

Ministère de l'Enseignement Supérieur et de la Recherche Scientifique

École Supérieure de Commerce

E.S.C

Mémoire de fin d'études en vue de l'obtention d'un diplôme de

Master En Sciences Commerciales et Financières

Option : FINANCE D'ENTREPRISE

Thème :

**L'analyse de l'impact des effets des leviers
opérationnels et financiers sur la valeur de
l'entreprise .**

Cas : GRTGspa-SONELGAZ

Présenté par :

M^{lle} BENMOUSA Yasmine

Encadrant :

Pr . MERHOUN Malek

Lieu de stage : GRTGspa-SONELGAZ

Période de stage : du 21/02/2022 au 21/03/2022

Année universitaire : 2021 - 2022

Dédicaces

*Je dédie ce mémoire à mon inestimable mère **Yamina** pour tout le soutien qu'elle m'a apporté durant ces longues années d'études , à mon très cher père **Amar** qui m'a orienté vers le bon chemin pour pouvoir aboutir à la concrétisation de ce projet de fin d'étude , à ma précieuse cousine **Lina Lamis** qui m'a soutenu moralement tout le long de cette épreuve , à ma chère amie **Hadjer** pour son aide , ainsi qu'à l'ensemble de mes amis , collègues et tous ceux qui ont fait de mes cinq ans passés à l' ESC une belle expérience .*

Remerciements

Au nom de Dieu le tout puissant , le plus grand remerciement lui revient pour m'avoir donner le courage , la force et la patience d'achever ce modeste travail .

*Mes sincères remerciements à mon encadrant, **Pr . MERHOUN Malek** , pour ses très nombreux conseils , sa grande patience ainsi que son approche pédagogique de qualité .*

*je tiens à exprimer ma plus grande gratitude et remercier profondément mon encadrante de stage Madame **RAHMANI Anissa** , pour sa disponibilité , son engagement et bienveillance , son partage de savoir et de connaissances ainsi que son soutien .*

Je tiens à remercier les membres du jury d'avoir consacré de leur précieux temps pour lire et évaluer ce mémoire , ainsi que leurs remarques et critiques permettront d'améliorer ce travail.

SOMMAIRE

Dédicace

Remerciements

Liste des tableaux..... II

Liste des figures..... IV

Liste des acronymes..... V

INTRODUCTION GENERALE.....A

CHAPITRE I: Les leviers opérationnels et financiers

Section 01 : Le levier opérationnel3

Section 02 : Le levier financier18

CHAPITRE II: La valeur de l'entreprise

Section 01 : Les éléments affectant la valeur de la firme33

Section 02 : La relation de la structure du capital et de l'effet de levier avec la valeur de la firme48

CHAPITRE III: Étude empirique sur la relation entre les leviers

opérationnels et financiers et la valeur de l'entreprise : cas de la

société GRTGspa-SONELGAZ

Section 01 : Introduction à l'organisme sujet d'étude63

Section 02 : Diagnostic financier de la GRTG et concrétisation de la relation entre les leviers opérationnels et financiers et la valeur de l'entreprise67

CONCLUSION GENERALE97

BIBLIOGRAPHIE102

ANNEXES.....109

TABLE DES MATIERES.....120

LISTES DES TABLEAUX

No Tableau	Titre	Pages
Tableau 1	Exemple de comparaison entre plusieurs alternatives d'EPS	25
Tableau 2	Représentation des éléments de l'actif des bilans des années (2016-2018) et leurs pourcentages .	68
Tableau 3	Représentation des éléments du passif des bilans des années (2016-2018) et leurs pourcentages	69
Tableau 4	Représentation des éléments de l'actif des bilans des années (2019-2020) et leurs pourcentages .	70
Tableau 5	Représentation des éléments du passif des bilans des années (2019-2020) et leurs pourcentages.	71
Tableau 6	L'autonomie financière de la GRTG exprimée en pourcentage pour les années (2016-2020).	73
Tableau 7	L'indépendance financière de la GRTG exprimée en pourcentage pour les années (2016-2020).	73
Tableau 8	L'endettement de la GRTG exprimée en pourcentage pour les années (2016-2020).	74
Tableau 9	La solvabilité générale de la GRTG exprimée en pourcentage pour les années (2016-2020).	75
Tableau 10	Le FRN de la GRTG pour les années (2016-2020).	76
Tableau 11	Le BFR de la GRTG pour les années (2016-2020).	77
Tableau 12	La trésorerie de la GRTG pour les années (2016-2020).	78
Tableau 13	La liquidité générale de la GRTG pour les années (2016-2020).	79
Tableau 14	Le financement propre de la GRTG pour les années (2016-2020).	79
Tableau 15	L'évolution des SIG de la GRTG pour les années (2016-2018) .	80
Tableau 16	L'évolution des SIG de la GRTG pour les années (2018-2020) .	82

Tableau 17	L'intégration de la VA de la GRTG pour les années (2016-2020).	85
Tableau 18	La marge d'exploitation de la GRTG pour les années (2016-2020).	85
Tableau 19	Le DOL de la GRTG pour les années (2016-2020).	86
Tableau 20	Le ROA de la GRTG pour les années (2016-2020).	87
Tableau 21	La rentabilité économique de la GRTG pour les années (2016-2020).	88
Tableau 22	La rentabilité financière de la GRTG pour les années (2016-2020).	89
Tableau 23	Le DFL de la GRTG pour les années (2016-2020).	90
Tableau 24	L'effet de levier de la GRTG pour les années (2016-2020).	91
Tableau 25	Calcul de l'ANC pour les années (2016-2020) .	93

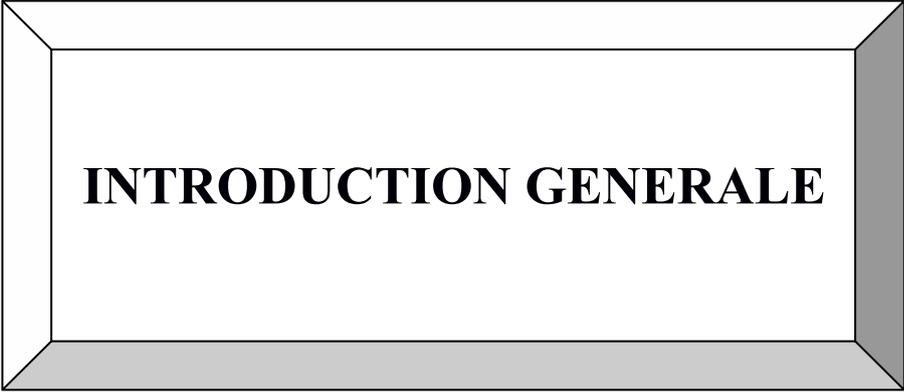
LISTE DES FIGURES

No figure	Titre	Pages
Figure 01	Représentation graphique du seuil de rentabilité	16
Figure 02	Les éléments clés entrants dans la valorisation de la firme .	33
Figure 03	Les éléments constituant l'opportunité d'investissement .	43
Figure 04	Les composantes de la valeur de l'entreprise .	48
Figure 05	Représentation graphique du coût du capital suivant la première supposition.	50
Figure 06	La valeur de l'entreprise endettée en présence de la fiscalité , des coûts de faillite et d'agence .	53
Figure 07	Représentation graphique de la valeur de la firme suivant les théories abordées.	54
Figure 08	Représentation de la théorie de l'ordre hiérarchique .	56
Figure 09	Les outils de mesure de la profitabilité .	57
Figure 10	Organigramme de l'entreprise	64
Figure 11	Organigramme de la direction finances , comptabilité et contrôle de gestion	65
Figure 12	Représentation graphique de l' évolution parallèle du DOL et du DFL .	94
Figure 13	Représentation graphique de l' évolution de l'ANC.	94

LISTE DES ACRONYMES

ANC	Actif net corrigé
BFR	Besoin en fond de roulement
BPA	Bénéfice par action
CA	Chiffre d'affaire
CAeq	Chiffre d'affaire d'équilibre
CP	Capitaux propres
CREG	Commission de Régulation de l'Électricité et du Gaz
CT	Cout total
CV	Cout variable
D	Debt
DFL	Degree of financial leverage
DMLT	Dettes à moyen et long terme
DOL	Degree of operating leverage
DP	Dividende partagé
E	Equity
EBE	Excédent brute d'exploitation
EBIT	Earning before interest and taxes
EPS	Earning per share

EV	Entreprise value
FRN	Fond de roulement net
Kd	Cout de la dette
Ke	Cout des fonds propres
MCV	Marge sur coût variable
MS	Marge de sécurité
NA	Nombre d'actions
RE	Rentabilité économique
RF	Rentabilité financière
ROA	Return on assets
ROCE	Return on capital employed
ROE	Return on equity
T	Taux d'impôt
TN	Trésorerie nette
VD	Valeur disponible
VD	Value of debt
VE	Valeur d'exploitation
VE	Value of equity
VI	Valeur immobilisée
VR	Valeur réalisable
WACC	Weighted average cost of capital



INTRODUCTION GENERALE

Introduction générale

Depuis le début de la création de l'entreprise et passant par ses différents cycles de vie successifs, la conceptualisation de la valeur financière est dirigée dans divers sens plus ou moins relatifs aux outils d'analyses d'une part et au diagnostic interne et externe de l'autre . Le diagnostic externe cherche à cerner les atouts concurrentiels de l'entreprise , ses opportunités et ses menaces au sein de son secteur d'activité , pour pouvoir entreprendre des actions qui lui en seront bénéfiques , par contre , le diagnostic interne , mise à mettre en avant les forces de l'entreprise pour mieux les exploiter et les faiblesses pour les corriger .

Cependant , la prise en compte de cette démarche , dans un contexte financier ramène à distinguer d'une part les divers outils d'analyse permettant la bonne exécution des opérations entreprises par la firme durant ses différentes phases , et à divulguer de l'autre , l'impact que produisent les composants de ses cycles d'exploitation et de financement sur l'atteinte de ses objectifs , ainsi que ses résultats et donc sur sa valeur .

Sur ce, l'objet de ce travail de recherche peut être définie via l'élaboration et la définition d'une problématique accentuée précisément sur les facteurs clé de l'étude , qui y sont les leviers opérationnels , financiers et la valeur de la firme et sur une trilogie de questions et d'hypothèses.

1. La problématique de recherche .

Notre étude a pour objectif de mettre en relief l'impact qu'ont les leviers opérationnels et financiers sur la valeur de l'entreprise , cependant , cela sera réalisable qu'après avoir étudié l'effet des indicateurs de ces leviers et les éléments qui peuvent les affecter , d'autant plus qu'il serait nécessaire d'aborder le concept de la valeur de l'entreprise et ses piliers fondateurs , l'impact des effets des leviers sur la valeur de la firme sera donc étudié suivant une étude analytique descriptive . Suivant ce cheminement d'idées , la problématique de recherche est formulée de la manière suivante : **En quels sens est affectée la valeur de la société en misant sur l'effet des indices de mesure d'endettement et de performance ?**

Pour traiter cette problématique , il est nécessaire de la subdiviser en questions secondaires :

- En quoi consiste la fiabilité des leviers opérationnels et financiers en tant qu'indicateur et outils de valorisation ?
- La croissance ou la baisse de la valeur financière et économique de la société est elle dû d'une grande manière aux facteurs d'analyse de court et moyen termes ?
- Quel est l'impact relationnel et mutuel des leviers opérationnels et financiers sur la valeur de la société objet de l'étude ?

2. Les hypothèses .

Afin de répondre à ces questions , on a formulé à savoir les hypothèses suivantes :

- Les leviers opérationnels et financiers représentent une majeure référence en matière de mesure de la valeur.
- La fluctuation de la valeur de l'entreprise est liée aux variables explicatives de son cycle de production, qui auront des répercutions sur celles du moyen terme, donc un effet sur la valeur global , cet effet est à double sens.
- Il y' a une forte implication que la volatilité ou stabilité de la valeur de l'entreprise sujet de l'étude est dû en grande partie à l'évolution transitionnel des effets de leviers opérationnels et financiers.

3. Justification du choix du thème .

La capacité de mesurer l'ampleur de l'impact des différents effets spécifiques à l'endettement et à la performance de l'entreprise peut être considérée comme un atout considérable pour l'évaluation globale de la valeur de la firme et donc son positionnement au sein de son secteur et vis-à-vis des sociétés voisines d'une perspective financière, de plus son apport aux différentes structures financières nationales.

La présente étude a pour but d'essayer de contribuer à la mise en œuvre et l'application directe des indices et outils d'analyse et de mesure financière et économique au sein de la société sujet de l'étude.

4. Les études antérieures .

À travers ce point nous allons essayer de présenter des études jugées récentes et qui se différencient en optant chacune pour des méthodes de recherches différentes en ce qui concerne l'analyse de l'impact des leviers sur la valeur de l'entreprise .

- **L' étude de Kristanto et Lasdi (2021) .**

Cette étude a été centré autour de l'effet de la composante du levier financier sur la valeur de l'entreprise dans un contexte de responsabilité environnemental . La population de cette recherche est constituée des entreprises du secteur minier cotées à la Bourse d'Indonésie pendant la période 2014-2018 en utilisant la méthode d'échantillonnage non aléatoire et la régression linéaire multiple comme technique d'analyse des données et en mesurant l'effet de levier par le ratio : $LEV = (\text{passif total}) / (\text{capitaux propres totaux})$ et la valeur de l'entreprise par $PBV = (\text{prix du marché par action}) / (\text{valeur comptable par action})$. Les résultats de cette étude indiquent que la variable de la divulgation des gaz à effet de serre et de la rentabilité a un effet positif significatif sur la valeur de l'entreprise tandis que l'effet de levier n'a pas d'effet significatif sur la valeur de l'entreprise, ceci est dû au fait que le montant de la dette détenue par l'entreprise n'est pas une préoccupation majeure pour les investisseurs, car ceux-ci sont plus préoccupés par la façon dont la direction utilise la dette de manière efficace et efficiente pour développer l'entreprise.

- **L'étude de Yinusa and al (2021) .**

L'étude a examiné l'impact du levier d'exploitation sur la valeur de l'entreprise des entreprises manufacturières cotées au Nigeria. L'étude a sélectionné 22 entreprises manufacturières (secteur des biens de consommation) cotées à la Bourse du Nigeria de 2013 à 2019. Les données utilisées pour cette étude sont des données de panel. Le levier opérationnel est mesuré par trois ratios : DVAS (Variabilité des ventes), DVPCBIT (Variabilité du bénéfice avant intérêts et impôts), OPLE (Lever d'exploitation de l'actif). Le résultat de cette étude a révélé que la DVAS a un effet négatif non significatif sur la valeur de l'entreprise tandis que DVPCBIT a un effet positif non significatif sur la valeur de l'entreprise et OPLE a un effet négatif significatif sur la valeur de l'entreprise. Sur la base des résultats de l'étude, il a été

recommandé que les entreprises bénéficient de la variabilité rapide des actifs fixes par rapport aux actifs courants, car la transformation du coût fixe en coût variable influence les ventes et le profit à long terme.

- **L'étude de Laghari (2019) .**

L'étude a comme but d'examiner l'impact des facteurs de risque commercial et financier qui sont le DOL et le DFL respectivement sur la valeur de l'entreprise. L'échantillon a porté sur les secteurs suivants : secteur chimique, secteur automobile, ciment, sociétés de commercialisation de pétrole et de gaz, sucre et industries connexes de 2005 à 2009 et a utilisé les données de panel des variables PBIT, PBT, Total Sales et Market return pour calculer les variables DOL, DFL et la valeur de l'entreprise (V). Les valeurs des variables (DOL, DFL et V) sont ensuite utilisées pour déterminer l'impact de DOL et DFL sur la valeur de l'entreprise (V) en utilisant la technique de régression simple. Les résultats de l'étude suggèrent qu'il existe un degré considérable de corrélation entre le PBIT et les ventes, et entre le PBT et le PBIT. Cette corrélation indique la présence de risques commerciaux et financiers dans les entreprises de l'économie pakistanaise ce qui influe les investisseurs de comprendre l'impact des décisions opérationnelles et financières de l'entreprise sur sa valeur.

- **L'étude de Gupta and Kumar (2016) .**

Cette étude vise à examiner empiriquement l'association entre le degré de levier, opérationnel et financier, et la valeur de l'entreprise dans le contexte d'une examination de 231 entreprises manufacturières cotées au National Stock Exchange (NSE) en Inde sur une période allant de 2002 à 2011. Les variables indépendantes, telles que les degrés de levier opérationnel et financier, et la variable dépendante basée sur le prix du marché, appelée ratio prix-bénéfice comme indicateur de la valeur de l'entreprise, sont utilisées pour examiner cette relation en utilisant des modèles de régression simple des moindres carrés ordinaires au niveau de l'entreprise individuelle et du portefeuille d'entreprises. Les résultats de cette étude montrent une relation négative significative entre la valeur de l'entreprise et le degré de levier opérationnel et une relation non significative entre la valeur de l'entreprise et le degré de levier financier tant au niveau de l'entreprise individuelle que du portefeuille d'entreprises. En utilisant les données d'un pays comme l'Inde, l'un des marchés émergents à la croissance la plus rapide dans le monde, cette étude fournit un aperçu important de l'effet des leviers sur la

valeur de l'entreprise, l'association entre les variables comptables indépendantes et la variable dépendante basée sur le prix de l'action, aux praticiens, aux chercheurs et aux gestionnaires financiers.

5. Méthodologie de la recherche .

Cette recherche sera basée essentiellement sur une approche descriptive et analytique, qui est une étape préliminaire de traitement de données afin de synthétiser les données recueillies et d'en tirer des informations utiles et mettre en évidence des relations qui ne seraient pas visibles autrement.

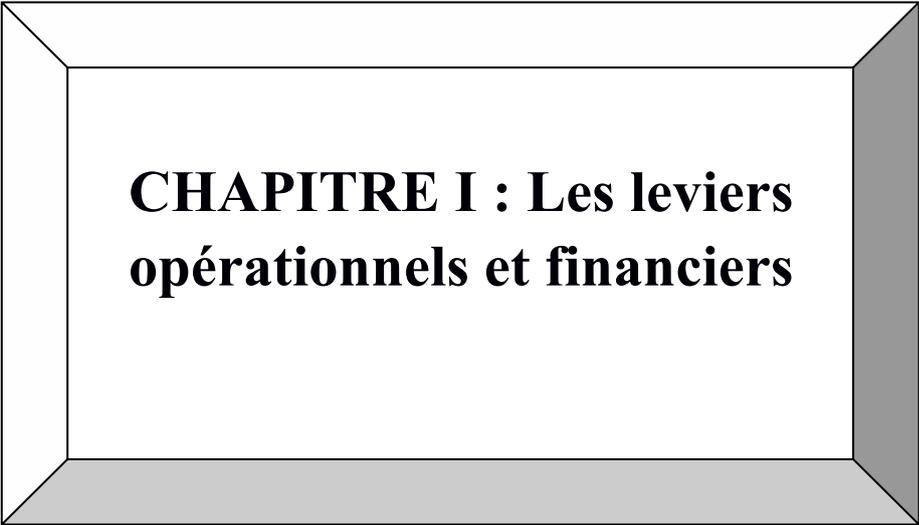
6. Structure globale du mémoire .

Ce travail de recherche sera divisé en trois chapitre .

Le premier chapitre portera sur l'étude distinctive du levier opérationnel et du levier financier en rapportant la littérature sur laquelle sont fondés ces derniers , afin de faire ressortir les éléments jugés nécessaires à être abordé par les théoriciens dans l'étude de ces leviers , puis l'étude procédera à la détermination du rôle accordé à chacun des deux dans la gestion financière de l'entreprise .

Le deuxième chapitre sera centré autour de la valeur de l'entreprise . Dans la première section , l'étude s'étalera sur un volet large , déterminant ainsi les grands piliers qui servent à déterminer la valeur de la firme , puis prendra un tournant plus étroit en se focalisant sur la relation de la structure du capital avec la valeur de la société , pour enfin en déduire la relation , d'une perspective basée sur les études empiriques des chercheurs , entre les leviers opérationnels et financiers et la valeur de l'entreprise .

Le troisième chapitre portera sur une étude sur terrain en considérant l'entreprise GRTGspa-SONELGAZ comme organisme sujet d'étude . l'étude sera établie suivant une méthode analytique descriptive par le biais des documents financiers accordés par l'entreprise afin d'en déduire l'impact des leviers sur la valeur de la société en tenant en compte les contraintes réalistes auxquelles fait face l'entreprise .



**CHAPITRE I : Les leviers
opérationnels et financiers**

Introduction du premier chapitre

Un levier mécanique fait preuve de correcte utilisation quand la force qu'il applique à un certain point permet d'agrandir et d'amplifier une autre force en un mouvement plus important en un autre point. Cela est remarquable généralement dans le mécanisme d'utilisation d'un pied-de-biche, mais reflète tout de même un volet majeur au sein de l'entreprise ¹.

L'entreprise, pour augmenter ses résultats et pour l'enchaînement d'une croissance continue et perpétuelle, utilise deux types de leviers : les leviers opérationnels et financiers. Le premier concerne le cycle d'exploitation de la firme et donc agit sur l'ensemble des ventes, le deuxième agit sur la structure du capital de l'entreprise en prenant en compte sa capacité d'atteindre l'objectif primaire de toute entreprise qui est la maximisation de la richesse et de la valeur de la firme sous contrainte de financement par endettement.

L'intérêt de ce chapitre portera sur la question suivante : **En quoi consiste la fiabilité des leviers opérationnels et financiers en tant qu'indicateurs et outils de valorisation ?**

Pour cette raison, l'étude portera sur les théories fondamentales supportant les deux leviers et le rôle de ces leviers dans la gestion financière de l'entreprise, car bien que le levier d'exploitation ou opérationnel et le levier financier soient des concepts discutés et analysés depuis des décennies, il existe des disparités importantes dans la manière dont ils sont définis et mesurés par les théoriciens et praticiens.

¹ BRIGHAM (E) and EHRHARDT (M) : *Financial management*, SOUTH-WESTERN Cengage learning, Mason, 2009, p. 602.

Section 01 : Le levier opérationnel .

L'entreprise pour pouvoir progresser durant ses cycles de vie et mener son activité , utilise un ensemble de moyens spécifiques à chaque phase de son exercice . La phase du court terme désigne régulièrement le cycle d'exploitation de l'entreprise qui est l'ensemble des opérations nécessaires à la réalisation des activités commerciales , économiques et productives , mettant en œuvre une combinaison d' éléments engendrant des coûts fixes et variables .

La connaissance des déterminants internes et externes de ces coûts ainsi que leur ampleur permet aux dirigeants de la firme de mieux positionner leur stratégies et politiques concernant la nature de leur output ainsi que toutes autres modalités qui va avec, telles que la durée d'achèvement , la quantité et l'utilisation finale au delà du processus d'exploitation . Parmi les déterminants associées au cycle d'exploitation de l'entreprise on trouve le levier d'exploitation .

