ce résultat confirme les modèles d'arbitrage qui anticipent une

relation positive entre la performance de l'entreprise et son endettement dès lors que l'avantage fiscal de l'endettement augmente avec le résultat. En revanche, l'autofinancement représente une relation négative avec l'endettement de court terme. Cette influence négative peut s'expliquer par le fait que ces PME ne se focalisent pas uniquement sur l'endettement financier pour se financer. En effet, d'après la Pecking Order Theory, l'endettement se trouve en deuxième position dans l'ordre des préférences de financement des PME. Ainsi, les entreprises algériennes préfèrent l'autofinancement à l'endettement et n'utilisent ce dernier que lorsque leurs ressources internes sont insuffisantes.

7. L'âge (AGE)

Les coefficients non significatifs associés à l'âge dénotent que ce dernier n'est pas influente sur le comportement financier de l'entreprise. L'âge peut favoriser l'endettement en raison de la notoriété et des liens de confiance que l'entreprise a pu nouer avec ses bailleurs de fonds et ses fournisseurs. En revanche, l'âge peut aussi un signe de maturité de l'entreprise, ce qui veut dire qu'elle tire suffisamment de fonds pour s'autofinancer entièrement. Les deux effets opposés de l'âge sont la cause des coefficients non significatifs.

8. La forme juridique (FORMJUR)

Les résultats de la régression montrent que la forme juridique a un impact sur le niveau d'endettement financier. Les formes qui présentent des niveaux d'endettement élevés sont des entreprises de capital et celles qui procèdent des niveaux faibles sont des entreprises de personne. En effet, les banques accordent plus de crédits aux entreprises dont le montant à récupérer en cas de faillite se limite à ses actifs. Ainsi, Généralement dans cas des PME, l'unique propriétaire est lui-même le gérant ce qui lui permet d'élaborer une stratégie claire et avoir des relations solides avec les différents partenaires de son entreprise.

9. Année (ANNEE) :

Les coefficients associés au variable année sont tous non significatifs et par la suite, la structure financière ne dépend pas de cette variable.

10. La structure de propriétaire

La structure de propriétaire est appréhendée à travers deux variables : le nombre d'actionnaires et la part du dirigeant. La première permet de mesurer la concentration du capital, la deuxième renseigne sur la relation entre propriété et contrôle du capital. La structure de propriétaire n'est pas influente sur l'endettement de l'entreprise. Cependant, le fait que la majorité des entreprises, le dirigeant est le propriétaire principal limite la portée du test de l'importance de la structure de propriété.

Tableau n°16 : Récapitulatif des résultats des hypothèses.

Hypothèses	Résultats
H1 : la taille de l'entreprise influence son degré d'endettement total.	Validée
H2 : La vitesse de rotation du capital influence négativement le niveau d'endettement.	Validée
H3 : les immobilisations corporelles influencent positivement le degré d'endettement de long terme.	Infirmé
H4 : l'actif circulant influence positivement le niveau d'endettement à court terme.	Validée
H5 : La rentabilité influence le degré d'endettement financier.	Validée
H6 : l'autofinancement a un effet sur l'endettement.	Validée
H7 : L'âge de l'entreprise influence positivement le niveau d'endettement financier.	Infirmée
H8 : La forme juridique influence le degré d'endettement financier.	Validée
H9 : l'année influence le niveau d'endettement.	Infirmée
H10 : Il existe une relation positive entre nombre d'actionnaires et l'endettement financier.	Infirmée
H11: La part du dirigeant a une influence négative sur le degré d'endettement financier.	Infirmée

Source : Tableau élaboré sur la base des résultats des régressions.

En somme, les déterminants de l'endettement total des PME algérienne du secteur BTP sont : la taille, la vitesse de rotation du capital, les immobilisations corporelles, l'actif circulant et la forme juridique. L'endettement de long terme est déterminé positivement par la rentabilité (VA/CA) et les cash flows.

L'endettement de court terme est déterminé par l'actif circulant (créances), la forme juridique et il est corrélé négativement avec la taille et les cash flows.

Conclusion du troisième chapitre :

Ce chapitre est consacré à la recherche des déterminants de la structure financière des PME algériennes du secteur BTP. Le travail économétrique a porté sur un échantillon de 23 PME BTP algériennes observées sur 3 ans.

La méthodologie adoptée consiste à utiliser la régression multiple pour déterminer l'impact des différents déterminants de la structure financière. La variable expliquée est la structure financière qui se mesure par : l'endettement total sur le total actif, l'endettement de long terme sur le total actif et enfin l'endettement de court terme sur le total actif.

Les variables explicatives sont celles proposées par la théorie susceptible d'influencer la structure financière, il s'agit de la taille mesurée par le logarithme du chiffre d'affaires, du ratio de rotation du capital rapportant le chiffre d'affaires sur total bilan, des immobilisations corporelles, de l'actif circulant composé de créances et de stocks, de la rentabilité de l'entreprise mesurée par deux variables; valeur ajoutée sur le chiffre d'affaires et résultat net sur les fonds propres, de l'autofinancement mesuré par les cash flows, de l'âge de l'entreprise, sa forme juridique, nombre d'actionnaires et la part de son dirigeant. Ces variables sont normalisées c'est-à-dire que les comptes de bilan sont rapportés au total bilan et les postes de compte de résultat sont rapportés au chiffre d'affaires et ce pour neutraliser l'effet taille déjà pris en compte par le chiffre d'affaires.

En effet, l'étude économétrique démontre que l'endettement de long terme des PME algériennes du secteur BTP de la wilaya de Tipaza est expliqué par la rentabilité et les cash flows.

Conclusion générale :

La question de la structure financière des entreprises, entendue comme la répartition des dettes financières et des fonds propres, a toujours suscité réflexion et controverse. Elle s'efforce de répondre à la question de l'existence d'une structure financière permettant de maximiser la valeur d'entreprise.

L'apport de ce travail réside tout d'abord dans le fait d'étendre la littérature financière moderne issue essentiellement du cadre des pays développés à un nouveau cadre institutionnel, celui d'un pays en voie de développement qu'est l'Algérie. Le travail s'articule autour des trois chapitres ; le premier tente de présenter la PME algérienne, le deuxième expose la littérature théorique traitant la structure financière, le troisième chapitre s'inspire des outils théoriques exposés précédemment pour étudier les déterminants de la structure financière des petites et moyennes entreprises Algériennes.

En effet, Les PME algériennes jouent un rôle important dans le paysage économique, Elles contribuent de manière substantielle au développement de l'emploi, à la création des richesses et par voie de conséquence au bien être économique et social, mais elles souffrent d'un déficit au niveau des qualifications et capacités organisationnelles, techniques et managériales et d'un environnement peu propice aux affaires qui entrave leur développement.

Ainsi nous avons vu que la structure financière fut associé à la relation entre endettement et rentabilité des actionnaires. Cette approche avance que la rentabilité des actionnaires augmente avec l'endettement tant qu'il n'est pas excessif et implique l'existence d'une structure financière qui permet de maximiser la rentabilité financière. Cependant, cette approche est critiquée pour son caractère comptable excessif et son manque de fondements théoriques.

Les travaux de Modigliani et Miller constituent le point de départ d'une réflexion abondante sur la question. Après la thèse de neutralité, ces auteurs ont montré qu'en présence d'imperfection sur le marché, due à la déductibilité des charges financières du bénéfice imposable, les firmes préféreraient l'endettement aux fonds propres. Le modèle des coûts de défaillance tempère cette théorie, en posant le problème des coûts de faillite qui limitent l'horizon d'endettement de l'entreprise. Celui-ci se situe au point d'égalisation entre les économies fiscales et les coûts de faillite, la prise en compte de ces deux effets constitue la Trade Off Theory. Cette théorie montre que la structure financière optimale est atteinte lorsque la différence entre l'avantage fiscal et les coûts de faillite est maximale.