Le levier d'exploitation peut être défini comme la capacité de l'entreprise à utiliser des coûts d'exploitation fixes pour amplifier les effets des variations des ventes sur son bénéfice avant intérêts et impôts. Le levier d'exploitation se compose de deux coûts importants, à savoir les coûts fixes et les coûts variables.

On dit qu'une entreprise a un levier d'exploitation élevé si elle utilise une grande quantité de coûts fixes et une petite quantité de coûts variables. Ainsi, le degré de levier d'exploitation dépend de l'importance de la structure des coûts.

Cependant , la formulation du concept de levier opérationnel ou d'exploitation s'est diffusée tout au long du siècle précédent passant par diverses définitions de collaborateurs et praticiens .

1. Littérature et théories fondamentales du levier opérationnel.

Le concept a vu le jour avec les apports de Brigham et Wetson en 1969 qui ont expliqué

la notion du levier opérationnel en rapport avec les coûts de la firme : "*des coûts fixes élevés et des coûts variables faibles sont à l'origine de la plus grande variation en pourcentage des bénéfices, à la hausse comme à la baisse.*" Cela va démontrer la présence du levier d'exploitation à chaque fois qu'une entreprise a des coûts d'exploitation fixes, quel que soit le volume. À long terme, bien sûr, tous les coûts sont variables. Par conséquent, l'analyse porte nécessairement sur le court terme et cela peut être caractérisée par l'engagement de l'entreprise dans l'espoir que le volume des ventes produirait des revenus plus que suffisants pour couvrir tous les coûts d'exploitation fixes et variables.

À fin de connaître l'ampleur de l'effet du levier d'exploitation il faut se référer à l'industrie du transport aérien qui est l'un des exemples les plus spectaculaires, où une grande partie des coûts d'exploitation totaux est fixe. Au-delà d'un certain taux d'équilibre, chaque passager supplémentaire représente essentiellement un bénéfice d'exploitation direct (bénéfice avant intérêts et impôts, ou EBIT) pour la compagnie aérienne.¹

Les traitements du levier d'exploitation par Van Home² fut par considération de son intérêt dans "*l'utilisation d'un actif à coût fixe dans l'espoir de générer des revenus suffisants pour couvrir tous les coûts fixes et variables*" , puis par la concrétisation du concept du degré de levier d'exploitation (DOL) qui explique³ la variation en pourcentage du résultat d'exploitation (ou EBIT) qui résulte d'une variation en pourcentage donnée des ventes.

1.1. Le levier opérationnel et le risque commercial .

La notion du levier d'exploitation affecte plusieurs parties essentielles de l'analyse de la firme , à titre d'exemple , en terme d'importance pour le risque commercial de l'entreprise,

¹ PARK (S.B.) and LEE (S.) : « *A Study on the Association between Operating Leverage and Risk: The Case of the Airline Industry* » in International journal of economics and finance , No 8 , August 2018 , pp 120-125 .

² VANHORNE (J.C.) : « *Financial management and policy* » 3rd edition, Englewood Cliffs, New Jersey, Prentice-Hall Inc., 1974 p. 696-704.

³ BRIGHAM (E) and EHRHARDT (M) : op.cit . p. 604.

Bierman et Hass¹ supposent à la fois une structure de coûts constante et une distribution de probabilité de la quantité vendue, à fin de dériver des formules pour la moyenne, l'écart type et le coefficient de variation du résultat d'exploitation. Ils démontrent ensuite comment une augmentation des coûts fixes augmente le coefficient de variation du résultat d'exploitation, augmentant ainsi le risque commercial.

D'un point de vue macroéconomique, Reilly et Bent² dans leur livre essayent de définir, mesurer et analyser le concept de levier d'exploitation. Faisant valoir que la spécification du DOL ne mesure que l'effet de la combinaison des coûts fixes et variables, et étant donné que les entreprises ne présentent pas complètement leurs coûts fixes et variables, ils dérivent des approximations qui, selon eux, seront fortement corrélées avec cette proportion et utilisent ces approximations pour analyser le levier d'exploitation au niveau sectoriel et de l'entreprise pour montrer les divergences d'une industrie à une autre dans l'utilisation du levier d'exploitation.

1.2. Le changement du contexte d'utilisation du levier opérationnel.

Bien que le levier opérationnel soit en relation directe avec les coûts de la firme, il est aussi sujet à d'autres effets internes et externes constituant le niveau microéconomique de l'entreprise. Cette variété de phénomènes économiques³ peut entraîner des changements dans le risque d'affaire ou bien le risque commercial d'une entreprise. L'entrée et la sortie de rivaux du secteur et l'évolution de l'offre de produits et services de substitution et complémentaires peuvent modifier la demande de l'entreprise.

¹ BIERMAN (H) , and HASS (J) , : *An Introduction to Managerial Finance* W W Norton & Co Inc 1st

edition , New York, 1973. p. 93-98.

² ABEDIN (M.T.) , SEN(K.K.) and AKTER(M.): « *Determinants of Net Capital Expenditure Cash Outflows: Evidence from the Pharmaceutical Sector of Bangladesh* » in *Asian journal of accounting perspective* No 10 , 2017 , pp 73-98

³ STOWE (D.) and INGEN (C.) . :« *microeconomic influences on operating leverage*» , in *Journal of Economics and Business*, Missouri , 1984, p 233-241

Si la demande d'un bien ou d'un service est procyclique¹ et est en parfaite corrélation avec le cheminement du cycle économique de l'entreprise, le levier d'exploitation de l'entreprise serait sensible au cycle économique².

Parmi les facteurs affectant le cycle économique on y trouve, les actions des fournisseurs et des syndicats ainsi que et les structures réglementaires et fiscales du gouvernement³ qui pourraient agir sur le levier d'exploitation, tout comme les avancées technologiques en matière de production ou de marketing.

Évidemment, de nombreux événements économiques ne modifieraient pas de manière significative le levier d'exploitation de l'entreprise, mais il y a aussi des épisodes où ces événements ont un impact important. Cela a inspiré certains auteurs à la prise en compte de facteurs dynamiques aux changements touchant le niveau microéconomique de la firme à la place du modèle initial d'évaluation du levier opérationnel de seuil de rentabilité basé essentiellement sur les contraintes⁴ parfaites de court terme, de maximisation du profit de la firme en tenant compte de sa position plus ou moins monopolistique sur le marché, la croissance du niveau d'output, et les contraintes relatives à ses coûts marginaux.

Cette considération a fait donc dévier l'utilisation des coûts totaux et de manière plus spécifique les coûts variables de la firme et son chiffre d'affaire vers un volet plus dynamique tenant en compte la relation directe proportionnelle entre la quantité produite, le prix unitaire et la contrainte du court terme qui garantit le maintien des coûts fixes.

Cette réflexion respecte ainsi les conditions réalistes de la sphère économique concernant les mécanismes et contraintes de l'offre et de la demande, ainsi que la structure du marché et tenant en considération la relation du degré du levier opérationnel avec le risque systémique, qui est un élément clé de la valorisation des entreprises.

¹ STOWE (D.) and INGEN (C.): op.cit p 240

² <https://thepressfree.com/definition-procyclique/> (11/04/2022 à 13:40)

³ <https://www.thecanadianencyclopedia.ca/fr/article/cycles-economiques> (11/04/2022 à 14:05)

⁴ STOWE (D.) and INGEN (C.): Ibid ,p,235.

L'adoption de cette démarche par plusieurs économistes , a été illustrée par John D.Stowe et Charles A.Ingen qui ont montrée dans leur article, que le prix de vente et de production peuvent être en fonction de la quantité produite et mise en vente et celle qui a été utilisée pour la production ,ainsi le degré du levier opérationnel sera affecté directement par la sensibilité du prix par rapport à la demande de la quantité vendue et à l'offre de la quantité utilisée durant le processus de production . suivant ce modèle¹ :

$$\text{Résultat opérationnel} = P(Q)Q - W(L)L - F$$

Avec :

- **P(Q)** : prix d'une unité de Q en fonction de Q
- **Q** : quantité vendue
- **W(L)** : le prix de la quantité utilisé pour la production en fonction de L
- **L** : la quantité utilisé pour la production
- **F** : les coûts fixes

Comme le DOL est utilisé pour étudier la sensibilité de la variabilité de l'EBIT à la variabilité des ventes , il fournit donc une mesure quantitative de cette sensibilité qui est causée par la présence du levier opérationnel. Tenant compte des contraintes intégré dans ce modèle , il a été prouvé que le degré du levier opérationnel est en relation directe avec les élasticités de la demande et de l'offre , en hausse et/ou en baisse .

2. Le rôle du levier opérationnel dans la gestion de l'entreprise .

La gestion de l'entreprise nécessite une attention particulière aux éléments constituant son exercice ou bien son activité sur le court terme , car ces dits éléments vont affecter ses perspectives de croissance , ses engagements vis à vis des tiers et d'elle même comme ils peuvent aussi lui permettre de mieux se ressourcer et d'avoir de l'appui sur la distribution de

¹ STOWE (D) and INGEN (C).: op.cit ,p .235 .

ses coûts qui lui permettront d'atteindre ses objectifs . Cependant , les stratégies des managers diffèrent par rapport à la position de la firme sur le marché , son degrés de maturité , ses perspectives de croissance , sa taille ' PME , grande entreprise' ... , mais l'objectif de production de biens ou de prestations de services sous une contrainte de génération de profit maximal reste le même .

Pour atteindre un objectif, toute entreprise doit connaître son seuil de rentabilité, car tout changement de résultat consécutif à la variation du chiffre d'affaires se mesure à l'aide du quotient de levier¹ .

Toute activité implique une consommation de capital qui est soumise à certains risques accompagnant le rendement. Le rendement est directement proportionnel au degré de risque, car plus le rendement attendu est élevé, plus le risque assumé est grand et vice versa².

2.1. Les éléments constituant l'analyse du levier opérationnel .

2.1.1. Le résultat d'exploitation ou l'EBIT³ : Il est calculé par différence entre produits et charges d'exploitation. Il est représentatif de la capacité de l'entreprise à générer, pour la période considérée, un profit ou une perte à partir des seules opérations du cycle d'exploitation, c'est-à-dire sans tenir compte des modes de financement ou des opérations d'investissement/désinvestissement. Le résultat d'exploitation peut être un premier élément d'analyse de la pertinence de l'activité économique de l'entreprise .

2.1.2. Le risque opérationnel⁴ : Le risque économique apparaît au moment où l'entreprise est incapable de s'adapter en temps utile et avec la plus faible consommation de ressources financières à la modification des changements dans l'environnement économique et social. L'apparition du risque économique entraîne une diminution du résultat de l'activité

¹ CONSTANDACHE (N.): « *the break even point and the leverage effect , instruments for assessing the financial and economic risk*» ,in AUDCE , no7, 2011 ,pp20-33.

² CONSTANDACHE (N.) :Ibid .,p.21.

³ mini manuel finance d'entreprise , Edition Dunod , Paris , 2014 , p.5.

⁴ https://www.investopedia.com/terms/o/operational_risk.asp (13 /04/2022 à 9:58)

opérationnelle causée par l'augmentation des coûts, par les dépenses avec les salaires en accord total avec le chiffre d'affaires et d'autres indicateurs économiques. Le risque opérationnel définit donc l'incertitude inhérente aux opérations physiques de l'entreprise. Son impact se manifeste dans la variabilité du résultat d'exploitation (EBIT) de l'entreprise¹. L'estimation du risque opérationnel ou économique est réalisée en utilisant comme instruments d'analyse le seuil de rentabilité et le quotient de levier opérationnel DOL . Les autres principaux facteurs donnant lieu au risque opérationnel , sont la variabilité ou l'incertitude des ventes et des coûts de production.

2.1.3. Définition du seuil de rentabilité : Le seuil de rentabilité peut être défini comme le niveau du volume des ventes auquel le revenu total est égal au coût total. C'est un point de non profit ou de non perte. À ce niveau de vente, le revenu total de l'entreprise est égal au coût total, d'où son nom. Toute augmentation des ventes au-delà de ce point entraînera des bénéfices pour l'entreprise et si les ventes tombent en dessous de ce point, l'entreprise subira des pertes.

2.1.3.1. Les coûts fixes : Ce sont des dépenses qui ne changent pas quel que soit le niveau de production, du moins pas à court terme. Le loyer d'une usine ou d'un local commercial en est un exemple, une fois que le bail est signé , le loyer est le même, quel que soit le niveau de production, du moins jusqu'à l'expiration du bail. Les coûts fixes peuvent prendre de nombreuses autres formes : par exemple, le coût des machines ou des équipements pour fabriquer le produit, les coûts de recherche et de développement pour mettre au point de nouveaux produits, voire une dépense comme la publicité pour populariser une marque ,l'amortissement des bâtiments et des équipements, l'assurance, une partie des factures

¹ VAN HORNE (J.C) and WARCHOWICZ(J.M).: *Fundamentals of financial management*, Pearson education Limited ,Harlow, 2008 ,p .423.

globales de services publics et une partie du coût de la gestion. Le niveau des coûts fixes varie en fonction du secteur d'activité concerné.

2.1.3.2. Les coûts variables : Qui sont engagés dans l'acte de production , plus le niveau de production est élevé, plus le coût variable est élevé. La main-d'œuvre est considérée comme un coût variable, car la production d'une plus grande quantité d'un bien ou d'un service nécessite généralement plus de travailleurs ou plus d'heures de travail. Les coûts variables comprennent également les matières premières .

2.1.4. Définition de l'analyse du seuil de rentabilité : C'est une technique largement utilisée pour étudier la relation entre les coûts, le volume et les bénéfices. Il s'agit d'une technique très utile qui aide la direction d'une entreprise à planifier ses bénéfices et son profit . Dans un sens plus étroit, l'analyse du seuil de rentabilité fait référence à la technique utilisée pour déterminer le niveau d'activité où le coût total est égal au revenu total. Mais dans un sens plus large, il s'agit de la technique qui détermine le bénéfice probable à tout niveau d'activité. Elle dépeint la relation entre le coût de production, le volume de production et le prix de vente.

2.1.4.1. Son utilité ¹.

- Calculer le chiffre d'affaires pour lequel l'activité est rentable et le niveau minimum d'activité en dessous duquel elle ne doit pas diminuer.
- Déterminer la période pendant laquelle l'activité devient rentable
- Évaluer le risque d'exploitation et la sécurité de l'entreprise dans le cas où les conditions du marché deviennent défavorables.
- Estimer les prévisions rapides de résultats.
- Décider de la possibilité de conquérir de nouveaux marchés

¹ CONSTANDACHE (N.) : op.cit, p.22.

2.1.4.2. Hypothèses soutenant l'analyse du seuil de rentabilité .

- Le coût total peut être décomposé en éléments fixes et variables
- Le coût fixe total reste constant à tous les niveaux de production.
- Le coût variable par unité reste constant et le coût variable total varie directement en fonction du volume des ventes.
- Le prix de vente par unité reste inchangé à tous les niveaux de production.
- L'entreprise ne produit qu'un seul produit ou, dans le cas de produits multiples, le mixe des ventes reste constant , Pour déterminer le seuil de rentabilité général d'une entreprise multi-produits, nous supposons que les ventes de chaque produit représentent une proportion constante des ventes totales de l'entreprise.¹
- Il y a synchronisation entre la production et les ventes. Cela signifie qu'il n'y a pas de stock d'ouverture ou de fermeture.
- A long terme, tous les coûts sont variables, quelle que soit leur nature. Si une entreprise est incapable d'ajuster sa base de coûts, elle n'est pas une entreprise viable . à très court terme (moins de trois mois), presque tous les coûts sont fixes, à l'exception de certains coûts directs (c'est-à-dire certaines matières premières). dans une perspective à moyen terme, certains coûts peuvent être considérés comme variables, par exemple les coûts indirects de personnel.

2.1.5. Démarche d'analyse du seuil de rentabilité

Ainsi, pour mener l'analyse du seuil de rentabilité il faut calculer :

$$\text{EBIT} = Q(P-V) - CF$$

¹ VAN HORNE (J.C) and WARCHOWICZ(J.M).: op.cit , p.423 .

Avec :

- **P** = prix unitaire
- **V** = coûts variables unitaire
- **(P - V)** = marge sur coûts variables unitaire
- **Q** = quantité (unités) produite et vendue
- **CF**= coûts fixes

Comme le **point mort** peut être défini comme le niveau du volume des ventes auquel le revenu total est égal au coût total. C'est un point de non profit ou de non perte¹. À ce niveau de vente, le revenu total de l'entreprise est égal au coût total, d'où son nom. Toute augmentation des ventes au-delà de ce point entraînera des bénéfices pour l'entreprise et si les ventes tombent en dessous de ce point, l'entreprise subira des pertes. Ainsi, il est établi quand :

$$CA = CT = CV + CF$$

$$CA - CV = CF$$

$$MCV=CF$$

En divisant par le CA on obtient :

$$MCV/CA = CF/CA$$

Le point mort qui servirait de référence au CA sujet d'atteinte s'obtiendra ainsi :

$$CA_{eq} = CF / (1 - CV/CA)$$

La justification du point mort peut être recherchée dans la prise en compte des charges fixes et de leurs effets. En effet, les charges fixes doivent être étalées sur l'ensemble de la

¹ CONSTANDACHE (N.) : op.cit, p.23

production. Lorsque le volume de production est réduit, les charges fixes sont réparties sur un nombre de produits encore limité et pèsent donc fortement sur le coût unitaire des produits ¹ . La détermination du point mort servira d'appui pour le recensement du risque opérationnel d'après la marge de sécurité qui est la différence entre le CA d'équilibre et le CA .

La détermination de **la marge de sécurité (Ms)** représente la capacité de l'entreprise à s'adapter aux exigences du marché. Une valeur élevée indique l'absence de risque et le développement de l'activité de l'entreprise dans des conditions de certitude .

$$\text{Marge de sécurité} = \text{CA} - \text{CAeq}$$

Une autre mesure du risque opérationnel au sein de l'entreprise peut être induite par l'indice de sécurité. Sa détermination exprime le niveau jusqu'au quel le taux de chiffre d'affaires peut diminuer pour atteindre le seuil de rentabilité. Plus le taux de chiffre d'affaires diminue, plus l'indice de chiffre d'affaires est réduit, et l'entreprise entre dans la zone de perte, l'équilibre financier et économique n'étant pas maintenu. Plus la valeur de l'indice est faible, plus il est facile pour les entreprises d'atteindre le seuil de rentabilité.

$$\text{INDICE DE SECURITE} = [(\text{CA} - \text{CAeq}) / \text{CA}] \times 100$$

Exemple empirique :

CA unitaire = 50 u.m

Cout variable unitaire = 25 u.m

Quantité = 1000

CF = 10000

CA eq = CF / (1 - CV/CA) = 10000 / (1 - 25/50) = 20000 avec Q eq = 400

MS = CA - CA eq = 50000 - 20000 = 30000

¹ COHEN (E).: *gestion financière de l'entreprise et diagnostic financier* , EDICEF, Paris , p.25.

Indice de sécurité = 60

Le degré du levier opérationnel est une autre mesure primaire du risque opérationnel , il a été expliqué¹ comme étant , à un niveau particulier de production (ou de ventes) , simplement la variation en pourcentage du bénéfice d'exploitation EBIT par rapport à la variation en pourcentage de la production (ou des ventes) qui entraîne la variation des bénéfices .(toutes les équations sont issues de²)

$$\text{DOL} = \frac{\frac{\Delta \text{EBIT}}{\text{EBIT}}}{\frac{\Delta \text{CA}}{\text{CA}}}$$

Mais il est souvent difficile de travailler directement avec l'équation pour résoudre le DOL à un niveau de ventes particulier, car un changement anticipé en pourcentage de l'EBIT (le numérateur de l'équation) ne sera pas observable à partir des données historiques. Ainsi, bien que l'équation , soit essentielle pour définir et comprendre la DOL, quelques formules alternatives simples dérivées de l'équation sont plus utiles pour calculer réellement les valeurs de la DOL .

$$\text{DOL en unité monétaire} = (\text{EBIT} + \text{CF}) / \text{EBIT}$$

$$\text{DOL en quantité} = Q / (Q - Q_{eq})$$

$$\text{DOL} = 1,666$$

¹ VAN HORNE (J.C) and WARCHOWICZ(J.M):. op.cit , p.428 .

² VAN HORNE (J.C) and WARCHOWICZ(J.M):. Ibid , p 424 .

Cela signifie qu'une variation de 1 % des ventes par rapport à la position de 400 unités entraîne une variation de 1,66% de l'EBIT.

En fait, toute variation en pourcentage des ventes par rapport à la position de 400 unités entraîne une variation en pourcentage de l'EBIT qui est 1,66 fois plus importante. Par exemple, une diminution de 3 % des ventes entraîne une diminution de $1,66 \times 3 = 5$ % de l'EBIT, et une augmentation de 4 % des ventes entraîne une augmentation de 6,64 % de l'EBIT.

Cela aide les managers à connaître l'effet du changement potentiel des ventes sur le bénéfice d'exploitation, donc, en réponse à cette connaissance préalable, l'entreprise peut décider d'apporter des changements à sa politique de vente et/ou à sa structure de coûts¹.

Le seuil de rentabilité peut également être représenté graphiquement. La représentation graphique de la relation entre les coûts, le volume et les bénéfices montre que le seuil de rentabilité se situe à l'intersection de la ligne du coût total et de la ligne du revenu total. L'analyse graphique montre non seulement le point d'équilibre, mais aussi le bénéfice ou la perte à différents niveaux de vente.