Les modèles d'agence et d'asymétrie de l'information ont placé la problématique de la structure du capital dans le rapport entre les différents acteurs de l'entreprise, et en particulier entre dirigeants et actionnaires. Ils montrent ainsi que le choix entre dettes et fonds propres vise à viabiliser ces relations en réduisant leurs coûts et en atténuant l'asymétrie de l'information. Ces modèles, en particulier l'asymétrie de l'information, ont été à l'origine de

la Pecking Order Theory qui situe plutôt le choix de financement dans une perspective procédurale, elle est fondée sur l'hypothèse que l'entreprise préfère l'autofinancement au financement externe et ensuite l'endettement à l'émissions d'actions

L'ensemble de ces réflexions se sont cristallisées pour donner corps à deux grandes modèles théoriques de la structure financière ; le modèle de trade-off et le modèle de pecking order. Ces deux grandes modèles se transforment facilement à des hypothèses testables ; le modèle du trade-off implique, entre autres, que les entreprises les plus rentables et les moins exposées aux coûts d'agence et d'faillites sont les entreprises les plus endettées. Quant au modèle pecking order, il implique une relation inverse entre niveau de rentabilité et endettement. La validation de l'un ou de l'autre des deux modèles est une question d'ordre empirique. De ce fait, Nombreuses sont les études empiriques qui tentent de savoir laquelle des deux théories est la plus apte à expliquer les décisions de financement des entreprises. Cependant, ces travaux n'ont pas permis de trancher puisque chaque modèle est à la fois validé par certains faits et contredit par d'autre.

La plupart des études portant sur les déterminants de la structure financière des PME affirment que ces dernières obéissent à des spécificités financières qui les distinguent des grandes entreprises et limitent ainsi leur accès aux fonds empruntés. Les PME présentent de faibles taux de rentabilité et affrontent de nombreux risques comparativement aux grandes entreprises suscitent donc une méfiance des institutions financières.

Ainsi, après avoir situé le cadre théorique et présenté les différents résultats des études empiriques, nous intéressons à l'étude des déterminants de la structure financière des petites et moyennes entreprises algériennes. Cette étude s'efforce d'examiner si les conclusions précédentes restent valables dans le contexte algérien où les marchés financiers sont peu développés et souvent inefficients. Nous analysons les déterminants de la dette financière des entreprises de notre panel en se basant sur les données comptables.

Notre étude est une investigation économique sur les déterminants de la structure financière des PME privées algérienne étudiant un échantillon de 23 entreprises relevant du secteur BTP prises sur la période 2011-2013.

L'examen du bilan moyen des entreprises algériennes montre que l'actif des entreprises est dominé par l'actif circulant (68% du total actif). Quant à leur passif, il est composé des propres fonds (28%), des dettes de long terme (13%), des dettes de court terme (59%).

Le ratio d'endettement total (dettes totales sur total bilan) des PME algériennes est de 65%, Aussi, le niveau de l'endettement financier ne représente que 14% du total des ressources ce qui affirme que les entreprises algériennes sont sous-endettées et souffrent de manque de source de financement. La source principale des financements de l'entreprise du secteur BTP est l'endettement de court terme qui s'élève à 59%, constitué par des dettes fournisseurs (28%), autres dettes (19%) et des avances bancaires (4%).

Les limites de notre étude tiennent à notre échantillon. En effet, la taille de notre échantillon n'est pas assez importante. L'étude ne porte que sur les PME du secteur BTP qui sont enregistrées auprès de la Banque National d'Algérie, ce qui limite la portée de ces résultats et leur généralisation à l'ensemble des PME de la wilaya du Tipaza. Ainsi, les entreprises non endettés ne figurent pas dans notre base de données.

Cette étude corrobore les résultats des études empiriques effectuées dans d'autres pays en confirmant la non existence d'une théorie de structure financière universelles. En effet, les résultats de notre étude montrent que la rentabilité mesurée par la valeur ajoutée sur le chiffre d'affaires et l'autofinancement sont liées positivement à l'endettement de long terme conformément aux prédictions de la théorie de trade-off. En outre, l'étude économétrique souligne la corrélation de l'endettement total avec la taille de la firme, la vitesse de rotation du capital, les immobilisations corporelles, l'actif circulant et la forme juridique. Ainsi, l'endettement de court terme est corrélé positivement avec l'actif circulant (créances), la forme juridique et il est corrélé négativement avec la taille et les cash flows. De plus, les tests montrent la non pertinence de variables, tant soulignées par la théorie, sur l'endettement qui sont l'âge de l'entreprise, l'année, la part du dirigeant et le nombre d'actionnaires.

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

Bibliographie

Ouvrages

Damodaran, A., **finance d'entreprise**, De Boeck, Bruxelles, 2004.