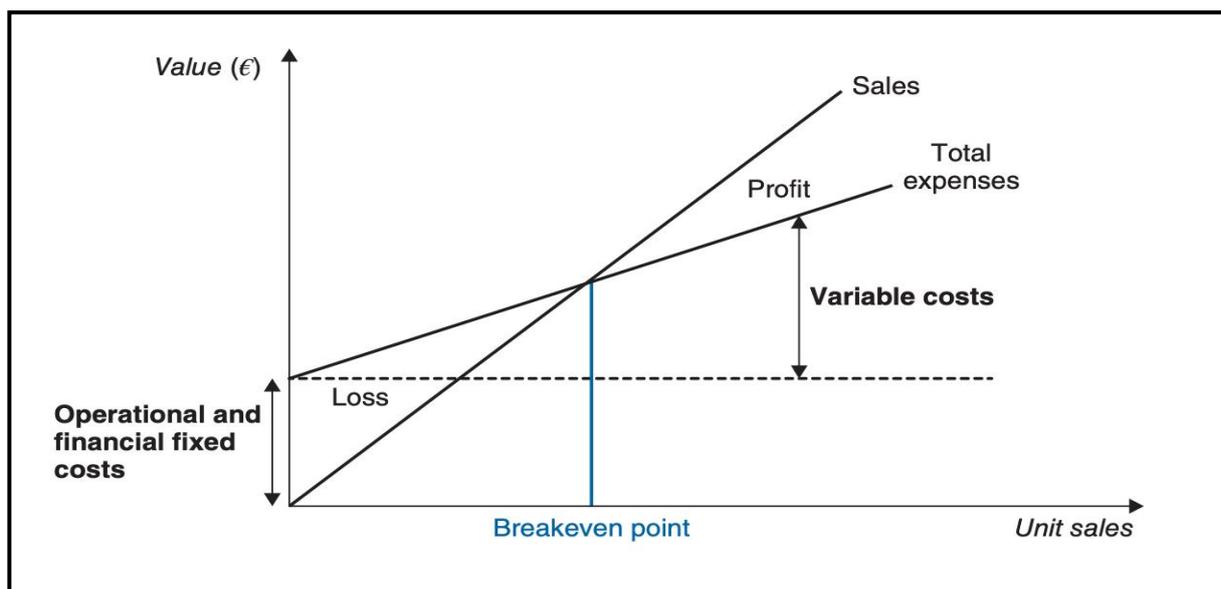
Le graphique du seuil de rentabilité est établi en suivant les étapes suivantes² :

- Le volume des ventes de la production (unités ou roupies) est présenté sur l'axe horizontal ou axe des x.
- Les coûts et le produit des ventes sont représentés sur l'axe vertical ou axe y.
- La ligne des coûts fixes est tracée parallèlement à l'axe des x car les coûts fixes restent constants à tous les niveaux d'activité.
- La ligne des coûts totaux est tracée à partir de la ligne des coûts fixes et touche l'axe des y.
- La ligne de revenue totale est tracée à partir de l'origine des deux axes.

¹ VAN HORNE (J.C) and WARCHOWICZ(J.M): op.cit , p. 426

² <http://anucde.info/sm20210803/Financial%20Management/Lesson0006.pdf> (15/04/2022 , à 17:26)

Figure No 1 : Représentation graphique du seuil de rentabilité



Source :VERNIMMEN(P) et autres,; *finance d'entreprise*,4eme édition , John Wiley & Sons

Ltd,2014, p ,167

2.1.4.3. Limites de l'analyse du seuil de rentabilité ¹:

- Une hypothèse importante de l'analyse du seuil de rentabilité est que les coûts peuvent être séparés en éléments fixes et variables. Mais cette classification n'est pas toujours possible. La plupart des dépenses appartiennent à la catégorie mixte.
- Les coûts fixes totaux ne restent pas constants à différents niveaux de production. En pratique, ils sont constants sur une plage de production donnée et augmentent progressivement. .
- L'hypothèse d'un prix de vente constant peut être valable dans des conditions de concurrence parfaite. Mais dans des conditions de marché imparfaites, le prix de vente doit être réduit pour vendre plus d'unités de production.
- L'analyse de rupture de stock convient mieux à une entreprise qui fabrique un seul produit. Mais il est difficile d'utiliser cette technique pour une entreprise multi-produits.

¹ <http://anucde.info/sm20210803/Financial%20Management/Lesson0006.pdf> (15/ 04 /2022 à 18h)

Le seuil de rentabilité d'une entreprise multi-produits dans son ensemble n'est valable que si la composition des ventes est constante.

- L'analyse du seuil de rentabilité est une technique de planification des bénéfices à court terme et son utilisation est limitée dans la planification à long terme.

Section 02 : Le levier financier .

Afin de financer ses opérations et activités , l'entreprise doit faire recours à certaines sources , qu'elles soient internes ou bien externes . Les sources de financement internes, qui comprennent les réserves et les bénéfices non distribués, et le financement externe, qui comprend les prêts à long terme, l'émission d'obligations et l'émission d'actions ordinaires et privilégiées. L'entreprise doit maintenir une bonne allocation et distribution de ressources pour pouvoir prendre des décisions de financement appropriées qui lui permettront d'obtenir des rendements positifs , cela se manifeste par la formation d'une structure optimale du capital qui pourrait désigner une combinaison structurée et équilibrée entre les fonds propres à l'entreprise et son endettement . Comme les montants provenant des sources internes sont relativement inférieurs et peuvent être utilisés pour un nombre limité d'opérations de financement et sous des contraintes précises , le recours à l'endettement est une nécessité afin de progresser constamment et suivre un rythme de développement agile pour l'entreprise , mais cela fait ressentir un risque par l'entreprise , dû aux divers facteurs constituant l'endettement , comme la durée d'amortissement de la dette , le montant des charges financières annuelles à retrancher , le taux d' intérêt fixe ou flottant , les réglementations du marché, les engagement et les attentes des actionnaires .

1. Littérature et théories fondamentales du levier financier .

La structure du capital a donc été sujet a divers discussions par les théoriciens agissant sur plusieurs volets économiques .

1.1. Le levier financier et le risque systémique .

La premier aspect pour lequel , le levier financier est abordé dans les travaux de recherches , tel que Hamada (1972)et Rubeinstin (1973)¹ est pour sa relation directe avec le coefficient bêta , source de mesure du risque systématique². Par ailleurs , les preuves empiriques sur l'association entre le degré du levier financier et le bêta sont mitigées. Tandis

¹ MANDELKER(G.N.) and RHEE(G) .:«the impact of the degrees of operating and financial leverave on systematic risk of common stock» in The journal of financial and quantitative analysis, no 1, march 1984 , pp.45-57 .

² MANDELKER(G.N.) and RHEE(G) : op.cit,p.55 .

que Mandelker et Rhee (1984)¹ trouvent une relation positive, Darrat et Mukherjee (1995) et Lord (1996) ne trouvent aucune association .

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

La deuxième problématique sujet d' étude concerne l'association du levier financier avec les autres composants de la firme réside dans les répercussions de l'endettement sur le niveau interne de la firme , en matière de changement dans les politiques managériales et organisationnelles , car la manière dont la structure du capital d'une entreprise est formée a un impact sur la gouvernance de l'entreprise et par conséquent sur la flexibilité dont dispose une entreprise pour prendre des décisions critiques² . Sur ce même volet , Harris et Raviv (1988)³ et Stulz (1988), ont indiqué que la direction des entreprises peut être contrainte d'augmenter l'effet de levier à des taux plus élevés que les taux idéaux afin de maintenir le contrôle et le pouvoir de vote des anciens actionnaires et ainsi réduire la probabilité d'un contrôle externe et que cette politique conduira finalement à améliorer et à renforcer la performance de ces entreprises.

1.3. Les déterminants du levier financier .

L'effet de levier quant à lui peut également être considéré comme la partie des coûts fixes d'une entreprise qui l'expose à des risques “ *Comme la dette comporte une obligation fixe de paiement d'intérêts ,nous avons la possibilité d'amplifier considérablement nos résultats à divers niveaux d'exploitation.*”⁴ , ceci a été démontré par (Saleem, Rahman & Sultana, 2014), qui ont affirmé que l'une des application du levier financier est envisagée dans l' intérêt d'amplifier le bénéfice avant intérêts et impôts pour pouvoir augmenter ainsi le bénéfice par action .

D'autant plus que le concept du levier financier a été décortiqué pour ses effets et répercussions sur les différents niveaux de l'entreprise ,ainsi que ses composants , il a aussi été accordé une importance aux éléments qui servent à mesurer cet effet. Dans la structure du

¹ MANDELKER(G.N.) and RHEE(G) : Ibid, p 56.

² JENSEN(M.C.):«*Agency cost of free cashflow ,corporate finance and takeover*» in American economic review , no76 , 1986, pp.323-339.

³ HARRIS,(M) and RAVIV(A) : «*Corporate control contests and capital structure*» in Journal of Financial Economics, no 20 ,1988 , p 55-86.

⁴ STANLEY(B), DANIELSEN (R)and HIRT(A):«*Foundations of Financial Management* ,McGrawHill education , sixteenth edition 1997, p 133 .

capital de l'entreprise, les ratios indiquent la capacité de l'entreprise à satisfaire les intérêts de ses différentes parties prenantes et à quantifier sa dette . Les états financiers fournissent les informations utilisées pour calculer ces ratios, qui portent principalement sur les capitaux propres de l'entreprise et les dettes envers les détenteurs d'obligations. En outre, ils sont utilisés pour évaluer la capacité de l'entreprise à assurer le service des paiements fixes associés à ses dettes. Cependant ,Harris et Raviv ¹ ont mis en garde contre le fait que des résultats différents et donc des interprétations probablement divergentes pourraient être obtenus lorsque différentes mesures de l'effet de levier sont utilisées. Contrairement au levier des marchés qui fluctue très fréquemment, le levier comptable est privilégié comme mesure du risque propre a l'entreprise².

On pourrait à cet effet designer parmi ces ratios , les suivant : les ratios d'endettement , par rapport à la valeur totale et par rapport au montant des fonds propres ,les ratios de couverture , le degrés du levier financier et la rentabilité financière et économique .

Les deux premières mesures classent les entreprises dans le même ordre³. Cependant, la première mesure (c'est-à-dire D/V) est plus spécifique car sa valeur se situe entre zéro et un. La valeur de la deuxième mesure (D/E) peut varier de zéro à un nombre important. Le premier ratio est généralement comparé à une norme ou référence sectorielle acceptée , c'est pour cette raison que le risque auquel fait face l'entreprise sera élevé si le ratio n'est pas dans les normes du secteur ⁴.

Les ratios de couverture ou bien le ratio de couverture des intérêts, également connu sous le nom de ratio des intérêts perçus, est peut-être la mesure du risque la plus connue. Son

¹ Harris (M). and Raviv, (A): «*Capital structure and the informational role of debt*», in Journal of Finance,2003, p 321-349 .

² MYERS (S.C):«*Determinants of capital borrowing,*» in Journal of Finance Economics», Vol 5 , no 2, 1977 pp147-175

³ PANDEY (I.M.):*financial management* , Vikas Publishing House PVT Ltd. New Delhi 2013 , p.94

⁴ PANDEY (I.M) : Ibid , p.94

importance réside dans l'indication de la capacité d'une entreprise à disposer d'un revenu d'exploitation avant impôt suffisant pour couvrir le coût de sa charge financière¹.

La troisième mesure est **Le degré sur levier financier** qui est défini comme la variation en pourcentage du bénéfice par action [EPS] qui résulte d'une variation en pourcentage donnée du bénéfice avant intérêts et impôts (EBIT), mais il a été sujet à certaines critiques comme étant «*une illustration malheureuse de l'inertie des concepts en finance* »². il a été donc incité à utiliser le ratio de la dette nette divisée par la valeur de marché des fonds propres pour le calcul des ratios d'endettement³ car les fonds propres sont ainsi pris en compte pour ce qu'ils valent et non pour un montant comptable qui est, la plupart du temps, loin de la réalité économique. Néanmoins, ce ratio présente l'inconvénient d'être assez volatile⁴.

Les apports de Vernimmen donc , privilégient l'utilisation d'autres mesures , comme la rentabilité financière et la rentabilité économique dans la gestion financière de l'entreprise .

2. Le rôle du levier financier dans la gestion de l'entreprise.

Le développement de son environnement financier met l'entreprise en présence d'un ensemble diversifié de moyens de financement , mais aussi de niveaux de risques dépendant des contraintes de cet environnement .Chaque entreprise s'efforce de déterminer les paramètres de sa structure financière cible, en termes de ses éléments constitutifs et de la proportion de chacun d'entre eux. Par ce biais, elle envisage d'atteindre son objectif stratégique représenté par l'augmentation ou la maximisation de la valeur de l'entreprise, ce qui exige qu'il y ait un équilibre entre le rendement attendu, qui résulte de la structure financière et les risques auxquels ce rendement est soumis.

La maîtrise des risques financiers constitue un impératif majeur assigné à la gestion financière⁵. Selon une formulation générale, le risque lié à un actif, à un ensemble d'actifs

¹ PANDEY(I.M.): Ibid , p 95 .

² VERINEMMAN (P) and al : *corporate finance theory and practice* , 2ndEdition John Wiley & Sons Ltd,2009, p243

³ VERINEMMAN (P) and al : Ibid , p 243 .

⁴ VERINEMMAN (P) and al : op.cit , p,243

⁵ COHEN (E): op.cit , p.22

diversifiés et donc à une entreprise, peut être défini par référence à la variabilité anticipée des résultats qu'ils sont susceptibles d'assurer . C'est pour cette raison que la connaissance préalable des conditions de financement de l'entreprise ainsi que sa projection a long terme permet de gérer le risque auquel fait face l'entreprise .

2.1. Initiation aux éléments entrants dans l'analyse du levier financier .

2.1.1. Définition du risque financier : Le risque financier est lié à la structure financière de l'entreprise en ce qui concerne ¹: le risque de change , le risque d'endettement, le risque de taux d'intérêt , le risque d'inflation , le risque d'insolvabilité .

2.1.1.1. Le risque d'endettement : Il est lié à la structure du financement de l'entreprise. Lorsqu'une entreprise augmente son appel à l'endettement, elle s'oblige à dégager des bénéfices supplémentaires pour assurer la rémunération et le remboursement de ses prêteurs. En conséquence, si son activité dégage des produits d'exploitation médiocre l'entreprise subira une ponction sévère du fait du service de la dette et dégagera un résultat global défavorable. Au contraire, si les produits d'exploitation sont abondants, la charge de la dette sera épongée sans difficulté et l'endettement aura alors permis d'améliorer la rentabilité de l'entreprise . L'augmentation de l'endettement amplifie la dispersion des résultats et suscite un risque financier propre.

2.1.1.2. Le risque de faillite : La situation de défaillance ou la faillite constituent la sanction possible de l'insolvabilité de l'entreprise. Le risque de défaillance constitue ainsi un risque vital qui met en jeu la survie même de l'entreprise. Il justifie l'attention que ses responsables accordent à la maîtrise de ce risque et explique pourquoi le maintien de la solvabilité ou de l'équilibre financier constitue un impératif majeur de la gestion financière. La défaillance entraîne des coûts spécifiques qui doivent également être pris en compte lorsqu'il s'agit d'apprécier les enjeux du risque de faillite.

2.1.1.3. Risque de taux de change : L'entreprise supporte des risques financiers spécifiques liés à l'évolution des taux de change de la monnaie nationale traduite en

¹ COHEN (E) : op.cit, p.24.

monnaies étrangères et à l'évolution et l'instabilité possible des taux d'intérêt qui constituent une source particulière de variabilité des résultats .

2.1.2. Les moyens de financement¹ .

Les sources de financement peuvent être classées en différentes catégories en fonction de la période.

2.1.2.1. Le financement à long terme : Lorsque le financement mobilisé est d'un montant élevé et que la période de remboursement est supérieure à cinq ans, il peut être considéré comme une source à long terme. Les sources de financement à long terme doivent permettre de faire face aux dépenses d'investissement des entreprises telles que l'achat d'immobilisations, de terrains et de bâtiments, Les sources de financement à long terme comprennent : les actions de participation, les actions préférentielles ,les obligations,les prêts à long terme, les dépôts fixes.

2.1.2.2. Le financement à court terme : doit permettre de faire face aux dépenses opérationnelles de l'entreprise.Les sources de financement à court terme comprennent : le crédit bancaire,les avances de la clientèle,le crédit commercial, l'affacturage,les dépôts publics,Instruments du marché monétaire.

2.2. L'analyse EBIT- EPS .

L'effet de levier financier est utilisé pour amplifier les bénéfices de l'actionnaire. Il repose sur l'hypothèse que le coût des fonds à charge fixe est inférieur au taux de rendement de l'entreprise sur ses actifs. Une analyse de la relation EBIT - EPS (earning per share ou bénéfice par action) est une technique largement utilisée pour concevoir une structure de capital appropriée qui sera déterminée sur la base du EPS. Elle aidera à déterminer le plan financier approprié parmi plusieurs autres alternatives, tenant en compte la fluctuation et le changement dans l'EBIT² . Pour déterminer le seuil de rentabilité EBIT-EPS³, ou point

¹ PARAMASIVAN(C) and SUBRAMANIAN(T).: *financial management* ,New age international publishers , p.27.

² VAN HORNE (J.C) and WARCHOWICZ(J.M):op.cit ,p 428

³ PANDEY(I.M.): op.cit , p 95 .

d'indifférence, entre les différentes alternatives de financement, nous commençons par calculer le bénéfice par action, EPS, pour un certain niveau hypothétique d'EBIT en utilisant la formule suivante :

$$\text{EPS} = \frac{(\text{EBIT} - I) (1 - T) - \text{DF}}{\text{NA}}$$

- **I** : L'intérêt versé annuellement
- **T** : Taux d'impôt
- **DF** : Dividende des actions privilégiées
- **NA** : Nombre d'actions

Comme cette technique analyse l'effet des alternatives de financement sur le bénéfice par action, le seuil de rentabilité est donc le niveau d'EBIT où le BPA est le même pour deux (ou plusieurs) alternatives¹.

Exemple empirique : pour un niveau d'EBIT de 300000 u.m, on a le choix entre ces 3 alternatives

- A. Financement par fonds propres d'une valeur de 1000000 u.m
- B. Financement par endettement d'un montant de 500000 u.m avec un taux de 8 %
- C. Financement par émission de nouvelles actions, avec un taux de 9 %

Le tableau ci dessous explique les trois alternatives, et donne les résultats de l'EPS des trois cas pour les comparer.

¹ VAN HORNE (J.C) and WARCHOWICZ(J.M) op.cit p 432.

Tableau No 1 : Exemple de comparaison entre plusieurs alternatives d'EPS

	Alternative a	Alternative b	Alternative c
EBIT	300000	300000	300000
I	-	40000	-
T	120000	104000	120000
DP	-	-	35000
NA	30000	20000	20000
EPS	6	7,8	7,25

Source : Établie par l'étudiante selon les formules élaborées précédemment .

L'analyse EBIT - EPS peut s'effectuer en utilisant le point d'indifférence¹ qui fait allusion au niveau du bénéfice avant intérêts et impôts (EBIT), auquel le bénéfice par action (EPS) reste le même, quelles que soient les différentes alternatives de combinaison dette/capitaux propres . À ce niveau d'EBIT, le taux de rendement des capitaux employés est égal au coût de la dette. C'est ce que l'on appelle également le seuil de rentabilité de l'EBIT pour les plans financiers alternatifs . il se calcule de la manière suivante :

$$[(EBIT_{a,b}-I)(1-T)-DP]/NA_b=[(EBIT_{a,b}-I)(1-T) - DP]/NA_a$$

$$(EBIT_{a,b})(1-0,4)/30000=(EBIT_{a,b}-40000)(1-0,4)/20000$$

$$EBIT_{a,b} = 120000$$

Plus le niveau d'EBIT attendu est supérieur au point d'indifférence et plus la probabilité d'une fluctuation à la baisse est faible, plus le recours à l'endettement est estimé être favorable . Cependant , comme le risque financier englobe à la fois² le risque d'insolvabilité

¹ VAN HORNE (J.C) and WARCHOWICZ(J.M) op.cit p 432.

² AKHAYI(M.B):. «The effect of financial risk on the relationship between earnings and stock return» in

éventuelle et la variabilité supplémentaire du bénéfice par action induite par l'utilisation de la dette, lorsqu'une entreprise augmente la proportion de financement à coût fixe dans sa structure de capital, les sorties de fonds fixes augmentent. Par conséquent, la probabilité d'insolvabilité augmente. C'est pour cette raison que la méthode de EBIT-EPS ne permet pas une analyse complètement précise du risque car elle ne porte que sur ce qu'il advient du rendement pour les actionnaires ordinaires, mesuré par le bénéfice par action, l'autre mesure du risque complémentaire est le degrés du levier financier¹.

$$DFL = \frac{\text{variation en pourcentage du bénéfice par action}}{\text{variation en pourcentage de l'EBIT}}$$

Le cas de figure précédent, donnera des niveaux de DFL respectifs de 1,15 et 1,24 pour les alternatives b et c dû essentiellement à la politique d'impôt².

Ce ratio montre que plus le degré de levier financier est élevé, plus le BPA est volatile³. L'intérêt étant une dépense fixe, l'effet de levier amplifie les rendements et le BPA, ce qui est une bonne chose lorsque le résultat d'exploitation augmente. Mais il peut être un problème en période de crise économique, lorsque le résultat d'exploitation est sous pression. Par conséquent, l'effet de levier financier est une arme à double tranchant qui peut être favorable ou défavorable.

2.3. L'analyse de la rentabilité financière et la rentabilité économique comme mesure de l'effet du levier financier.

Par définition l'effet de levier est la différence entre la rentabilité financière ROE (return on equity) et la rentabilité économique ROCE (return on capital employed)⁴

International Journal of Organizational Leadership no 4 2015, pp 154-169.

¹ STANLEY (B), DANIELSEN (R) and HIRT (A) : op.cit, p. 136.

² VERINEMMAN (P) and al : op.cit p.241

³ ADENUGBA (A.A) : « *financial leverage and firms' value : a study of selected firms in nigeria* ». In European Journal of Research and Reflection in Management Sciences, No.1, 2016 P 16.

⁴ VERINEMMAN (P) and al : Ibid, p.242.

2.3.1. La rentabilité économique : Est un indicateur pour mesurer la performance d'une entreprise à créer de la valeur, elle compare les revenus après impôts issus de l'exploitation de l'entreprise (résultat d'exploitation) aux moyens mis en œuvre pour générer ses revenus .C'est donc la rentabilité de l'ensemble des ressources de l'entreprise (CP + D) .

$$RE = [\text{résultat opérationnel} / \text{CAHT}] \times [\text{CAHT} / \text{IMMOBILISATIONS} + \text{BFR}]$$

$$\text{Rentabilité économique} = \text{profitabilité des ventes} \times \text{la rotation de l'actif économique}$$

2.3.2. La rentabilité financière : mesure la rentabilité des capitaux propres d'une entreprise. Pour cela, la rentabilité financière compare le résultat d'exploitation (après impôts) avec les capitaux propres de l'entreprise.

$$\text{Rentabilité financière} = \text{RESULTAT NET} / \text{CAPITAUX PROPRES}$$

$$RF = [RE + (RE - i)] (1 - T)$$

D : Endettement

E : Capitaux propres

i : Taux d'intérêt moyen

T : Taux d'impôt

- Le levier financier est dit **amplificateur** ou positif , si la rentabilité économique excède le taux d'intérêt moyen ($RE > i$), le recours à l'endettement permet de dégager un bénéfice additionnel sur chaque unité monétaire supplémentaire emprunté. L'augmentation du ratio de levier L permet d'améliorer la rentabilité des capitaux propres, la rentabilité financière

est alors une fonction croissante de l'endettement , elle augmente par l'effet de la dette et l'emprunt exerce une influence bénéfique sur la rentabilité globale .

- Dans le cas contraire ($RE < i$) le recours à l'endettement pour financer des actifs supplémentaires secrète un rendement marginal ou une rentabilité économique RE qui ne suffit pas pour compenser le coût additionnel de la dette i . Dès lors, l'endettement dégrade la rentabilité des capitaux propres et RF est une fonction décroissante de l'endettement. Le levier financier est dit négatif ou de massue , et plus le montant de la dette augmente , plus la rentabilité financière diminue .
- Dans le cas où ($RE = i$) , le rendement des actifs permet de compenser très précisément le coût des dettes. Les variations de la structure du financement, donc celles du ratio L, n'ont alors aucune incidence sur la rentabilité financière RF . Dans ces conditions, la structure financière est neutre quant au dégagement de la rentabilité des capitaux propres.

2.3.3. Synthèse sur l'analyse de l'effet de levier par rentabilité économique et financière .

L'effet de levier fonctionne dans les deux sens. Bien qu'il puisse augmenter la rentabilité des capitaux propres au-dessus du niveau de la rentabilité économique , il peut également la réduire à un niveau plus faible lorsque la rentabilité économique est inférieure au coût de la dette.

La rentabilité économique , la rentabilité financière et le coût de la dette ne reflètent pas les rendements exigés par les actionnaires, les fournisseurs de fonds et les créanciers. Ces chiffres ne peuvent être considérés comme des indicateurs financiers car ils ne tiennent pas compte du risque ou de la valorisation, deux paramètres clés de la finance. Ils reflètent plutôt les rendements comptables historiques obtenus et appartiennent au domaine de l'analyse et du contrôle financier¹. L'effet de levier permet donc d'identifier la source d'un bon rendement des capitaux propres, qui peut provenir soit d'un bon rendement des capitaux employés, soit simplement de la structure du capital d'une entreprise, c'est-à-dire de l'effet de levier. C'est là son seul véritable intérêt.

¹ VERINEMMAN (P) and al : op.cit,p .242 .

Sur le long terme, seule une bonne rentabilité des capitaux employés permet d'assurer une bonne rentabilité des capitaux propres et donc , l'effet de levier ne crée aucune valeur¹. Bien qu'il puisse augmenter la rentabilité des capitaux propres, il entraîne une augmentation du risque proportionnel au bénéfice supplémentaire.

Le bénéfice par action est affecté par le degré de l'effet de levier financier. Si la rentabilité de l'entreprise augmente, les fonds à coût fixe contribueront à accroître la disponibilité des bénéfices pour les actionnaires. Ainsi, l'effet de levier financier est important pour la planification des bénéfices.

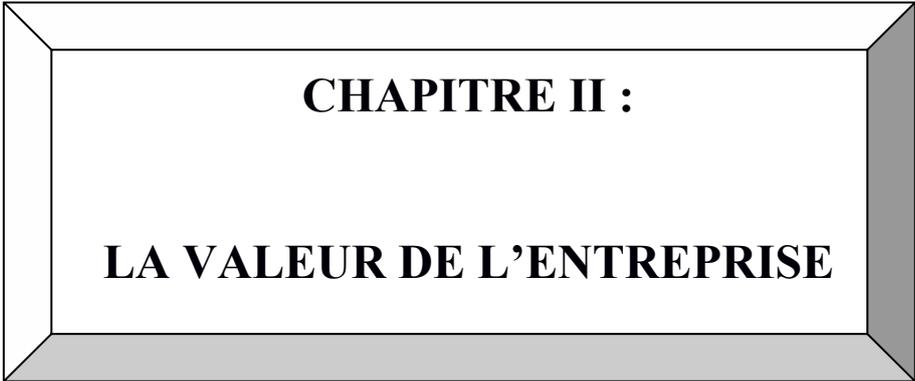
Cependant, une entreprise ne peut pas continuer à augmenter la proportion d'endettement pour augmenter les bénéfices des actionnaires, car l'effet de levier financier risque d'affecter négativement les bénéfices, ce qui est connu sous le nom de risque financier. Si une entreprise utilise de plus en plus de dette t, elle augmente le risque financier. En outre, une entreprise dont les bénéfices sont très fluctuants ne peut se permettre d'utiliser davantage de dette .

¹ VERINEMMAN (P) and al : Ibid , p.243.

Conclusion du premier chapitre

Le rôle des effets des leviers opérationnels et financiers a été démontré à parts égales d'une grande importance dans la détermination des éléments clefs de succès d'une bonne gestion financière de l'entreprise et ainsi de l'efficacité du pouvoir indicateur que possèdent ces leviers dans le cheminement et l'orientation de la direction de financement et donc de la valorisation de la firme .

Les leviers étant pris en considération ensemble, donne comme résultat le levier combiné , qui explique la variation dans le bénéfice par action , par rapport à la variation dans les ventes ou bien le chiffre d'affaire , une entreprise devrait essayer donc d'avoir un équilibre entre les deux leviers car ils ont un effet d'accélération ou de décélération considérable sur l'EBIT et l'EPS.



CHAPITRE II :

LA VALEUR DE L'ENTREPRISE

Introduction du deuxième chapitre

La valeur de la société , subit des fluctuations et changements , tout le long de son cycle de vie , ces fluctuations sont à la base , liées essentiellement aux différents facteurs , constituants les phases par lesquelles passe la firme et aux politiques et procédures qui y sont exercés .

L'étude de ce chapitre posera sur l'explication de la problématique qui confronte toute entreprise , pour mieux gérer ses différents types de risques , à savoir le risque opérationnel et financier , en répondant sur la question suivante : **La croissance ou la baisse de la valeur financière et économique de la société est elle dû d'une grande manière aux facteurs d'analyse de court et moyen termes ?**

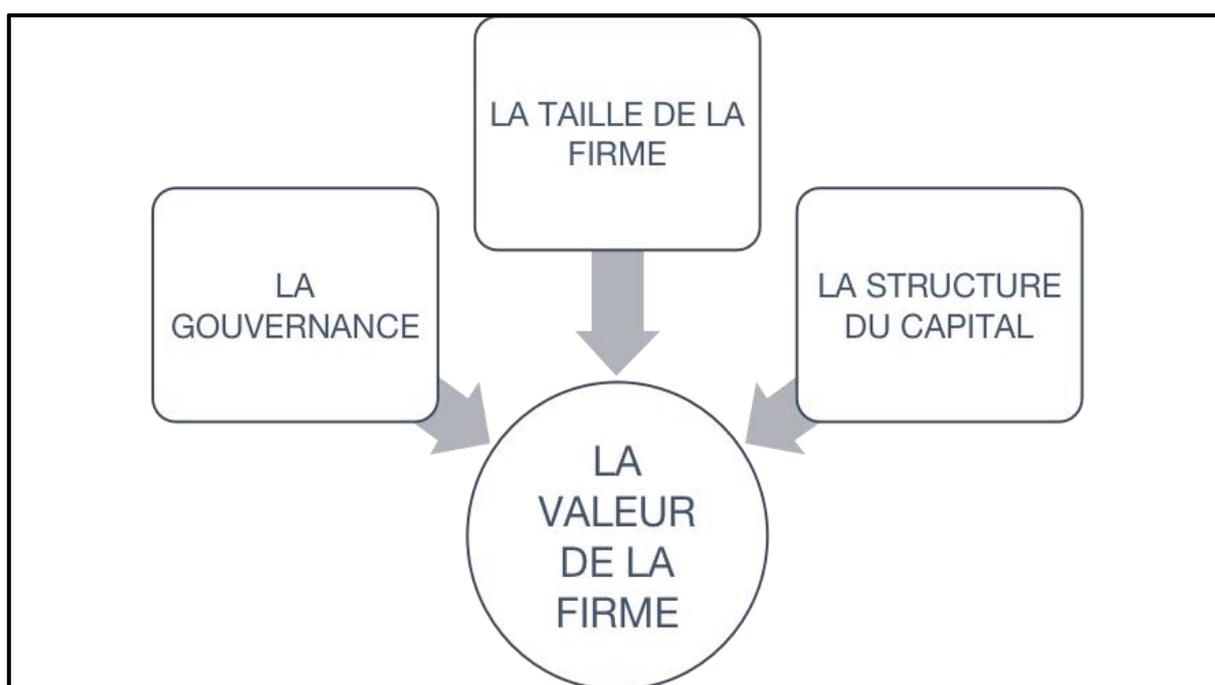
Le cheminement de l'étude débutera par l'abord du concept de la valeur de la firme dans un contexte large , en identifiant l'ensemble des éléments qui puissent agir et avoir un impact sur cette valeur , puis prendra un volet plus étroit , en abordant les différentes théories relatives à la relation entre la valeur de l'entreprise et la structure de la firme , ainsi qu'aux apports des recherches modernes , en terme d'impact des leviers opérationnels et financiers sur la valeur de l'entreprise .

A la fin de ce chapitre , le lecteur pourra cerner le concept de la valeur de l'entreprise , tout en considérant les facteurs affectant cette dernière et avoir une idée plus claire sur les outils servant à l'évaluer et la valoriser .

Section 01 : Les éléments affectant la valeur de la firme .

La valeur de l'entreprise est influencée par plusieurs facteurs internes ou externe¹ et est considérée le miroir reflétant l'efficacité des ses éléments internes déterminants la qualité de sa performance financière lui permettant de préserver sa pérennité , et son atteinte de son objectif primaire de maximisation de la richesse sous diverses contraintes . Parmi ces piliers , on y trouve les trois principales mesures de références utilisée dans les études empiriques et théoriques : la taille de la firme , la gouvernance au sein de l'entreprise et la structure du capital . Ces éléments , ont été accorde une importance particulière pour leur relation directe avec la performance financière et la profitabilité de la firme .

Figure No 2 : Les éléments clés entrants dans la valorisation de la firme .



source : Élaboré par l'étudiante sur la base des informations citées ci dessus .

¹SUDIANI(N.K.A) and WIKSUANA(I G.B): « *Capital structure , investment , opportunity set , dividend policy and profitability ad a firm value determinants* » in RJOAS, no9, 2018 p259 .

1. La taille comme mesure de la profitabilité et indicateur de la valeur de la firme .

La taille de l'entreprise d'après Becker et al (2010) , et suivant la structure d'étude utilisée par Kumar, Rajan and Zingales (2001), peut être déterminée suivant différentes théories qui aboutissent à des résultats spécifique à chaque volet d'étude .

1.1. Les théories technologiques¹: Adoptent comme mesure le capital physique et les économies d'échelles déterminant ainsi la taille optimale de l'entreprise et sa profitabilité . L'explication sur laquelle repose cette théorie est que les économies d'échelles permettent de répartir les coûts fixes sur de grands volumes de production, diminuant ainsi le coût moyen de production et augmentant le rendement du capital investi ou bien la rentabilité économique ,qui sont associées à l'augmentation de la taille des entreprises.

1.2. Les théories organisationnelles² : Mettent l'accent sur l'architecture organisationnelle de l'entreprise et les relations entre les parties prenantes. D'après ces théories , la taille affecte la profitabilité par le biais des coûts de transaction organisationnels (Williamson, 1985), des coûts d'agence (Jensen et Meckling, 1976) et des coûts de l'étendue du contrôle³. La croissance de l'entreprise peut être envisagée par différentes manières , comme l'incitation à poursuivre des investissements par les employés et les dirigeants de la firme dans le cadre du développement de l'entreprise ce qui implique la croissance des opportunités d'emploi et de la rémunération salariales , qui sont liées à la taille de l'entreprise . De plus , la croissance de l'entreprise est également assimilée à l' hiérarchie de la firme ce qui réduit la capacité de l'entreprise à réagir rapidement à l'évolution des conditions concurrentielles, et à la "cohabitation" au sein de la bureaucratie de l'entreprise. Comme Le nombre d'employés est un indicateur courant du nombre de niveaux administratifs la classification hiérarchique au sein de l'entreprise démontre l'ampleur de l' étendue du

¹ BECKER(B),FRED(K) and ETEBARI(A). :« *Employees, Firm Size and Profitability of U.S. Manufacturing Industries* » in Investment Management and Financial Innovations, Vol 7, no2,2010, pp 7-23 .

² BECKER(B),FRED(K) and ETEBARI(A).:Ibid , p .8.

³ BECKER(B),FRED(K) and ETEBARI(A). Ibid ,p.9.

contrôle (nombre de niveaux administratifs) qui est en relation directe avec l'ampleur des coûts de transactions et d'agence . Ainsi, les théories organisationnelles de l'entreprise fondées sur les coûts de transaction et d'agence et la théorie du signal (élaborée en détails dans la partie qui suit) et sur les coûts de l'étendue du contrôle prévoient qu'à un moment donné, les coûts de transaction et d'agence moyens par unité augmenteront et compenseront les économies d'échelle , établissant ainsi une taille optimale pour l'entreprise en termes de profitabilité¹.

1.3. Théories institutionnelles : Concernent l'environnement juridique et politique dans lequel l'entreprise opère et lient la taille de l'entreprise à des facteurs tels que les systèmes juridiques, la réglementation , la protection des brevets, la taille du marché et le développement des marchés financiers ,Kumar, Rajan et Zingales (2001) .

Il existe cependant , d'autres éléments de référence utilisés comme mesure de la taille de l'entreprise et de son impact sur la valeur de la société . Les actifs détenus par l'entreprise à titre d'exemple , indiquent si l'entreprise est classée comme une grande entreprise ou non. La taille de l'entreprise est mesurée à l'aide du Ln des actifs totaux² (Brealey et al., 2011) et la relation entre la taille de l'entreprise et la profitabilité grâce a cet outil de mesure a été démontrée positive³ . D'un autre volet orienté vers l'utilisation de modèle économétrique , l'utilisation d'un modèle de régression et des variables de mesure comme le nombre total d'actif , le total des ventes et le nombre d'employés dans les recherches menées par Hamidah et Umdiana (2017), montrent que la taille de l'entreprise a un effet positif sur la rentabilité. Tandis que celle de Hirdinis (2019) indique que la taille de l'entreprise a un effet positif significatif sur la valeur de l'entreprise⁴.

¹ BECKER(B),FRED(K) and ETEBARI(A).: op.cit, p .9

² ASTUTI (F) and al : «ANALYSIS OF EFFECT OF FIRM SIZE, INSTITUTIONAL OWNERSHIP, PROFITABILITY, AND LEVERAGE ON FIRM VALUE WITH CORPORATE SOCIAL RESPONSIBILITY (CSR) DISCLOSURE AS INTERVENING VARIABLES (Study on Banking Companies Listed on BEI Period 2012-2016)» in Jurnal Bisnis Strategi . Vol 27 No 02 , 2018 , pp 95-109 .

³ MESUT (D) :« Does Firm Size Affect The Firm Profitability? Evidence from Turkey» in Research Journal of Finance and Accounting Vol.4, No.4, 2013 , p 53-59 .

⁴ HIRDINIS(I) : « Capital Structure and Firm Size on Firm Value Moderated by Profitability» in International Journal of Economics and Business Administration , Volume VII, no1, 2019, p 174-191 .

2. La gouvernance comme mesure de la profitabilité et indicateur de la valeur de la firme .

Les entreprises modernes appliquent la séparation entre les fonctions de propriété et de contrôle de la richesse en raison du pouvoir exercé et de son impact (Berle et Means, 1932)¹. La gouvernance d'entreprise est ainsi définie comme le système et ensemble de processus, de coutumes, de politiques, de lois et d'institutions par lequel les sociétés sont dirigées et contrôlées². Une bonne gouvernance d'entreprise est un facteur important pour améliorer la valeur de l'entreprise.

La gouvernance est mesurée suivant³: la dualité des dirigeants, la taille du conseil d'administration, le comité d'audit . Les recherches menées par⁴ Alabede (2016) et Ashraf (2017) prouvent que la taille du conseil d'administration a un effet positif significatif sur la performance financière. Le comité d'audit quant à lui , est l'un des comités requis dans le mécanisme de gouvernance d'entreprise , sa présence a un impact positif sur la performance financière donc sur la profitabilité et il est important de créer une responsabilité d'entreprise qui augmentera la confiance dans les états financiers (Laing et Weir, 1999).

Le changement dans les structures réglementaires du pays , ainsi que celles affectant la politique financière de l'entreprise , en raison de la disparité des structures de gouvernance résultant de conditions sociales, économiques et réglementaires dissemblables⁵ , impacte différemment les entreprises d'un pays à un autre en tenant compte du rôle de la gouvernance comme levier indicateur de la valeur de la firme . Les études empiriques menées dans divers pays ayant des divergences courantes dans le monde de la finance à noter les USA et la

¹ MYERS(S.C) :«*capital structure*» in Journal of Economic Perspectives, Volume 15, No 2 ,2001, pp81–102.

² KAJOLA (S) : « *Corporate Governance and Firm Performance: The Case of Nigerian Listed Firms* » in European Journal of Economics, Finance and Administrative Sciences no 14 2008 pp.

³ OBRADOVISCH (J) and GILL (A) :«*The Impact of Corporate Governance and Financial Leverage on the Value of American Firms*» in International Research Journal of Finance and Economics no 91 ,2012 ,pp2 .

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

⁵ ROUF (A) : « *the relationship between corporate governance and the value of the firm in developing countries : evidence from bangladesh* » in The International Journal Of Applied Economics and Finance 5 (3)2011, p p 237-244 .

Russie , montrent que , dans les pays développés, la variation des pratiques de gouvernance d'entreprise a un effet mineur sur la valeur de marché. Tandis qu'en Russie, la variation du comportement de gouvernance au niveau de l'entreprise semble avoir un effet considérable sur la valeur marchande¹.

3. La structure du capital comme mesure de la profitabilité et indicateur de la valeur de la firme .

On entend par structure du capital , la part des principales sources de financement de l'entreprise, à savoir les actions ordinaires, les actions privilégiées et l'endettement². Les théories de la structure du capital s'étalent depuis la mise en forme du cadre du marché financier parfait par Modigliani et Miller en 1958 qui montre la neutralité de la structure du capital sur la valeur de l'entreprise. Cependant la prise en compte de l'effet de la fiscalité (Miller , 1977) montre que le coût de l'endettement après impôt sera, à l'équilibre, égal au coût du financement par actions, de telle sorte que le choix d'une structure financière particulière devient inconséquent pour sa valeur marchande³ et l'endettement semble avoir qu'un effet très limité sur la performance de l'entreprise⁴. le développement de l'effet de la structure du capital sera mentionné dans l'intégration des contraintes d'imperfections du marché par le biais des coûts d'agence et d'asymétrie d'information , ce qui est évoqué par la théorie du compromis et de l'ordre hiérarchique . Ces théories expliquent l'effet de la dette sur la structure du capital et la valeur de la société en prenant en compte les contraintes d'imperfection des marchés financiers d'après des études spécifiques à chaque supposition suggérée .

Cependant , les études sur l'impact de la dette n'ont pas cessé de développer , et cet effet a été élaborée par la considération de plusieurs variables dans le cadre d'étude empiriques

¹ BLACK (B) : «*does corporate governance matter a crude test using russian data* » in university of Pennsylvania law review Vol. 149 2001 ,pp131 -148 .

² <http://www.foad.uadb.edu.sn/> (13/05/2022 à 18h)

³ KHOURY (N) and EPHRAIM (M) : « *La structure du capital : une synthèse des orientations théoriques et empiriques de la dernière décennie* » l'Actualité économique . Volume 61 , N 03 1985 pp 362-387.

⁴<https://www.strategie-aims.com/events/conferences/10-xiiieme-conference-de-l-aims/communications/> (13/05/2022à 22:12)

menées par les chercheurs . Ces recherches tiennent en compte de plusieurs contraintes concernant le type de variables indépendantes entrant dans la valorisation de la firme comme le **ROA** ,**ROE** , **DER** , **DAR** etc... . A titre d'exemple , dans le cas des entreprises manufacturières de la Bourse d'Indonésie au cours de la période 2013-2016 , il a été conclu que la structure du capital a un effet positif mais non significatif sur la valeur de l'entreprise , ce qui signifie que la hausse et la baisse de la dette n'affectera pas la valeur de l'entreprise en raison de la diversité et du degrés des facteurs qui influencent les décisions des investisseurs¹ . La structure du capital n'affecte pas la rentabilité de l'entreprise , mais elle a un effet positif sur la valeur de l'entreprise² .

4. Les théories supportant les contraintes de valorisation de la firme .

4.1. La théorie des coûts d'agence .

La relation d'agence résulte des caractéristiques des relations contractuelles qu'il y a entre le propriétaire et le dirigeant sous contraintes de délégation et d'engagement respectives des deux parties de la relation . Cette délégation résulte quand le propriétaire confie la gestion de l'entreprise à un manager ou dirigeant , et ce dernier devient responsable de la maximisation de l'utilité de l'actionnaire . Cependant , en suivant les suppositions de la théorie en considérant l'humain comme acteur rationnel cherchant à maximiser son utilité , et sous des conditions d'opportunisme , il s'avère que le dirigeant , cherche aussi à maximiser son utilité en parallèle avec le propriétaire , et cela peut être envisagée dans la mesure où les dirigeants ne sont pas simultanément des actionnaires, ils cherchent à maximiser leur rémunération salariale compte tenu du maintien de leur emploi. Les actionnaires de leur côté, cherchent à maximiser le rendement de leurs titres compte tenu du risque supporté³, dans ce cas il y a de bonnes raisons de penser que l'agent n'agira pas toujours dans le meilleur intérêt du principal vu sa disposition de plus d'informations sur la situation financière et les

¹ SUDIANI(N.K.A) and WIKSUANA(I G.B)::op.cit p, 263 .

² HIRDINIS(I) : Op .cit,p.190 .

³ https://www.academia.edu/35045411/Chapitre_1_Les_théories_de_la_structure_du_capital (10/05/2022 à 13:45)

performances de l'entreprise¹, ce qui implique que les intérêts des deux parties diffèrent et un problème d'agence surviendra . La relation peut être définie en concrétisant la somme des éléments ² :

- **Les dépenses de surveillance par le principal** qui décrivent les coûts entrepris par une partie afin de veiller à ce que les autres n'agissent pas à l'encontre de ses intérêts³.
- **Les dépenses de cautionnement par l'agent** qui sont les dépenses faites par une partie afin de démontrer aux autres parties qu'elle n'agit pas à l'encontre de leurs intérêts⁴.
- **La perte résiduelle** qui sont des coûts engendrés par les actions entreprises par les parties, malgré la présence des activités de contrôle et d'autodiscipline, et qui impliquent une baisse de la valeur de l'entreprise⁵.