Goffin, R., Principes de Finance Moderne, Economica, Paris, 2005.

ROSS S.A., **WESTERFIE R.W. ET JAFF. F.**, « **Finance Corporate**, Dunod, Paris, 2005.

VERNIMMEN, **Finance d'entreprise**, Ed. 6, Dalloz, Paris, 2005.

Articles et revus

Article économique de Fella MIDJEK, le journal EL WATAN économie du 2 mai au 8 mai 2011.

Article économique de Mohamed NAILI, le journal EL WATAN économie du 2 mai au 8 mai 2011.

Article économique de Philippe DE BAUER, le journal EL WATAN économie du 2 mai au 8 mai 2011.

BAKER M.P ET WURGLER.J, **Market timing and capital structure**, working paper, 2002.

Becker et Wurgler 2002, Korajczyk et Levy 2003 et Lemmon et Zender 2003 et Autore et Kovacs 2005.

Berger et Udell 1998, Gersick, Davis, McCollom Hampton et Lansberg 1997.

Bradley M. et al. **On the existence of an optimal capital structure : Theory and evidence**, journal of finance, 39,1984.

Bulletin d'information et statistique n°17 du Ministère des PME, 1er semestre 2010.

DONALDSON.G, **managing Corporate Wealth : The Operations of a Comprehensive Financial Goals System**, Praeger Publishers, 1984.

HARRIS M. & RAVIV A., **The Theory of Capital Structure**, The Journal of Finance, 46 (1), 1991.

Jalilvand.A, Harris R.S, **Corporate behavior in adjusting to capital structure and dividend targets : An economic study**, journal of finance 39, 1984.

JENSEN.M et MECKLING .W, **Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and capital structure**, Journal of Financial Economics 3, 1976.

L'ACTUEL, le magazine de l'économie et de partenariat international, mars 2010.

La loi d'orientation sur la promotion de la PME n° 01-18 du 12.12.2001, Ministère de PME et de l'Artisanat.

Long M.S et Malitz E.B, **Investment patterns and financial leverage**, In: Friedman, B. (Ed), Corporate Capital Structures in the United States.University of Chicago Press, Chicago, IL, 1985.

M&M, **Some estimates of the cost of capital to the electric utility industry, 1954-1957**, American Economic Review 57.

Mackie-Mason et Jeffrey, **Do taxes affect corporate financing decisions ?**, Journal of finance 45, 1990.

Marsh.P, **The choice between equity and debt : an empirical study**, journal of finance 37, 1987.

Miller. M, **Debt and taxes**, Journal of Finance, vol n°2, mai 1977.

Ministère de la Petite et Moyenne Entreprise, et de l'Artisanat, bulletin d'information, statistiques n° 15, 1^{er} semestre 2009.

Modigliani .F et Miller. M, **Corporate Income Taxes and the Cost of Capital: A Correction**, American Economic Review, juin 1963.

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

MULKAY B. & SASSENOU M, **La hiérarchie des financements des investissements des PME**, Revue économique, 46 (2) ,1995.

MYERS. S.C, **The Capital Structure Puzzle**, Journal of Finance 39, juillet 1984.

RAJAN G.R & ZINGALES.L, **What Do We Know About Capital Structure? Some Evidence From International Data**, The Journal of Finance, 50 (6), 1995.

Schwartz.E et Aronson.R, **Some surrogate evidence in support of the concept of optimal financial structure**, Journal of finance 22, 1967.

Shyam-Sunder.L and Myers S.C, **Testing static tradeoff against pecking order models of capital structure**, Journal of financial Economics 51, 1999.

Smith C.W et Watts R.L, **the Investment opportunity set and corporate financing, dividend, and compensation policies**, Journal of financial Economics 32, 1992.

Taggar R.A, **A model of corporate financing decisions**, journal of finance 32, 1977.

Titman .S et wesseles.R, **The determinants of capital structure choice**, journal of finance 43, 1988.

Mémoires universitaires :

ASBAI Mohand Tahar et al. , **les déterminants de la structure financière des entreprises privées algériennes : Cas PME/PMI**, mémoire de fin de cycle d'ingénieur d'état en Statistique et Economie Appliquée, ENSSEA, 2013.