La théorie des coûts d'agence interagit sur plusieurs volets concernant la valorisation de la firme , et d'une manière plus profonde sur les politiques de gouvernances de l'entreprise , et la structure du capital , c'est pour cette raison que les coûts d'agence se composent de **coûts des fonds propres** entre actionnaires et dirigeants, qui sont engendrés par le contrôle que les actionnaires doivent effectuer sur les dirigeants afin que ces derniers atténuent leur comportement opportuniste , et de **coûts d'agence liés aux dettes financières** entre actionnaires et créanciers, ces coûts sont générés par le contrôle exercé par les créanciers pour discipliner les actionnaires et les dirigeants⁶. Cependant l' intérêt principal portera sur la relation de la structure du capital avec les coûts d'agence .

¹ NGUYAN and al : « *corporate governance and agency cost : an empirical evidence from Vietnam* » in Journal of Risk and Financial Management , no13 ,2020, pp1-16

² JENSEN (M) and MECKLING (W). : « *theory of the firm : managerial behavior , agency cost and ownership structure* » in Journal of Financial Economics 3 , North-Holland Publishing company ,1976 , pp305-360.

³ https://www.academia.edu/35045411/Chapitre_1_Les_théories_de_la_structure_du_capital (14 /05/2022 à 20:03)

⁴ https://www.academia.edu/35045411/Chapitre_1_Les_théories_de_la_structure_du_capital (15 /05/2022 à 12:25)

⁵ https://www.academia.edu/35045411/Chapitre_1_Les_théories_de_la_structure_du_capital (15/05/2022 à13h)

⁶ KEBEWAR (M): *La structure du capital et son impact sur la profitabilité et sur la demande de travail : analyses théoriques et empiriques sur données de panel françaises*. Thèse de doctorat en Économies et finances. Université d'Orléans, 2012. p 16 .

4.1.1. La relation entre coût d'agence et gouvernance de l'entreprise .

La gouvernance de l'entreprise comme a été dit précédemment , indique la dualité des dirigeants , le conseil d'administration et le comité d'audit , cependant , le conseil d'administration a été accordée une importance particulière en ce qui concerne sa relation directe avec les coûts d'agence et tenant compte de sa position d'alternative primaire qui sert comme mécanisme de surveillance¹ et cela peut être déduit des études empiriques élaborées sur ce sujet .

Le conseil d'administration en tant qu'entité décisionnelle de l'entreprise , génère des coûts d'agence proportionnels aux caractéristiques du conseil en fonction de sa taille et de son indépendance . D'une part une grande taille du conseil d'administration augmentera la surveillance réciproque entre les membres du conseil et réduira donc les coûts d'agence² , mais elle réduira aussi l'efficacité de la communication et des interactions entre les membres . De l'autre part , le principe de séparation entre propriété et direction(Eisenhardt,1989)³ ou bien gestion , résulte par l'atteinte de l'entreprise d'un certain niveau de développement et de croissance . cependant , il est judicieux de pointer que la structure de la propriété est considérée comme facteur essentiel du système de la gouvernance de l'entreprise pour assurer un control efficace en tenant compte de ses deux majeures composantes⁴ qui sont :

- **la propriété managériale**
- **la concentration de la propriété.**

En revanche , la séparation entre propriété et direction incite à s'assurer que les gestionnaires ne s'écarteront pas de l'objectif du propriétaire , ce qui nécessite une bonne gestion des coûts d'agence . En établissant une structure d'administration indépendante, les propriétaires peuvent superviser et équilibrer les cadres dirigeants afin de s'assurer qu'ils

¹ BENHALIMA (I) : l'impact de la gouvernance bancaire sur la performance financière , thèse de doctorat en finance d'entreprise , l' école supérieure de commerce à Alger, 2019 , p .37 .

² DAQUAN (G) and al : « *Corporate Governance, Agency Costs, Corporate Sustainable Development : A Mediating Effect Analysis*» in *Discrete Dynamics in Nature and Society*, China ,2021,pp 1-15 .

³https://www.researchgate.net/publication/360300191_The_determinants_of_capital_structure_A_Comparative_Study_on_UK_and_Chinese_Companies (15/05/2022 à 18h)

⁴ BENHALIMA (I) : op.cit , p. 39.

agissent avec bonne foi vis à vis de leur intérêt , de faciliter la cohérence entre les parties prenantes , et d'augmenter les performances opérationnelles . Dans des études d'observation, plusieurs chercheurs ont également confirmé l'opinion que la supervision des administration indépendante des entreprises sur le conseil d'administration a un impact positif de sorte qu'elle réduise les coûts d'agence¹.

4.1.2. La relation entre coûts d'agence et endettement .

Étant donnée , les contraintes sur lesquelles repose la théorie des coûts d'agence , le comportement rationnel limité ainsi que l'opportunisme des agents , surviennent dès lors que la dette est désignée comme moyen de financement . Ce comportement peut être distingué en deux types de relations² :

- La relation principal / agent
- La relation actionnaire / créancier

4.1.2.1 La relation principal / manager .

De manière générale , l'endettement vient en faveur du comportement de l'actionnaire car il l'aide à atteindre son objectif primaire de maximisation de la richesse de la firme et ainsi , sa propre richesse , cela s'achève après la distribution des FCF (free cash flow)³ résultant du financement de toutes les activités rentables de l'entreprise . Cependant , considérant le caractère et la nature de la dette comme étant liée généralement à des charges fixes à retrancher de la trésorerie de l'entreprise pour une période donnée , qui vient à l'encontre du financement par actions qui se traduit par des plus ou moins-values au niveau des actionnaires⁴, la direction sera particulièrement attentive à la réussite de ses projets d'investissement financés par la dette , dans ce cas le dirigeant aura d'autre intention vis à vis

¹https://www.researchgate.net/publication/360300191_The_determinants_of_capital_structure_A_Comparative_Study_on_UK_and_Chinese_Companies/ (15/05/2022 à 18h).

² JENSEN (M) and MECKLING (W) : op.cit p.313.

³ BRIGHAM (E) and EHRHARDT (M) : op.cit, p. 561

⁴ KUBEN(R) : *financial leverage and firm value* , master in business administration, university of Pretoria ,2008 , p. 14

de la politique de financement par endettement , car il sera sujet à un fort contrôle de la part des actionnaires, vu le risque de faillite¹ auquel l'entreprise fait face dans ce cas , d'où l'obligation à respecter l'engagement du remboursement de la dette , qui dans le cas échéant , entraînera la liquidation de la firme et la perte du dirigeant de son emploi et sa rémunération , ainsi que sa réputation ².

Pour minimiser les coûts d'agence entre les actionnaires et managers , un mécanisme d'incitation salariale intervient (Fama 1980) basée sur plusieurs suppositions³ telles que des bonus, des révisions de salaire indexés sur la performance, des stock options, et des décisions de licenciement reposant sur la performance. Néanmoins , deux suppositions de système⁴ essentielles sont les plus répandues tenant compte de la contrainte du temps :

- Si le programme incitatif consiste en un système de bonus basé sur les profits à court terme, les dirigeants favoriseront les projets rémunérateurs à court terme.
- Si le programme incitatif consiste en un système basé sur la valeur des actionnaires, alors le LT devient aussi important que le CT et les intérêts des deux parties seront mieux jumelés.

4.1.2.2 La relation actionnaire / créancier .

Le conflits entre actionnaires et créanciers réside essentiellement dans l' asymétrie d'information qui existe de la part de l'actionnaire , celui ci étant donnée sa situation d'agent opportuniste qui cherche à maximiser sa richesse , sera éligible de profiter de sa liberté dans la gestion des fonds confiés par les obligataires pour s'approprier au détriment de ces derniers d'une richesse détournée pour leur intérêts particuliers⁵. D'autant plus que la responsabilité limitée des actionnaires , l'observabilité imparfaite des créanciers sur les actionnaires et les caractéristiques des clauses du contrat, inciteront l'actionnaire à choisir des projets plus risqués , cela affectera négativement les obligataires en cas de non rentabilité du projet choisis , cela peut être envisagé de deux manières⁶ :

¹ BENHALIMA (I) : op .cit ,p. 41 .

² VERINEMMAN (P) and al : op.cit 705

³ BENHALIMA (I) : Ibid , p.42.

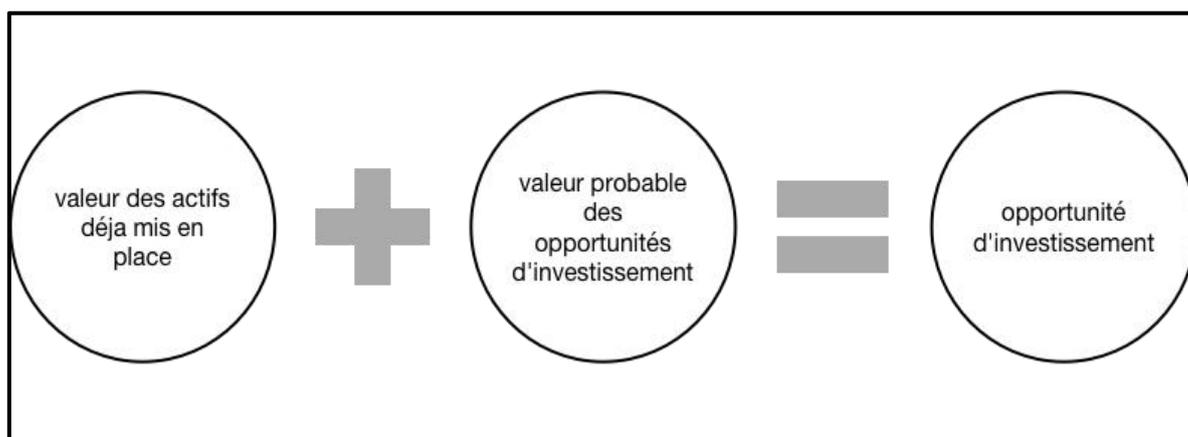
⁴ https://www.academia.edu/35045411/Chapitre_1_Les_théories_de_la_structure_du_capital (16 /05/2022 à 8:20.)

⁵ https://www.academia.edu/35045411/Chapitre_1_Les_théories_de_la_structure_du_capital (16 /05/2022 à 8:45).

⁶ KHOURY (N) and EPHRAIM (M) : op.cit , p375

- **La substitution d'actifs ou de projets** : les actionnaires après avoir été accordé le contrat de la dette , changeront de politique d'investissement pour opter pour des projets à risque élevé , car leur rentabilité sera plus forte , ce qui affectera positivement la richesse de l'entreprise et de l'actionnaire . Cependant , ce changement , est considérée comme approbation d'une partie de la valeur de l'entreprise qui revient essentiellement aux créanciers , Dans ce cas, la qualité des titres de créance est révisée à la baisse puisque le risque du projet réellement entreprise est plus élevé et n'est pas compensé en terme de rendement.
- **Le sous investissement** : est basée essentiellement sur la notion d'opportunité d'investissement Myers (1977)¹ , cela explique le comportement du dirigeant en faveur de l'actionnaire dans le choix de projet qui augmentera les créances de l'obligataire et lui donnera une certaine notoriété en matière de gain et de priorité sur l'actionnaire , cela revient à la différence entre actionnaire et manager , il a été démontré selon Brigham² , que l'actionnaire , vu son choix diversifié de portefeuille , aura tendance à choisir des projet risqué et dont leur VAN est positive , mais les managers , ont tendance à choisir que la possibilité la plus sûre , car leur employabilité dépend d'une seule entreprise .

Figure No 3 : Les éléments constituant l'opportunité d'investissement .



Source : Établie selon les résultats et notions de MYERS (S.C):«Capital structure», in Journal of Economic Perspectives , Volume 15, No 2 p97 (2001) .

¹ MYERS (S.C) : op.cit , p.97

² BRIGHAM (E) and EHRHARDT (M) : op.cit ,p.602

Cette notion éclairci l'idée de répartition de la dette dans le financement , suivant une perspective prudente , il a été conclu que les actifs dont la valeur n'est pas fonction des investissements futurs discrétionnaires¹ doivent être financés par dette afin de profiter de la déductibilité des charges financières étant donné que les actionnaires connaissent avec certitude les flux générés par ces actifs et ne cherchent qu'à maximiser leur valeur. Par contre, les actifs dont la valeur dépend directement des opportunités des investissements futures, n'ont pas de valeur connue avec certitude et doivent être financé par capital action² .

4.1.3. Les directions de la théorie de l'agence :

Après avoir désigné les différentes pistes sur lesquelles peut intervenir la théorie de l'agence pour mieux comprendre le comportement des acteurs internes et externes de la firme ainsi que leur interactions suivant les contraintes auxquelles chacun d'entre eux est soumis , il est tout de même nécessaire de divulguer les apports de cette théorie en matière de réduction de conflit . Cela peut être envisagé par deux point fondamentaux³ :

- L' intégration de la coopération à la structure organisationnelle de l'entreprise, par le biais de la **théorie positive de l'agence** , afin de donner un aperçu plus clair et efficace sur les différentes formes organisationnelles constituant la firme .
- La proposition de mécanisme aboutissant à la réduction des coûts d'agence tel que⁴ la répartition du risque entre les agents , par le biais de la **théorie normative d'agence** .

4.2. La théorie du signal .

La théorie du signal est conséquence directe de la problématique majeure des marchés financiers imparfait , qui est l' **asymétrie d'information** . Elle vise à clarifier les contraintes de ces marchés qui régissent sous l' hypothèse d'une imparfaite circulation de l'information entre leur éléments constitutifs , ainsi que le comportement opportuniste de leur acteurs . De façon générale , la théorie du signal s'est enracinée dans le monde de la finance , et dans le financement de l'entreprise plus spécifiquement , avec les apports de Ross (1977)⁵ , qui avait

¹ KHOURY (N) and EPHRAIM (M) : op.cit , p.376

² KHOURY (N) and EPHRAIM (M) : Ibid , p.376

³ BENHALIMA (I) : op.cit , p.47

⁴ BENHALIMA (I) : Ibid , p.47

⁵ KEBEWAR (M) : op.cit , p.18

conclu que la structure du capital d'une entreprise peut être un signal aux crédateurs, ainsi tout changement dans la politique financière provoque une modification de la perception de l'entreprise par les crédateurs et constitue donc un signal pour le marché. L'investisseur est donc toujours à la recherche d'un signal émis par les dirigeants, ce signal lui permet de savoir dans quelle situation financière l'entreprise se trouve. Cependant, l'asymétrie d'information n'affecte pas directement la valeur de la firme mais plutôt c'est la perception de cette information et son interprétation par les actionnaires qui l'affectent¹.

4.2.1. Définition :

*«Les managers sont mieux placés que les investisseurs pour prévoir les flux de trésorerie disponibles d'une entreprise. Cette situation est celle que les académiciens appellent l'asymétrie d'information »*². D'après cette définition, la relation entre les actionnaires et les investisseurs devient conflictuelles, cela revient aux caractéristiques de l'asymétrie d'information définies par Akerlof (1970)³ :

- **La sélection adverse** traitée par Akerlof dans son article « Market for Lemons »⁴, qui déduit que le prix perd son rôle informationnel comme un parfait signal de la valeur du bien, puisque, pour un même prix, il est possible d'obtenir des biens de qualités différentes. Dans ces conditions, le marché concurrentiel ne peut plus fonctionner efficacement et l'agent par manque d'information risque de sélectionner un produit pour un prix qui ne le convient pas. cela peut être perçu dans l'environnement de l'entreprise où, les mêmes informations ne sont pas disponibles pour toutes les parties et les dirigeants d'une entreprise peuvent avoir plus d'informations que les investisseurs⁵.

¹ <https://fr.scribd.com/document/422961496/La-Theorie-de-Signal> (16 /05/2022 à 11:37)

² BRIGHAM (E) and EHRHARDT (M) : op.cit p.602

³ BELGHITI (H) : *Les déterminants de la structure du capital, application pour les entreprises canadiennes et américaines*, mémoire de maîtrise en administration des affaires, université du Québec à Montréal, 2006 p 29

⁴ AKERLOF (G.A.O.) : «The Market for "Lemons": Quality Uncertainty and the Market Mechanism » in The Quarterly Journal of Economics Vol. 84, No. 3 (Aug., 1970), pp. 488-500

⁵ VERINEMMAN (P) and al : op.cit,p .637

- **Le risque d'aléa moral** relève des caractéristiques opportunistes de l'individu et fait référence à des situations où une partie du marché ne peut observer le comportement de l'autre partie¹ .

4.2.2. Mécanismes de réduction des coûts de l'asymétrie d'information .

A fin de réduire les coûts liés à l'asymétrie d'information , les acteurs internes de la firme comme les dirigeants² , grâce à leur bonne connaissance des contraintes financières de l'entreprise , transmettent des signaux de différents genres aux acteurs externes³ pour les rassurer de la qualité de l'entreprise et de son bon fonctionnement et pour asseoir une confiance générale en leur compétences⁴ . La signalisation peut se faire via différentes méthodes⁵ en relation avec la structure du capital comme l'autofinancement , l'endettement , l'augmentation du capital , la politique de distribution de dividende et l'investissement .

L'intérêt sera focalisé sur l'endettement pour sa relation directe avec le levier financier .

4.2.3. La signalisation et l'endettement .

Pour Ross, le niveau d'endettement élevé signifierait la performance de la firme alors que pour d'autres, dont Jensen (1986), l'endettement (avec ses paiements d'intérêt et de principal) serait un vecteur de réduction des comportements opportunistes. Ainsi, un niveau élevé d'endettement serait un moyen, soit de signaler que le manager n'adopte pas un comportement opportuniste, soit de le contraindre à cesser un tel comportement. Le signal est donc équivoque⁶.

D'après le modèle présenté par Ross (1977)⁷, le niveau d'endettement permet aux dirigeants de l'entreprise de faire distinguer la firme en fonction de la qualité de leur projet d'investissement , car d'une part , les dirigeants ont la totalité de l'information émise sur le marché et connaissent les conditions dans lesquelles opère l'entreprise , cela fait croire que leur prévisions sont meilleures . De l'autre l'émission d'un mauvais signal pourrait induire

¹ BELGHITI(H) : *ibid*,p. 29

² SEONG (M.B) and al :« *a cross country investigation of corporate governance and corporate sustainability disclosure : a signaling theory perspective* » in *sustainability* ,no 10 , 2018 , pp 1-16

³ *Idem*

⁴ POINCELOT (E) :«*information asymétrique et choix financiers : une note critique* »in *ÉFINÉCO*, vol. 7, No 1, 1er semestre 1997 p .85

⁵ <https://d1n7iqsz6ob2ad.cloudfront.net/document/pdf/53bb8e0d6c66c.pdf> (16/05/2022 à 21h)

⁶ POINCELOT (E) : *op.cit* ,p .86

⁷ <https://d1n7iqsz6ob2ad.cloudfront.net/document/pdf/53bb8e0d6c66c.pdf> (16/05/2022 à 00:40)

vers la liquidation , donc seules les entreprises de bonne qualité peuvent utiliser le niveau d'endettement pour se signaler vis-à-vis des investisseurs externes.

L'effet de la signalisation a aussi été démontré dans les études modernes comme étant , dans le cas de signaux positifs , un outil d'augmentation de la valeur et des performances de l'entreprise, tandis que dans le cas des signaux négatifs , aura lieu la réduction du cours des actions et de la demande de produits¹.

¹ SEONG (M.B) and al : op.cit, p. 3 .

Section 02 : L'effet de levier , la structure du capital et leur relation avec la valeur de la firme .

Il est désigné par la structure du capital , la combinaison optimale entre les proportions de l'endettement et des capitaux propres dans le coté passif du bilan¹ qui aboutissent cumulativement , à la maximisation de la valeur de l'entreprise . Cependant , cette structure , étant liée essentiellement aux moyens de financement de la firme et donc à sa politique financière , s'avère être en relation avec le risque financier , et dans certains cas avec le risque opérationnel , en considérant à la fois une variabilité de contraintes et de facteurs² , constituant , les caractéristiques du marché financier qui seront montrées dans l'explication des études déjà élaborées sur ce sujet .

1. Les approches de la structure du capital .

Figure No 4 : Les composantes de la valeur de l'entreprise .

ENTERPRISE VALUE or FIRM VALUE (EV)	VALUE OF NET DEBT (V _D)
	EQUITY VALUE (V _E)

Source : VERINEMMAN (P) and al : op.cit p 637

1.1. Les apports de Modigliani et Miller .

A fin de concrétiser l'aspect de la valeur de l'entreprise , MM , ont suggéré deux propositions (avec et sans taxes)³

Supposition 1 : la valeur de l'entreprise sans taxe (MM 1958)

«Sous certaines hypothèses, le coût total du capital de l'entreprise, et donc la valeur de marché de l'entreprise, sont indépendants de la structure du capital. Ils ne dépendent que de la rentabilité du capital total»⁴

¹ MYERS (C.S) : op.cit, p.81

² MYERS (CS.S) : Ibid, p.82

³ BRIGHAM (E) and EHRHARDT (M) : op.cit p,610

⁴ BARTOSOVA (V) and JAROS (j) : «to the capital structure choice : miller and modgilliani model », In Procedia Economics and Finance 26 slovakia (2015)pp 351 – 358,

Cette proposition repose une panoplie de conditions et de contraintes¹ entrant dans le cadre du marché financier parfait et relatives au comportement des investisseurs :

- **Des marchés de capitaux parfaits** : Les titres sont négociés dans une situation de marché de capitaux parfait. Cela signifie concrètement que :
 - les investisseurs sont libres d'acheter ou de vendre des titres .
 - ils peuvent emprunter sans restrictions aux mêmes conditions que les entreprises .
 - ils ont un comportement rationnel.
- Les **coûts de transaction**, c'est-à-dire les coûts d'achat et de vente de titres, **n'existent pas**.
- **Classes de risque homogènes** : Les entreprises opèrent dans des conditions de marché similaires et présentent un risque d'exploitation similaire et appartiennent à des classes de risque homogènes lorsque leurs bénéfices attendus présentent des caractéristiques de risque identiques. L'hypothèse MM implique généralement que les entreprises d'une même industrie constituent une classe homogène.
- **Le risque opérationnel** est défini en termes de variabilité du résultat net d'exploitation (net operating income). Le risque des investisseurs dépend à la fois des fluctuations aléatoires du résultat net d'exploitation attendu et de la possibilité que la valeur réelle du résultat soit différente de leur estimation.
- Il n'existe **pas d'impôt** sur les sociétés. Cela implique que les intérêts payables sur la dette ne permettent pas d'économiser des impôts .
- Les entreprises **distribuent** la **totalité** de leurs **bénéfices nets** aux actionnaires. Cela signifie que que les entreprises versent 100 % de leurs dividendes, car elle n'a pas d'opportunité de croissance ²

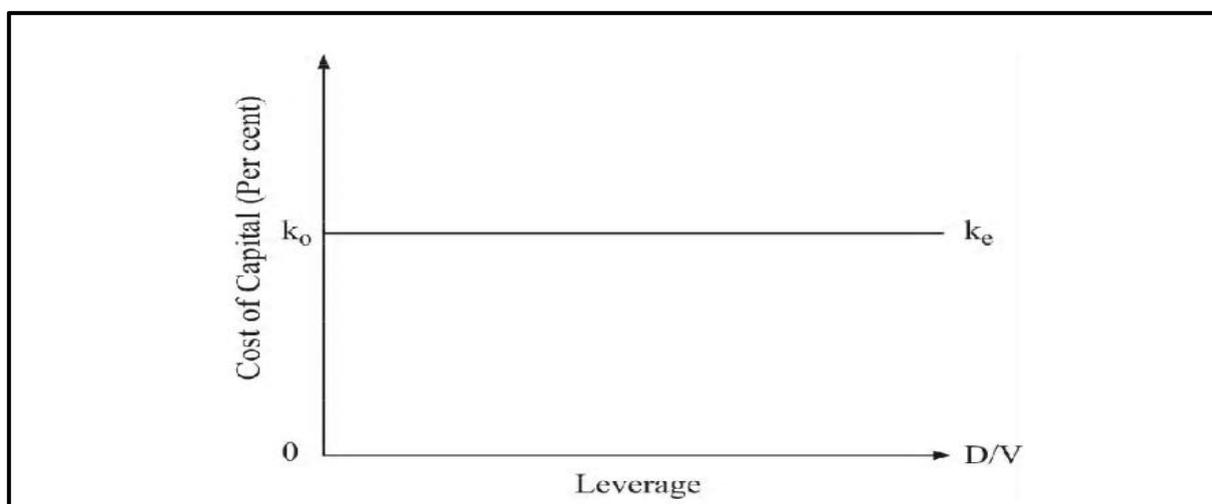
¹ PANDEY(I.M.): op.cit, p. 135-136

² BRIGHAM (E) and EHRHARDT (M): op.cit, p.610

Cette situation implique que le coût moyen pondéré du capital (WACC)¹ sera illustré ainsi :

$$\text{WACC} = K_e \left(\frac{E}{V} \right) + K_d \left(\frac{D}{V} \right)$$

Figure No 05 : Représentation graphique du coût du capital suivant la première supposition.



Source : PANDEY(I.M.):. op.cit p. 138.

Cette équation , suivant l'approche traditionnelle , montre que d'une part le WACC d'une entreprise endettée serait inférieur à celui d'une entreprise non endettée car la dette est toujours moins chère que les fonds propres ($K_d < K_e$) vu qu'elle est moins risquée² et de l'autre une entreprise endettée serait nécessairement plus valorisante qu'une entreprise non endettée , mais suivant les contraintes et propositions de MM (1958) qui ont mis en cause l'approche traditionnelle , Peu importe le niveau d'endettement , la valeur de deux entreprises , une endettée et l'autre non , restera la même car selon MM (1958)³, même en cas d'endettement extrême, le WACC reste constant: Si K_d augmente, K_e augmentera à un taux décroissant et

¹ MYERS (C.S) : op.cit p.84

² VERINEMMAN (P) and al : op.cit ,p.684-685

³ BELGHITI(H) :op.cit, p.15

éventuellement risque de baisser. L' équilibre dans ce cas entre les deux pourrait être restauré par arbitrage qui rendra les deux entreprises en face du même risque¹

L'arbitrage se fait par le mécanisme suivant² :

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

L'arbitrage cessera dès que les valeurs des deux entreprises s'aligneront à nouveau ³.

Supposition 2 : La valeur de l'entreprise avec taxation (1963) .

L'intégration de l'effet de la fiscalité part du principe que : *«la neutralité de la structure financière sur la valeur de la firme réside dans le fait qu'il n'y a pas d'avantage à ce que l'entreprise recoure à l'emprunt si les investisseurs peuvent s'endetter dans les mêmes conditions que celle-ci»*⁴ .

La notion d'avantage fiscale connue essentiellement sous forme de baisse ou réduction des impôts payés et qui est fortement lié à l'endettement , augmente la valeur de l'entreprise car⁵ elle permet aux sociétés de déduire les paiements d'intérêts en tant que dépenses. Cela signifie que l'entreprise paie moins au gouvernement, et une plus grande partie de son cash-flow est disponible pour ses investisseurs. En d'autres termes, la déductibilité fiscale des paiements d'intérêts protège le revenu avant impôt de l'entreprise .

L 'équation du coût moyen pondéré du capital devient ainsi :

$$WACC = K_e \left(\frac{E}{V} \right) + K_d (1 - T) \left(\frac{D}{V} \right)$$

¹ VERINEMMAN (P) and al : op.cit, p. 685

² VERINEMMAN (P) and al : Ibid ,p .685

³ VERINEMMAN (P) and al : Ibid p.687

⁴ CHARREAUX (G) et ALBOUY(M) : *Les grands auteurs en finance* , EMSEditors , 2017 p .117.

⁵ BRIGHAM (E) and EHRHARDT (M): op.cit, p.611

Dans ce contexte , la valeur de la firme devient celle de l'entreprise non endettée augmentée du montant de l'économie d'impôt et elle accroît selon le niveau d'endettement , à noter que que la structure optimale est réalisée avec 100 % de dette selon la formule suivante :

$$VL = VU + TD$$

1.2. La théorie du compromis (trade off theory) .

Les propositions de M&M furent appliqué suivant les contraintes de marché financier parfait, à l'exempte de coûts d'agence et de faillite liés essentiellement à la politique de financement par endettement , mais , cette conditions de perfection a été mise en cause pour définir un modèle de référence en matière de valorisation , suivant les conditions réalistes de l'environnement économique de l'entreprise , car ces différents coûts sont fréquemment visualisé pour leur ampleur et fréquence qui impacte essentiellement la structure du capital de l'entreprise .

Avant de procéder aux résultats trouvé par les fondateurs de la théorie , il est judicieux d'expliquer un élément clé constituant une partie majeure de la formule de la valeur de la firme tenant compte des coûts supportés

La situation de faillite désigne selon Warner (1977)¹ l'état dans lequel une entreprise est incapable de liquider ses dettes ou souffre d'une détérioration de ses conditions financières . Cette situation engendre des **coûts de faillite**², qui comprennent :

- **les coûts directs** de la procédure de faillite sous la forme de dépenses administratives telles que les honoraires du syndic, les frais de justice, le temps perdu par les cadres dans les litiges.

¹ CHENG (M.C) and TZENG (Z.C) : «The Effect of Leverage on Firm Value and How The Firm Financial Quality Influence on This Effect» World Journal of Management Vol. 3. No. 2. September 2011 pp. 30-53

² WAYNE (Y) and BARKER (H) . : «Coûts de faillite et capacité d'endettement optimale de l'entreprise : Une théorie positive de la structure du capital» In Southern Economic Journal Vol. 43, n° 4 (avril.1977),pp53-65 .

ainsi que les **coûts indirects** résultant de¹ :

- publicité négative concernant l'intégrité de l'entreprise .
- des annulations de commandes (par crainte qu'elles ne soient pas honorées)
- baisse de crédits commerciaux (car ils risquent de ne pas être remboursés)
- une baisse de la productivité (grèves, sous-utilisation des capacités de production)
- plus d'accès au financement (même pour des projets rentables) .
- des coûts humains incalculables.

La théorie du compromis donc , comme son nom l'indique est basé sur la réalisation d'un certain équilibre via des permutations entre les avantages et les coûts encourus par l'endettement² , c'est pour cela que l'entreprise visera donc un ratio cible de dette par rapport aux capitaux propres , en respectant les contraintes d'imperfection des marchés financiers .

La valeur de l'entreprise endettée devient³ la sommation de la valeur d'une entreprise sans levier financier (non endettée) , plus la valeur de tous les effets secondaires, qui comprennent l'impact de la fiscalité et les coûts attendus de la détresse financière (coûts de faillite) et des coûts d'agence⁴ . cette valeur , atteindra son optimum à un certain niveau du ratio dette par rapport aux capitaux propres , et recensera après ce point , contrairement à la supposition de M&M(1963) tenant compte de la fiscalité dans des conditions de marchés financiers parfait .

Figure No 6 : La valeur de l'entreprise endettée en présence de la fiscalité , des coûts de faillite et d'agence .

$$V_L = V_u + \tau D - \text{Valeur actuelle des coûts de la faillite} \\ - \text{Valeur actuelle des coûts d'agence.}$$

Source : GLIZ (A) :«Le problème de l' évaluation de l'entreprise en privatisation dans un contexte de transition vers l' économie de marché,» dans Les Cahiers du CREAD, n° 54 2000 ,5 p 13

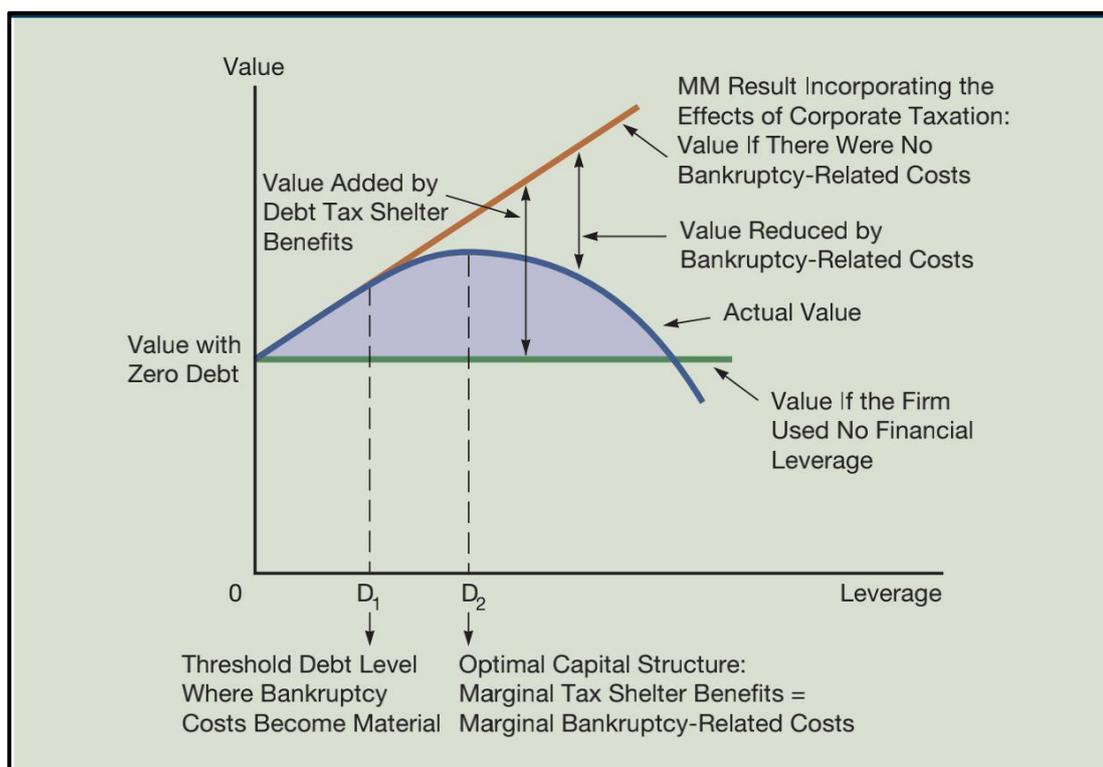
¹ VERINEMMAN (P) and al : op.cit, p. 707.

² ADAKSOU (M) et ADAIR (P) : *Théorie du compromis versus théorie du financement hiérarchique : une analyse sur un panel de PME non cotées* , 12eme congrès international francophone en entrepreneuriat et PME Agadir , 2014, p. 4

³ BRIGHAM (E) and EHRHARDT (M): op.cit p. 614.

⁴ GLIZ (A) :«Le problème de l' évaluation de l'entreprise en privatisation dans un contexte de transition vers l' économie de marché,» dans Les Cahiers du CREAD, n° 54 2000 ,5 pp 1-29

Figure No 7 : Représentation graphique de la valeur de la firme suivant les théories abordées.



Source : BRIGHAM (E) and EHRHARDT (M): op.cit p, 614 .

1.3. La théorie de l'ordre hiérarchique (pecking order theory) .

La tenue des contraintes d'imperfection des marchés financiers , s'effectue par extension de la théorie du compromis , avec intégration des asymétries d'information pour donner lieu à la théorie de l'ordre hiérarchique , qui repose essentiellement sur la perception du mode de financement des investissements par les dirigeants . Selon Myers (1984)¹ , les dirigeants compte tenu de leur position interne disposent de plus d'informations sur la valeur réelle de l'entreprise et le risque d'entreprise que les investisseurs extérieurs , ce qui leur amène à choisir l'autofinancement en premier en utilisant le bénéfice non distribué pour soutenir leur opportunités d'investissement et en ajustant leur ratio de distribution de dividendes² cible à

¹ MYERS (C.S) :«*The Capital Structure Puzzle*»The Journal of Finance No.3 JULY 1984 ,pp2-16

² GUNARISH (T) , CULATA (E) and RALNA (P) : «*PECKING ORDER THEORY AND TRADE-OFF THEORY OF CAPITAL STRUCTURE: EVIDENCE FROM INDONESIAN STOCK EXCHANGE*» In Journal The WINNERS, Vol. 13 No. 1, March 2012: pp 40-49

ces opportunités , ce qui résout la problématique d' asymétrie d'information¹ .

En second lieu , dans le cas où il y' a fluctuation imprévisible ² de la rentabilité et des opportunités d'investissement , et il y' a présence de forte asymétrie d'information , l'entreprise considère ses dépenses d'investissement , et fait recours au financement externe . elle émet d'abord le titre le plus sûr , en d'autres termes, elles commencent par ³ les titres à court terme, puis la dette , puis éventuellement des titres hybrides tels que des obligations convertibles .

En dernier , l'entreprise recours à l'émission de nouvelles actions , elle commence par les actions privilégiées puis les actions ordinaires .

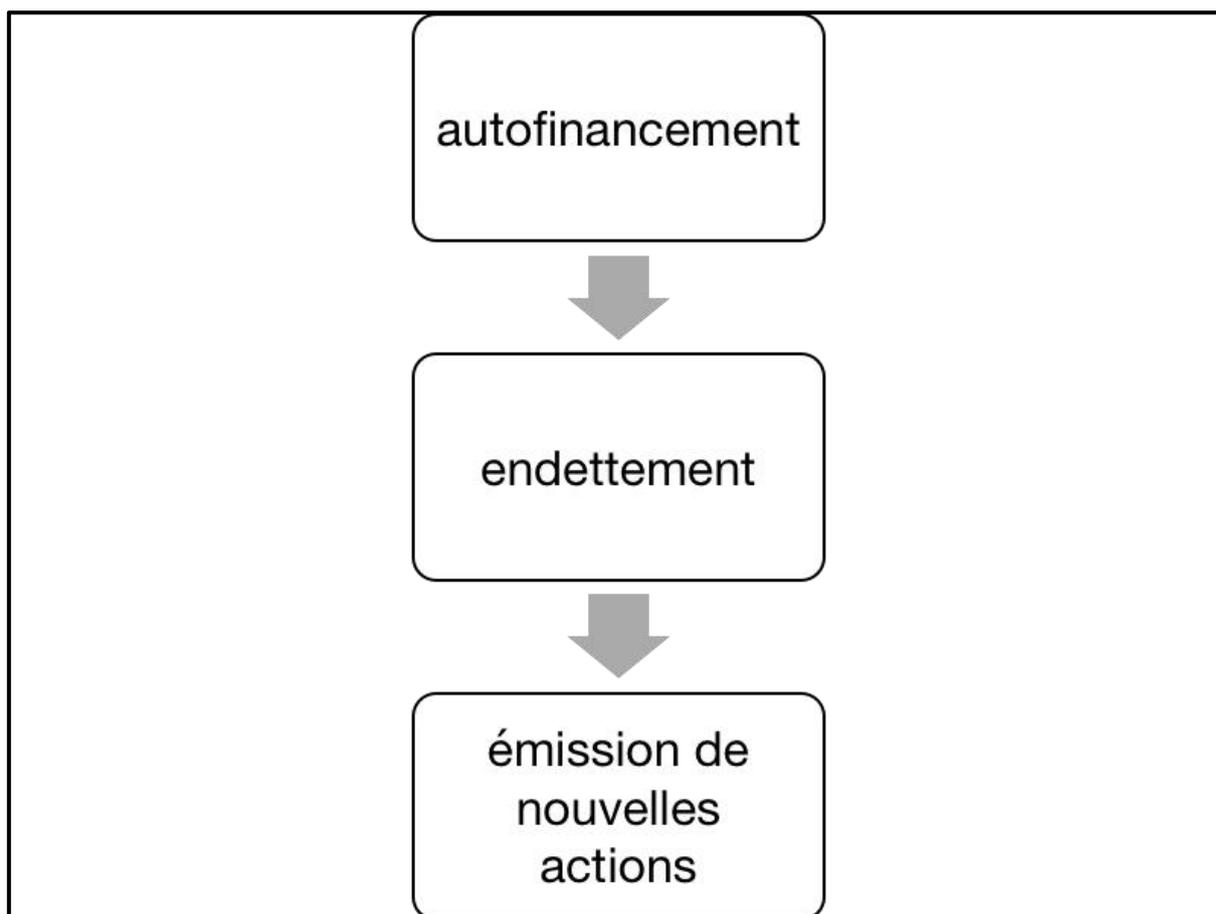
Suivant ces différentes propositions , il n'y a pas de combinaison dette-fonds propres cible bien définie, car il existe deux types de fonds propres, internes et externes, l'un en haut de la hiérarchie et l'autre en bas. Le ratio d'endettement observé de chaque entreprise reflète ses besoins cumulés de financement externe (Myers 1984)⁴ .

¹ CHEN (L) : *How the Pecking-Order Theory Explain Capital Structure* , Graduate School of Business and Operations Management, Chang Jung Christian University, Taiwan p.2

² MYERS (C.S) :«*The Capital Structure Puzzle*» op.cit p.8

³ GUNARISH (T) , CULATA (E) and RALNA (P) : Ibid ,p.41

⁴ MYERS (C.S) :«*The Capital Structure Puzzle*» : Ibid , p.8

Figure No 8 : Représentation de la théorie de l'ordre hiérarchique .

Source : Établie par l'étudiante , selon les résultats élaborés précédemment .

2. La relation entre les leviers opérationnels et financiers et la valeur de l'entreprise .

La relation entre les leviers opérationnels et financiers , dans un cadre étroit , pose son intérêt majoritairement sur l'hypothèse du compromis qui a été présenté par Myers en 1977¹. La théorie qu'il a élaborée stipule qu'une entreprise ayant un levier d'exploitation élevé devrait avoir un levier financier élevé, c'est-à-dire une relation positive entre les variables. Cette hypothèse repose sur la notion selon laquelle les entreprises possédant un grand nombre d'actifs fixes peuvent obtenir, en utilisant ces actifs comme garantie, des engagements à long terme à un coût moindre. La théorie présentée par Myers est soutenue par un modèle construit

¹ NYMAN (H) and WENTHAL (L) :*Do Firms Balance Their Operating and Financial Leverage?The Relationship Between Operating and Financial Leverage in Swedish, Listed Companies*, Bachelor Thesis , June 2013, p 9.

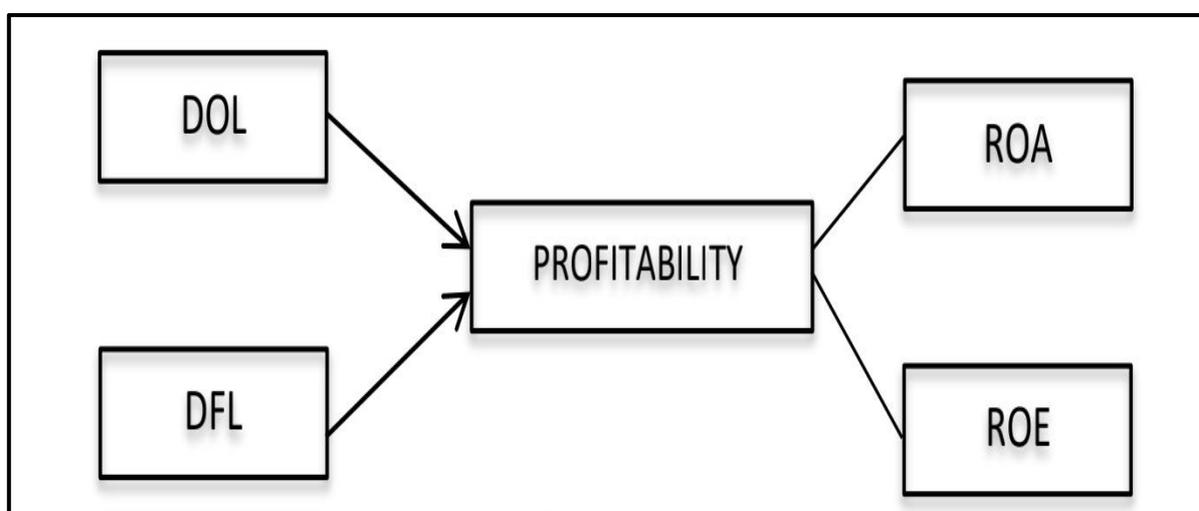
par Harris et Raviv (1991). Leur modèle stipule que les entreprises disposant de plus d'actifs tangibles auront un montant de dette relativement plus important.

Cependant , la permutation dans l'utilisation des deux leviers à fin d'en tirer le maximum d'avantage , qui est prioritairement connu sous la maximisation de la valeur de l'entreprise , peut être distinguée par la considération des variables explicatives de chaque élément et leur relation avec les outils de mesure de la rentabilité et de la profitabilité , par divers chercheurs au cours des dernières décennies.

2.1. Les mesures de la profitabilité et son impact sur la valeur de la firme

Parmi les outils de mesure de la profitabilité , on peut trouver le ROA , le ROE , le DOL et le DFL .

Figure No 9 : Les outils de mesure de la profitabilité .



Source : ASRAF(M) and MUCHIA (D) : « *Analysis of the Effect of Operating Leverage and Financial Leverage on Companies Profitability Listed on Indonesia Stock Exchange* », in *Jomata International Journal of Management* Vol. 2 No. 1 March 2020 pp45-50.

Selon Kasmir (2015)¹, **les ratios de rentabilité** sont des ratios permettant d'évaluer la capacité des entreprises à rechercher des bénéfices ou des profits sur une certaine période. Ces ratios fournissent également une mesure de l'efficacité de la gestion d'une entreprise, qui a montré les capacités bénéficiaires de ses ventes ou bien ses revenus d'investissement.

Parmi ces ratios, on y trouve :

Le rendement des actifs (ROA)² qui indique le degré de rentabilité d'une entreprise par rapport à son actif total. La direction de l'entreprise, les analystes et les investisseurs peuvent utiliser le ROA pour déterminer l'efficacité avec laquelle une entreprise utilise ses actifs pour générer des bénéfices. Ce ratio est généralement exprimée en pourcentage en utilisant le revenu net d'une société et ses actifs moyens. Un ROA élevé signifie que l'entreprise est plus efficace et plus productive dans la gestion de son bilan pour générer des bénéfices, tandis qu'un ROA plus faible indique que des améliorations sont possibles.