TABOURI Younes, **Les Différentes Sources de Financement des PME : Cas FGAR**, mémoire de fin d'études d'ingénieur d'état en Statistique et Economie Appliquée, ENSSEA, 2013.

Sommaire.....	I
Liste des figures.....	II
Liste des tableaux.....	III
Liste des abréviations.....	V
Résumé	VII
Introduction générale	A
Chapitre 1 : la PME en Algérie, ses sources de financement et son importance dans l'économie algérienne.....	1
Section 1 : La PME en Algérie	2
1. Définition.....	2
2. La répartition des PME en Algérie.....	4
2.1. Les PME privés	4
2.2. Les PME publiques.....	5
3. Quelques statistiques sur les PME en Algérie.....	5
3.1. Évolution comparative du nombre de PME.....	5
3.2. Evolution des PME/PMI en Algérie durant 2003 – 2010.....	6
Section 2 : Les contraintes et les opportunités liées au développement des PME en Algérie	8
1. Les contraintes	8
1.1. Les causes internes à l'entreprise.....	8
1.2. 1. Techniques et technologies de production peu appropriées.....	8
1.1.2. Insuffisance de respect des normes/standards de qualité	8
1.1.3 L'insuffisance qualitative et quantitative des ressources humaines	9
1.1.4. Une faible utilisation de technologie d'information et de communication.....	9
1.1.5. Les difficultés d'accès au marché extérieur.....	10
1.3 .Les causes externes à l'entreprise.....	10
1.2.1. Les contraintes liées au financement des PME en Algérie.....	10
1.2.2. Les contraintes liées à l'administration publique.....	11
1.2.3. Les contraintes liées au système juridique et judiciaire	11
1.2.4. Les contraintes liées au système fiscal	12
1.2.5. Les contraintes liées à l'administration douanière	12

1.2.6. Les contraintes liées au marché informel	12
1.2.7. Les contraintes d'accès à l'information	13
1.2.8. Les contraintes liées au marché foncier	13
2. Les opportunités	13
2.2 . Institutions de soutien et d'accompagnement.....	13
2.1.1. Caisse Nationale d'Assurance Chômage (CNAC - 1994)	14
2.1.2. Agence Nationale de Soutien de d'Emploi des Jeunes (ANSEJ - 1996).....	14
2.1.3. Agence de Développement Social (ADS - 1996).....	14
2.1.4. Agence Nationale de Développement des Investissements (ANDI -2001).....	14
2.1.5. Fond de Garantie des Crédits aux Petites et Moyennes Entreprises (FGAR - 2002)	15
2.1.6. Agence Nationale de Gestion des Microcrédits (ANGEM - 2004).....	15
2.1.7. Fond National de Promotion des Activités Artisanales (FNPAAT).....	15
Section 3 : les sources de financement des PME.....	16
1. La distinction entre fonds propres et dette.....	16
2. Le financement par les fonds propres.....	16
2.1. Titres de propriété (pour les entreprises cotées).....	16
2.2. La richesse des propriétaires (pour les entreprises non-cotées).....	16
2.3. Société de capital-risque.....	17
3. Les quasi-fonds propres.....	17
4. Le financement par la dette.....	17
4.1. La dette bancaire.....	17
4.2. Le crédit-bail : leasing.....	17
4.3. Les obligations.....	18
5. Le financement des PME familiales.....	18
6. Le financement des PME en Algérie.....	18
Section 4 : Importance et rôle des PME/PMI pour le développement économique algérien.....	20
1. La création d'emploi	20
2. La création de la valeur ajoutée	20
3. La distribution des revenus	21
4. L'apport technologique	21
Conclusion du premier chapitre.....	22