Le rendement des capitaux propres (ROE)³ est une mesure de la performance financière calculée en divisant le bénéfice net par les capitaux propres. Comme les capitaux propres sont égaux aux actifs d'une société moins ses dettes, le ROE est considéré comme le rendement des actifs nets. Le ROE est considéré comme un indicateur de la rentabilité d'une société et de son efficacité à générer des bénéfices.

2.2. Les apports des recherches modernes.

La corrélation entre le levier opérationnel et financier, change d'un pays à un autre et vis-à-vis des techniques d'évaluation utilisées, par exemple Lestari et Nuzula (2017)⁴ cherchent à savoir si la entreprise a été efficace dans l'utilisation des degrés des leviers financiers (DFL) et des leviers opérationnels (DOL) afin d'augmenter la rentabilité (ROE) de

¹ASRAF(M) and MUCHIA (D) : « *Analysis of the Effect of Operating Leverage and Financial Leverage on Companies Profitability Listed on Indonesia Stock Exchange* », in Jomata International Journal of Management Vol. 2 No. 1 March 2020 pp45-50.

² <https://www.investopedia.com/> (18/05/2022) à 4:30

³ <https://www.investopedia.com/> (18/05/2022) à 4:40

⁴ ADYANA (I) and al : « *The Effect of Ownership and Financial Performance on Firm Value of Oil and Gas Mining Companies in Indonesia* » in International Journal of Energy Economics and Policy, , vol110 no5 , 2020 pp 103-109.

l'entreprise. Les résultats de l'analyse suivant une régression linéaire multiple montrent que le DFL et le DOL ont un effet significatif sur le ROE.

D'un autre point de vue orientée vers le cycle de vie de l'entreprise , ainsi que sa taille , Grau & Reig (2019)¹ analyse l'effet que le levier d'exploitation exerce sur la rentabilité des petites et moyennes entreprises . La régression et les données de 2009- 2016 de l'étude donnent des résultats qui suggèrent que le levier opérationnel n'influence pas seulement la rentabilité, mais affecte également d'autres sources de risque comme l'endettement, la taille, l'innovation .

Sur le volet des coûts d'agence , Li, Li & Zeng (2020)² ont examiné l'influence de la flexibilité de la contraction, du levier d'exploitation et du levier financier du point de vue de la relation actionnaire / créancier . L'étude a ajouté à la littérature en créant un lien entre le levier financier et la flexibilité opérationnelle, comme celle de la production . En donnant un rôle concis de la gouvernance de la dette dans l'atténuation des problèmes d'agence.

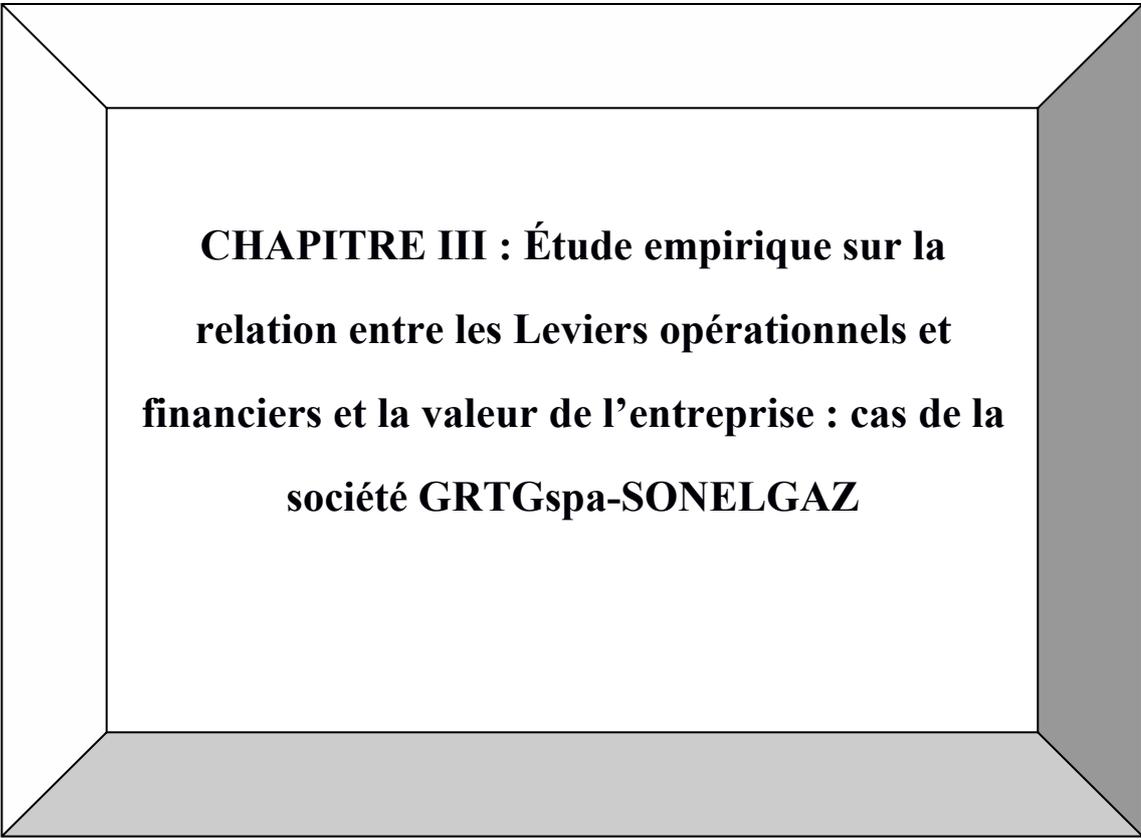
¹ YINUSA (G.O) and al : «*OPERATING LEVERAGE AND FIRM VALUE OF MANUFACTURING FIRMS IN NIGERIA*» in International Journal of Commerce and Finance, Vol. 7, Issue 1, 2021, pp77-91

² YINUSA (G.O) and al :Ibid , p .82 .

Conclusion du deuxième chapitre

Il a été démontré d'après ce chapitre , l'importance des éléments structurels , entrant dans la valorisation de la firme et leurs interactions avec les contraintes auxquelles fait face l'entreprise , que ce soit sur le niveau interne ou externe , d'autant plus que leur relation avec les outils de quantification de sa problématique majeure résidant dans son risque opérationnel et financier .

L' intérêt a porté sur les grands volets en terme de taille , de gouvernance et de structure de capital pour avoir une idée générale sur les mécanismes affectant la valeur de l'entreprise et pour offrir une base de compréhension de l'impact de l'endettement sur cette dite valeur .



**CHAPITRE III : Étude empirique sur la
relation entre les Leviers opérationnels et
financiers et la valeur de l'entreprise : cas de la
société GRTGspa-SONELGAZ**

Introduction du troisième chapitre

L'impact auquel fait face la valeur de l'entreprise par le biais de l'utilisation des leviers opérationnels et financiers reste un sujet d'étude d'actualité , il a été démontré sur le volet théoriques par plusieurs apports scientifiques .

Cependant , pour pouvoir illustrer cette impact , on va enchaîné une démarche d'analyse mettant à l'avant , tout ce qui a été rapporté dans les deux premiers chapitre .

Au premier abord , L'analyse portera dans la première section sur l'initiation à la connaissance de l'entreprise sujet d' étude , qui est la GRTGspa-SONELGAZ , puis sur la description de ses sources de revenus , ainsi que ses clients .

Deuxièmement , on procédera dans la deuxième section à la mobilisation d'un diagnostic financier de l'entreprise , en conduisant une analyse de son bilan , compte de résultat , rentabilité et pour finir , déterminer sa valeur suivant l'approche patrimoniale , pour une durée de cinq ans , à compter de l'an 2016 jusqu'à 2020 .

Troisièmement , on fera l'illustration du lien entre la valeur de l'entreprise et les indicateurs des leviers opérationnels et financiers , qui sont respectivement le DOL et le DFL .

Section 01 : Introduction à l'organisme sujet d'étude .

1. Dénomination sociale.

La GRTG est le gestionnaire du réseau de transport du gaz sur le marché national. Il a en vertu de la loi n°02-01 du 05 février 2002 relative à l'électricité et à la distribution du gaz par canalisations, le statut d'une société par actions détenues à 100% par la holding SONELGAZ. Il est le propriétaire unique du réseau, dont le siège social de la société est situé sur la route nationale n°38 immeuble des 700 bureaux, Gué de Constantine, Alger.

2. Historique.

La Société Algérienne de Gestion du Réseau de Transport du Gaz GRTG.Spa a été créée en 2004, en tant que filiale du groupe SONELGAZ .A sa création, la filiale a été dotée d'un capital social de 9.000.000.000 de dinars algériens.

3. Forme juridique .

La Société Algérienne de Gestion du Réseau de Transport du Gaz GRTG.Spa est une société par actions détenues à 100% par la holding SONELGAZ

4. Activité principale.

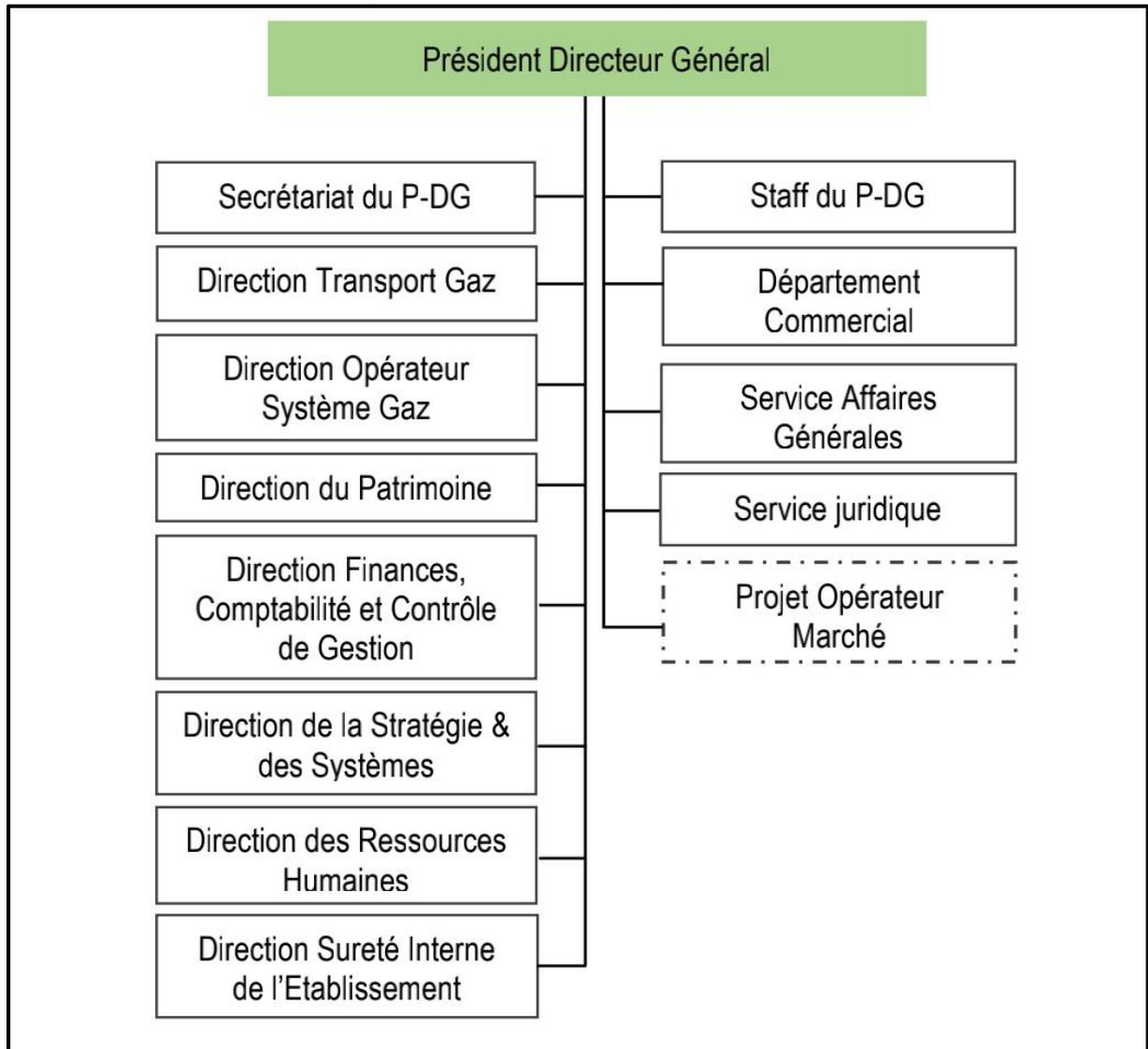
La loi n°02-01 du 05 février 2002, relative à l'électricité et la distribution du gaz par canalisations, stipule dans ses articles 45, 48, 53 et 58 que le réseau de transport du gaz pour le marché national, est un monopole naturel. Sa gestion est assurée par le gestionnaire du réseau de transport du gaz (GRTG). Ce dernier est le propriétaire du réseau de transport du gaz et à ce titre, il assure les fonctions d'exploitation, de maintenance et de développement du réseau de transport du gaz en vue de garantir une capacité adéquate par rapport aux besoins de transit et de réserve. Le GRTG assure également la gestion du marché national du gaz.

Deux autres missions importantes ont été dévolues au GRTG, il s'agit de l'obligation de service public et de la neutralité et de la transparence dans l'accès des tiers au réseau de transport du gaz. Le transporteur doit garantir que son réseau peut faire face à une demande de gaz naturel en assurant un approvisionnement en gaz sur l'ensemble du territoire national, dans les meilleures conditions de sécurité, de qualité, de prix et de respect des règles techniques et de l'environnement. Le transporteur doit agir de manière non discriminatoire vis-à-vis de ses clients. Le tarif de la prestation de transport qui est fixé par la Commission de

Régulation de l'Électricité et du Gaz CREG , doit être le même pour tous les clients. Ce tarif proposé par le régulateur, correspond au revenu nécessaire au transporteur pour couvrir ses dépenses d'exploitation et ses dépenses d'investissement.

5. Structuration de l'entreprise.

Figure No 10 : Organigramme de l'entreprise



Source : documents internes de l'entreprise

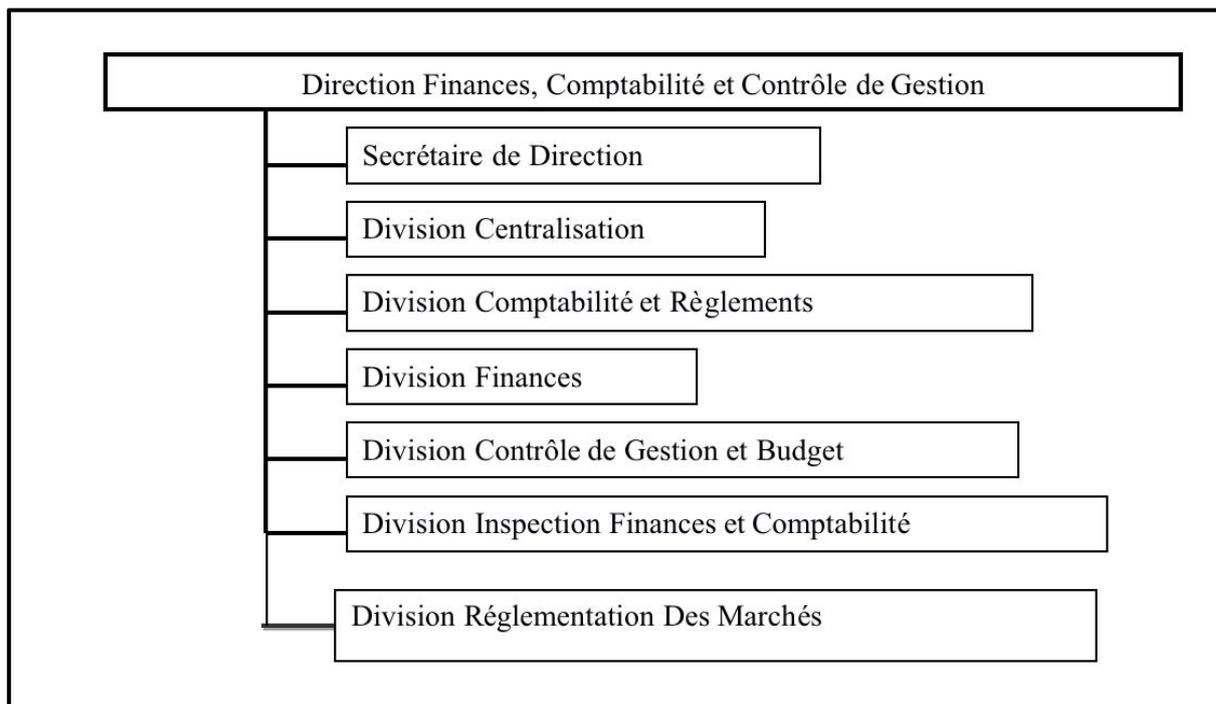
La Direction Générale de la filiale est assurée par le Président Directeur Général qui :

- Applique et met en œuvre les objectifs et les orientations stratégiques et générales du Groupe SONELGAZ en veillant à optimiser les ressources humaines et matérielles pour en assurer la réalisation.
- Contrôle et suit les résultats au regard des objectifs fixés.

- Assure les relations avec la CREG et les clients.
- Coordonne les fonctions de l'entreprise pour les aspects commerciaux, comptables, financiers, gestion du personnel et gestion technique.

5. La direction d'accueil .

Figure No 11 : Organigramme de la direction finances , comptabilité et contrôle de gestion



Source : documents internes de l'entreprise

5.1. Les responsabilités de la direction .

- Prendre en charge le plan de financement à moyen terme à pas annuel et assurer son suivi.
- Établir le budget de trésorerie à court terme du GRTG (annuel à pas mensuel et mensuel à pas quotidien).
- Analyser les écarts entre les prévisions et les réalisations.
- Assurer les règlements centralisés.
- Mettre en œuvre la politique d'assurance et fiscale du Groupe.
- Conseiller les unités et directions régionales en matière d'assurance et de fiscalité.

6. Les activités d'exploitation de la GRTG .

- Transport du gaz : L'analyse du volume de gaz transporté, par District fait ressortir le

District d'Oran en première position avec un volume transporté de 5,81 Gm³, soit 17% du total gaz transporté à l'ensemble des utilisateurs du réseau du GRTG, suivi par un groupe de Districts, il s'agit des Districts de : Skikda, Alger Est, Tipaza, Ouargla, M'Sila : avec des consommations annuelles, respectivement, de 1,9 Gm³ (5,7%), 1,7 Gm³ (5,2%), 1,5 Gm³ (4,4%), 1,4 Gm³ (4,2%), 1,3 Gm³ (4,0%).

- Comptage et instrumentation
- Chromatographie
- Odorisation du gaz naturel
- Protection cathodique des ouvrages
- Travaux d'exploitation : sur postes et sur ligne .

7. les clients de la GRTG .

Les clients de l'entreprise diffèrent selon l'usage (distribution , électricité) .

- **Usage de distribution** : (SKTM (El Goléa) ,KAHRAMA ,SKS Skikda,SKB Berrouaghia , SKH Hadjret Ennous ,SK Terga ,SKD Koudiet Eddraouche)
- **Usage production d'électricité** : (Naftec Alger , Ferial Annaba , Sonatrach Topping Condensat Skikda ,LIND GAZ Skikda ,ENIP Skikda ,Sonatrach Raffinerie Skikda ,Sonatrach Raffinerie d'Arzew , SP1 BIS OB1 El Oued ,SP3 NK1 Biskra , El Omania Lil Asmida AOA ,Complexe Ammoniac/Urée -SORFERT)

Section 02 : Diagnostic financier de l'entreprise GRTG et concrétisation de la relation entre les leviers opérationnels et financiers et la valeur de l'entreprise .

L'analyse financière de l'entreprise , se traduira par quatre étapes essentielles telles que : l'analyse du bilan , du compte de résultat , de la rentabilité et de la valeur de l'entreprise .

1. L'analyse structurelle du bilan .

Le bilan est une représentation , à une date donnée , des ressources de l'entreprise ainsi que leur affectation , qui sont classées respectivement par ordre d'exigibilité et de liquidité . La démarche d'analyse du bilan se décompose en deux : l'analyse de l'expression du bilan en pourcentage et l'analyse par référence aux ratios de structure .

1.1. Expression du bilan en pourcentage¹ .

Afin d'identifier les caractéristiques majeures de la structure du bilan et pour faire ressortir les évolutions les plus significatives , il est préférable de faire repartir la présentation initiale du bilan en valeur concrète par une décomposition dans laquelle chaque poste est exprimé en valeur relative par rapport au total de l'actif et du passif. Pour cela , l' étude portera sur une présentation en grande masse des bilans des cinq années

1.1.1. Les éléments constituant la présentation en grande masse² .

- **Les valeurs immobilisées** : Représente la part de l'actif la moins liquide qui devrait être utilisée à plus d'un an et se composent d'immobilisations corporelles , incorporelles et financières .
- **Les valeurs d'exploitations³** : Désignent l'ensemble des stocks de matières, de produits ou d'emballages appartenant à l'entreprise et relatifs à son exploitation .
- **Les valeurs réalisables** : c'est un agrégat⁴ qui regroupe l'ensemble des créances vis-à-vis des clients et autres organismes ainsi que les acomptes versés pour le

¹ COHEN (E) : op.cit , p. 143

² FARBER (A) : Éléments d'analyse financière , Solvay Business School Université Libre de Bruxelles révision 2007 p 2 .

³ <https://www.beaboss.fr/Definitions-Glossaire/Valeur-d-exploitation-240180.htm> (18/05/2022 à 11.15)

⁴ https://www.encyclopedie.fr/definition/valeur_réalisable (18/05/2022 à 11.35)

compte des fournisseurs .

- **Les valeurs disponibles** : Représentent les liquidités avec lesquelles l'entreprise peut effectuer ses règlements à moins d'un an .
- **Les capitaux propres**
- **Les dettes à long terme**
- **Les dettes à court terme**

Le tableau suivant présentera la proportion des valeurs de l'actif pour les années 2016 , 2017 , 2018 .

Tableau No 2 : Représentation des éléments de l'actif en Md de dinars des bilans des années (2016-2018) et leurs pourcentages .

	2016	%	2017	%	2018	%
VI	294.1	86.7	325.14	90.7	325.5	54.6
VE	4.5	1.36	4.1	1.15	3.6	0.61
VR	25.3	7.19	25.48	6.59	259.99	42.8
VD	16.09	4.75	5.4	1.53	6.7	1.12
TOTAL	339.22	100	358.36	100	596.02	100

Source : Élaboré par l'étudiante en utilisant les documents interne de l'entreprise

Le tableau suivant présentera la proportion des valeurs du passif pour les années 2016 , 2017 , 2018 .