Chapitre 02 : la structure financière, aspects théorique et empirique.....	23
Section 01: Structure financière et valeur de l'entreprise.....	24
1. l'approche traditionnelle	24
1.1. Analyse par l'effet de levier comptable.....	24
1.2. L'analyse par l'effet de levier financier	25
2. L'approche de Modigliani- Miller (M & M)	25
2.1. Les hypothèses de l'approche M&M	25
2.2. Proposition I de M&M	26
2.2.1. Principe de raisonnement	26
2.2.2. Démonstration de la proposition I	26
2.3. Proposition II de Modigliani et Miller	27
2.3.1. Principe de raisonnement	27
2.3.2. Démonstration de la proposition II	27
2.4. Apports et limites de l'approche M&M	28
3. la structure financière et la prise en compte de l'impôt	28
3.1. Proposition I de M &M avec impôt sur les sociétés	28
3.2. Proposition II de M&M avec impôt sur les sociétés.....	29
3.3. Modèle de Miller : Intégration de l'impôt sur les revenus des personnes	29
4. La structure financière et le coût de faillite	30
4.1. La probabilité de faillite	30
4.2. Les coûts de faillite	30
4.2.1. Les coûts directs de faillite	30
4.2.2. Les coûts indirects de faillite	31
4.3. Structure financière et coûts de faillite.....	31
5. L'intégration des coûts de faillite et l'avantage fiscal : Trade Off Theory (TOT).	31
5.1. Les limites de la TOT	32
Section 02 : Structure financière et nouveaux courants de la finance moderne.....	33
1. Théorie d'agence.....	33
1.1. Les coûts d'agence des fonds propres	33
1.2. Les coûts d'agence de la dette	34
2. La théorie de signal	35
2.1. Définition du signal.....	35
2.2. La structure financière comme un signal au marché	35

2.2.1. L'endettement : un signal sur la performance de l'entreprise	35
2.2.2. Augmentation du capital : un signal sur la performance de l'entreprise	36
3. la théorie Pecking Order : Hiérarchisation des Sources de Financement.....	36
3.1. Pouvoir explicatif de la Théorie Pecking Order	37
3.2. Limites de la Théorie Pecking Order	37
4. structure financière et cycle de vie de l'entreprise	38
4.1. Cycle de vie et l'endettement	38
4.1.1. Le démarrage	38
4.1.2. La phase d'expansion	38
4.1.3. La phase de forte croissance	38
4.1.4. La phase de maturité	39
4.1.5. Le déclin	39
4.2. Limite de l'analyse par cycle de vie	40
5. Autres méthodes de déterminer la structure financière.....	40
5.1. La théorie du Market Timing	40
5.2. Méthode des entreprises dites comparables.....	41
5.3. Structure financière, inflation et croissance	41
5.4. La flexibilité financière	42
5.5. L'intensité de la main d'œuvre	42
Section 03 : Etudes empiriques sur la structure financière.....	43
1. La théorie Pecking Order vs la théorie du Trade-off	43
2. test empirique de Shyam-Sunder et Myers	45
Section 04 : Etudes empiriques des PME.....	46
1. La structure financière des entreprises industrielles marocaines	46
1.1. Présentation de l'étude.....	46
1.2. Les résultats de l'étude	49
1.3. Analyse critique	50
2. la structure financière des PME de Congo	51
2.1. Présentation de l'étude.....	51
2.2. Les résultats de la régression	52
Conclusion du deuxième chapitre	55
Chapitre 03 : Étude empirique.....	56

Section 01 : Le plan d'échantillonnage et la construction de la base de données.....	57
1. La source des données, présentation de la structure d'accueil.....	57
2. Description des données	58
2.1. La population ciblée	58
2.2. Construction de l'échantillon	58
2.3. Nature des données	58
2.3.1. Les données comptables	58
2.3.2. Les données extracomptables	58
Section 02 : Analyse descriptive de la base de données.....	60
1. Le bilan moyen des entreprises BTP.....	60
1.1. Analyse de l'actif	61
1.2. Analyse du passif	61
1.3. L'équilibre financier	62
2. Le ratio d'endettement des PME algériennes	62
2.1. Le niveau d'endettement total.....	62
2.2. Distribution du ratio d'endettement.....	63
3. le TCR moyen des entreprises BTP.....	65
4. Analyse de la structure de propriété et forme juridique	65
Section 03 : Les déterminants de la structure financière des entreprises BTP algériennes.....	67
1. Définition des différentes variables dépendantes	67
2. Définition des différentes variables indépendantes	67
2.1. Les variables spécifiques des PME	67
2.2. Les variables relatives aux propriétaires	70
3. La mise en œuvre du modèle économétrique	71
4. Résultat de l'investigation empirique dans les entreprises BTP	72
5. Interprétation des résultats	73
Conclusion du troisième chapitre.....	77
Conclusion générale	78
Bibliographie	i

Liste des annexes.....iv