Tableau No 3 : Représentation des éléments du passif en Md de dinars des bilans des années (2016-2018) et leurs pourcentages

	2016	%	2017	%	2018	%
CP	116.9	34.48	130.4	36.39	131.7	22.11
DMLT	158.9	46.87	157.7	44.01	162.9	27.33
DCT	63.2	18.65	70.2	19.59	301.3	50.56
TOTAL	339.22	100	358.36	100	596.02	100

Source : Élaboré par l'étudiante en utilisant les documents internes de l'entreprise

Le tableau suivant présentera la proportion des valeurs de l'actif pour les années 2019,2020 .

Tableau No 4 : Représentation des éléments de l'actif en Md de dinars des bilans des années (2019-2020) et leurs pourcentages .

	2019	%	2020	%
VI	331.9	52.4	352.5	53.99
VE	3.6	0.57	3.3	0.51
VR	9588317646.9	43.9	291186465651	44.60
VD	8.6	1.36	5.89	0.9
TOTAL	633.45	100	652.9	100

Source : Élaboré par l'étudiante en utilisant les documents internes de l'entreprise

Le tableau suivant présentera la proportion des valeurs du passif pour les années 2019,2020 .

Tableau No 5 : Représentation des éléments du passif en Md de dinars des bilans des années (2019-2020) et leurs pourcentages.

	2019	%	2020	%
CP	134.2	21.19	136.6	20.93
DMLT	186.5	29.45	185.1	28.36
DCT	312.6	49.36	331	50.71
TOTAL	633.4	100	652.9	100

Source : Élaboré par l'étudiante en utilisant les documents internes de l'entreprise

1.1.2. Analyses des données :

Les valeurs immobilisées dépassent le seuil de 50% par rapport au total des actif et cela est du à la nature de l'entreprise majoritairement , qui exerce dans le secteur lourd et qui nécessite une flotte importante pour le transport du gaz .

Les valeurs d'exploitation ne dépassent pas les 2% durant les cinq années d' étude , cela revient au type d'activité qui est basé sur des prestations à des instants précis , donc il y' a pas de grand stock de production étant donné la nature de la GRTG qui n'est pas une entreprise de production , ou bien de matière première d'un grand montant qui pourrait faire augmenter les

valeurs d'exploitation . Cependant , il y' a des stock de matières premières comme le THT qui sert à filtrer le gaz et le transformer de l' état liquide à l' état gazeux par les ingénieurs de l'entreprise .

Les valeurs réalisables est la deuxième proportion la plus élevée dans l'ensemble de l'actif , cela est du au système du cashpooling conçu par la maison mère . Il est basé sur le nivellement automatique des fonds vers le groupe SONELGAZ quand le compte de l'une des filiales est crédité , de plus , une autre partie des créances clients revient au type d'intermédiaire de paiement adopté par la filiale et élaboré par la BNA qui est la télé-compensation .

Les valeurs disponibles , ne dépassent pas le seuil des 5% durant les cinq années et diminuent progressivement , cela est dû à la politique de nivellement qui a pour objectif d'éviter le gèle des fonds pour assurer le déroulement d'activité des autre filiales , s'il y' a des fonds non utilisés , ils feront objet de restitution vers le groupe pour pouvoir honorer , les engagement de certaines filiales .C'est pour cette raison que les prévus mensuels de la firme ont changé vers des factures réelles , mis à part les crédit documentaires , ce qui explique le manque de liquidité .

Les capitaux propres subissent une baisse considérable pour atteindre le niveau des 20 % en 2020 , cela montre que l'entreprise ne s' appui pas sur ses propres fonds pour financer ses investissements .

Les DMLT ont baissé de 50% de 2016 à 2020 et **les DCT** ont augmenté, cela revient aux politique de l' état qui a donné l'opportunité à SONELGAZ et ses filiales de bénéficier d'une période de grâce de 10 ans au cours de laquelle elles ne rembourseront pas de dette . d'autant plus que la politique du **cashpooling** requiert que les filiales fassent des demandes de fonds mensuelles qui seront honorés le mois même par la société mère .

1.2. Analyse par les ratios .

1.2.1. Ratios de solvabilité .

Les ratios de solvabilité démontrent la capacité de l'entreprise à faire face à ses engagement , ils se composent essentiellement du : ratio d'autonomie financière , ratio d'indépendance financière et ratio d'endettement . L'importance de démontrer si l'entreprise

est solvable ou pas réside dans l'exposition au risque de faillite , donc à la disparition de l'entreprise .

1.2.1.1. Ratio d'autonomie financière .

Il se calcul en divisant les capitaux propres par le total du bilan et fournit une indication sur le niveau d'endettement de la société et permet d'apprécier l'importance des fonds propres par rapport à l'ensemble des ressources. Il est souhaitable qu'il se situe au moins à 20 %¹ .

Tableau No 6 : l'autonomie financière de la GRTG exprimée en pourcentage pour les années (2016-2020).

Année	2020	2019	2018	2017	2016
Autonomie financière	20.92%	21.18%	22.10%	36.39%	34.48%

Source : Élaboré par l'étudiante suivant les données des années (2016-2020) .

L'autonomie financière de l'entreprise diminue au cours des cinq années , mais ne dépasse pas la norme de 20% .

1.1.2.2. Ratio d' indépendance financière .

Il sert à analyser l'équilibre financier d'une entreprise. Il se calcule en divisant le montant des fonds propres par le total des capitaux permanents. Ce ratio traduit l'autonomie à terme de l'entreprise, c'est-à-dire la part des fonds propres dans l'ensemble des ressources à plus d'un an.²

Tableau No 7 : l'indépendance financière de la GRTG exprimée en pourcentage pour les années (2016-2020).

Année	2020	2019	2018	2017	2016
Indépendance financière	42.45	41.84	44.71	45.26	42.3

Source : Élaboré par l'étudiante suivant les données des années (2016-2020) .

¹ <https://www.l-expert-comptable.com/> (19/05/2022 à 1:05)

² COHEN (E) : op.cit , p.146

En règle générale , le ratio d' indépendance financière doit se situer au moins à 50 % pour que la structure des ressources stables de l'entreprise soit équilibrée¹. cependant dans le cas de l'entreprise GRTG , il est légèrement inférieur , ce qui souligne qu'ils sont dépendants des capitaux extérieurs pour financer leur activité.

1.1.2.3. Ratio d'endettement .

Le ratio d'endettement net mesure le poids de l'endettement au regard des capitaux propres. Il donne une indication sur le taux d'endettement moyen d'une structure . Il se calcule en divisant le montant des dettes sur le total du bilan .

Tableau No 8 : L'endettement de la GRTG exprimé en pourcentage pour les années (2016-2020).

Année	2020	2019	2018	2017	2016
Endettement	79.07	78.81	77.89	63.60	65.51

Source : Élaboré par l'étudiante suivant les données des années (2016-2020) .

L'entreprise s' appui majoritairement sur l'endettement pour financer ses activités car le ratio est supérieur à 50 % pour les cinq années successives , cela est dû à sa politique de financement et sa nature de filiale du groupe SONELGAZ comme il a été expliqué précédemment.

¹ COHEN (E) : op.cit , p.146 .

1.1.2.4. Ratio de solvabilité générale .

Ce ratio sert à démontrer la capacité d'une entreprise, grâce à l'addition de tous ses actifs, d'honorer l'intégralité de ses dettes, quelle que soit leur nature¹.

Tableau No 9 : La solvabilité générale de la GRTG exprimée en pourcentage pour les années (2016-2020).

année	2020	2019	2018	2017	2016
Solvabilité générale	1.264	1.268	1.283	1.572	1.526

Source : Élaboré par l'étudiante suivant les données des années (2016-2020) .

1.2.2. Ratios d'équilibre financier .**1.2.2.1. Fond de roulement net ².**

Il met l'accent sur l'ajustement entre capitaux permanents et actifs immobilisés . Il s'agit d'un concept de financement a long terme car il indique le montant de capitaux permanents investis dans l'entreprise pour financer les actifs autres que les immobilisations³.

Le tableau ci dessous présente les résultats du fond de roulement net de l'entreprise en se basant sur les capitaux permanents et les immobilisations nettes des années 2016-2020 .

¹ <https://independant.io/ratio-de-solvabilite/> (19/05/2022 à 4:12)

² COHEN (E) : op.cit , p. 121

³ <https://www2.ulb.ac.be/cours/solvay/farber/DESG/5%20Elanfin%20V2007.pdf> (19/05/2022 à 4:36)

Tableau No 10 : Le FRN de la GRTG en Md de dinars pour les années (2016-2020).

Année	2020	2019	2018	2017	2016
Capitaux permanents	321.8	320.8	294.6	288.1	275.9
Immobilisations nettes	352.5	331.9	325.5	325.1	294.1
FRN	(306.7)	(111.7)	(309.2)	(369.9)	(181.7)

Source : Élaboré par l'étudiante suivant les données des années (2016-2020) .

Un fonds de roulement **négalif** traduit un risque financier important, l'entreprise n'est pas en mesure de faire face aux décaissements prévus à court terme. Une solution doit être trouvée pour rétablir le fond de roulement de l'entreprise, par un nouveau financement¹.

Dans le cas de l'entreprise GRTG , le fond de roulement net se trouve négatif pour les cinq années , cela est dû au recours à l'endettement pour financer une partie des immobilisations , ce qui rend la situation de la firme vulnérable vu la nature peu liquide des immobilisations et celles très exigible dans de proches délais des dette à cours terme . Cependant malgré le fait que l'entreprise ait vu augmenter sa dette à court terme , à cause de la politique du holding et aux exigences étatiques , ce qui implique que l' équilibre financier de la GRTG peut être maintenu suivant une autre perspective , car généralement le fond de roulement net , n'est pas une référence dans sa totalité en matière d'équilibre financier et doit être accompagné par d'autres indicateurs .

¹ <https://www.lecoindesentrepreneurs.fr/fonds-de-roulement-definition-calcul/> (le 20/05/2022 à 3:40)

1.2.2.2. Le besoin en fond de roulement .

Le besoin en fonds de roulement donne la masse de fonds liés à l'exploitation qui doit, si elle est positive, être financé. Ce besoin de financement résulte du cycle d'exploitation de l'entreprise et est lié au décalage entre les recettes de l'entreprise et les dépenses nécessaires pour réaliser son activité.

Tableau No 11 : Le BFR de la GRTG pour les années (2016-2020).

	2020	2019	2018	2017	2016
Emplois cycliques:					
-stock	3314070437.67	3604429780.9	3659083435.84	4136897149.9	4598676763.6
-créances	291186465.6	9588317.6	4947282.20	2548781.26	2537620.36
Ressources cycliques :					
dettes	331066988.75	312650682.15	301350046.13	70213244.35	63263458.02
BFR en Md de dinars	(36.56)	(19.79)	(37.62)	(42.47)	(34.27)

Source : Élaboré par l'étudiante suivant les données des années (2016-2020) .

En règle générale , la présence du **BFR négatif** , démontre que les fonds disponibles à l'entreprise lui permettent de financer intégralement son prochain cycle d'exploitation et ses emplois à court terme.

Dans le cas de la GRTG qui a un BFR négatif pour toutes la durée d'analyse , cela est un bon signe car il signifie qu'elle n'a pas besoin de trésorerie pour financer son décalage entre les décaissements et les encaissements. Au contraire, elle dispose d'une ressource financière car elle encaisse les paiements clients avant de régler les fournisseurs¹.

¹ <https://www.lecoindesentrepreneurs.fr/besoin-en-fonds-de-roulement-bfr/> (le 20/05/2022 à 3:55)

D'une manière plus spécifique , La raison pour laquelle le BFR est négatif tient au financement à la hauteur de 90% par l'État du processus de transport de gaz dans le cadre du Programme National de Transport de Gaz "PNG" et d'autres projets tels que le programme du plan quinquennal (2010-2014) et son régime complémentaire (PC), ainsi que le Projet de complexe sidérurgique dans la région (Bellara - Province de Jijel), et le projet de restructuration Jannat - Tamanrasset , ce qui implique que la GRTG n'a pas besoin de fort recours à l'endettement .

1.2.2.3. La trésorerie nette .

Elle se calcule par la relation suivante :

$$TN = FR - BFR$$

Tableau No 12 : La trésorerie de la GRTG en Md de dinar pour les années (2016-2020).

Année	2020	2019	2018	2017	2016
FRN	(30.67)	(11.174)	(30.92)	(36.99)	(18.17)
BFR	(36.5)	(19.79)	(37.62)	(42.47)	(34.27)
TN	5.89	8.62	6.7	5.4	1.6

Source : Élaboré par l'étudiante suivant les données des années (2016-2020) .

L'entreprise GRTG dégage un **excédent de trésorerie** sur toute la durée d'analyse et ses ressources permettent de couvrir la totalité de ses besoins . Cependant , un avantage en liquidité pourrait causer problème sur le niveau de la rentabilité car cela pourrait constituer un actif non investi dans des emplois rentables¹

¹ FARBER (A) : op.cit, p.4.

1.2.3. Les ratios de synthèse¹ .**1.2.3.1. La liquidité générale .**

Le ratio de liquidité générale mesure la capacité d'une entreprise à s'acquitter de ses dettes à court terme. Il se calcule en divisant l'actif circulant par le passif circulant. L'entreprise sera jugée solvable si ce ratio est au moins égal à 1.

Tableau No 13 : la liquidité générale de la GRTG pour les années (2016-2020).

Année	2020	2019	2018	2017	2016
liquidité	0.9	0.96	0.89	0.47	0.71

Source : Élaboré par l'étudiante suivant les données des années (2016-2020) .

L'indicateur de liquidité de la GRTG se rapproche de la norme progressivement au cours des cinq années , ce qui explique la capacité de remboursement globale potentielle de l'entreprise à court terme .

1.2.3.2. Le financement propre .

Ce ratio traduit l'autonomie dont l'entreprise fait preuve dans le financement de ses investissements cumulés et mesure le taux de couverture des immobilisations par des ressources que l'entreprise a à sa disposition de manière durable, c'est-à-dire à long terme.

Tableau No 14 : le financement propre de la GRTG pour les années (2016-2020).

Année	2020	2019	2018	2017	2016
Financement propre	0.38	0.4043	0.404	0.401	0.39

Source : Élaboré par l'étudiante suivant les données des années (2016-2020) .

La norme dans laquelle ce ratio doit se trouver est 1 , cependant dans le cas de la GRTG , cela signifie que² ses immobilisations ne sont pas financées par les capitaux permanents et elle ne possède pas des ressources supplémentaires en capitaux permanents pour financer son cycle d'exploitation .

¹ COHEN (E) : op.cit , p.147

² <https://www.l-expert-comptable.com/a/531998-le-calcul-des-capitaux-permanents-en-comptabilite> (20/05/2022 à 13h)

2. L'analyse du compte de résultat .

L'analyse du compte de résultat pose essentiellement sur l' étude de ses soldes intermédiaires qui sont constitués de : la marge commerciale , l'excédent brut d'exploitation, le résultat d'exploitation, le résultat courant avant impôt, le résultat financier , le résultat net .

L' étude portera sur la constatation de la progression de ces soldes sur la durée déterminée et le calcul des ratios de gestion spécifique à chaque rubrique .

2.1. L'étude de la progression des SIG :

On commencera par l'étude des soldes intermédiaires de gestion pour les trois premières années .

Tableau No 15 : l' évolution des SIG de la GRTG pour les années (2016-2018) .

Années	2016		2017		2018
Ventes et produits annexes	15338132275.43	5.93	16248015263.54	10.17	17900134837
Production immobilisée	406551608.83	40.69	571991889.14	(46.65)	305144744
I - Production de l'exercice	15744683884.26	6.83	16820007152.68	8.24	18205279581
Achats consommés	(888199140.94)	20.76	(1072624744.85)	(33.90)	-708960277
Services extérieures et autres consommations	(1466776215.75)	5.02	(1540477851.57)	19.67	-1843534555
II - Consommation de l'exercice	(2354975356.69)	10.96	(2613102596.42)	(2.32)	-2552494832
III - Valeur ajoutée d'exploitation (I-II)	13389708527.57	6.10	14206904556.26	10.18	15652784749
Charges de personnel	(1661202003.26)	1.48	(1685741996.02)	6.74	-1799422722
Impôts. Taxes et versements assimilés	(51941809.41)	(21.80)	(40619377.59)	83.79	-74655027.02
IV - EBE	11676564714.90	6.89	12480543182.65	10.40	13778707000
Autres produits opérationnels	8111084318.82	(0.07)	8105382136.18	6.87	8662345245
Autres charges opérationnelles	(33757782.99)	(85.80)	(4795076.16)	1098.1	-57453917

CHAPITRE III : Étude empirique sur la relation entre les Leviers opérationnels et financiers et la valeur de l'entreprise : cas de la société GRTGspa-SONELGAZ

81

Dotations aux amortissements. Provisions et pertes de valeur .	(13422861452.96)	6.78	(14333602591.57)	24.77	-17884745454
Reprise sur pertes de valeur et provisions	194326537.71	(46.33)	104300481.31	(32.83)	70055968
V-Résultat opérationnel	6525356335.48	(2.66)	6351828132.41	(28.07)	4568908842
Produits financiers	8742842.84	(100)	0.00		48759514
Charges financières	(61423858.22)	1.45	(62314818.09)	(22.53)	-48276099
VI-Résultat financier	(52681015.38)	18.29	(62314818.09)	(100.78)	483415.09
VII-Résultat ordinaire avant impôts (V+VI)	6472675320.10	(2.83)	6289513314.32	(27.35)	4569392257
Impôts exigibles sur résultats ordinaires	(326810642.31)	235.03	(1094921739.98)	(10.41)	-980958321.7
Impôts différés (variations) sur résultats ordinaires	(666475252.33)	6.54	(710083831.12)	(69.21)	-218664229.7
Total des produits des activités ordinaires	23327237405.05	3.64	24176556441.24	9.91	26572224847
Total des charges des activités ordinaires	(17521037337.28)	6.14	(18597126958.04)	19.49	-22221496820
VIII - Résultat net des activités ordinaires	5479389425.46	(18.16)	4484507743.22	(24.86)	3369769706
X - Résultat net	5479389425.46	(18.16)	4484507743.22	(24.86)	3369769706

Source : Élaboré par l'étudiante suivant les données des années (2016-2018)

En ce qui suit , on entamera le calcul des soldes intermédiaires de gestion pour les années allant de 2018 jusqu'à 2020 .

Tableau No 16 : l' évolution des SIG de la GRTG pour les années (2018-2020) .

Années	2018		2019		2020
Ventes et produits annexes	17900134837	2	18182771724	-4	17,540,184,516.87
Production immobilisée	305144744	15	352379554	-71	102,918,386.50
I - Production de l'exercice	18205279581	2	18535151279	-5	17,643,102,903.37
Achats consommés	-708960277	14	-806977338	-43	-458,417,870.40
Services extérieures et autres consommations	-1843534555	4	-1925642704	7	-2,053,899,448.44
II - Consommation de l'exercice	-2552494832	7	-2732620041	-8	-2,512,317,318.84
III - Valeur ajoutée d'exploitation (I-II)	15652784749	1	15802531237	-4	15,130,785,584.53
Charges de personnel	-1799422722	17	-2106810716	14	-2,400,701,590.38
Impôts.Taxes et versements assimilés	-74655027.02	-17	-62211447.38	-6	-58,515,759.94
IV - Excédent brut d'exploitation	13778707000	-1	13633509073	-7	12,671,568,234.21
Autres produits opérationnels	8662345245	17	10125599828	4	10,550,906,696.67
Autres charges opérationnelles	-57453917	66	-95175191	-71	-27,611,070.20
Dotations aux amortissements.P rovisions et pertes de valeur .	-17884745454	13	-20190434199	-2	-19,697,157,088.01

Reprise sur pertes de valeur et provisions	70055968	131	162092882	-67	52914700.67
V - Résultat opérationnel	4568908842	-20	3635592394	-2	3550621473.34
Produits financiers	48759514	-15	41379272	-100	152,699.19
Charges financières	-48276099	-24	-36878891	-19	-29,820,440.26
VI - Résultat financier	483415.09	831	4500381.27	-759	-29,667,741.07
VII - Résultat ordinaire avant impôts (V+VI)	4569392257	-20	3640092775	-3	3,520,953,732.27
Impôts exigibles sur résultats ordinaires	-980958321.7	64	-1607163126	-14	-1,384,696,810.38
Impôts différés (variations) sur résultats ordinaires	-218664229.7	-410	677482118.5	-58	285,400,158.06
Total des produits des activités ordinaires	26572224847	10	29302090334	-4	28,247,076,999.90
Total des charges des activités ordinaires	-22221496820	12	-24984515441	3	-25,825,419,919.95
VIII - Résultat net des activités ordinaires	3369769706	-20	2710411768	-11	2,421,657,079.95
X - Résultat net de l'exercice	3369769706	-20	2710411768	-11	2,421,657,079.95

Source : Élaboré par l'étudiante suivant les données des années (2018-2020)

2.1.1. Analyses des données :

- **La production de l'exercice** a subi une augmentation progressive pendant les quatre premières années mais a brusquement diminué en 2020 , cela est du aux répercutions de la pandémie du **COVID-19** sur l'activité de la GRTG considérant que cette diminution est essentiellement liée à la forte baisse des produits immobilisés .
- **La valeur ajoutée** suit le rythme de progression de la production jusqu'à la dernière année où elle baisse de 4% suivant les contraintes auxquelles fait face la production de l'entreprise .
- **L' EBE** baisse de 7% pendant 2019 jusqu'à 2020 , cela est du à la hausse des charges du personnel à la hauteur de 14 % , qui reviennent essentiellement à l' initiation de la GRTG à de nouveaux travaux structurant qui nécessitent de la main d' œuvre .
- **Le résultat opérationnel** baisse progressivement pendant les cinq années suite à l'augmentation exponentielle des charges opérationnelles en 2017 et à l'annulation d'une proportion des provisions de 2019 .
- **Le résultat financier** paraît déficitaire et décroissant pendant la dernière année , cela revient à l'investissement de la GRTG par le biais de SONELGAZ, dans des projet structurant important qui nécessitait le financement de l' état , comme le projet AQS BELLARA , dans lequel GRTG n'a supporté que 10% du financement tandis que l' état avait supporté 90% plus qu'au projet GAZODUC où il y' avait un retard de paiement des factures suite au retard dans la mobilisation de l'état des fonds relatifs au projet .Cependant il subit une forte baisse en 2017 suite au retard dans le projet quinquennal qui est financé à 25% par la GRTG , suivi d'une forte croissance en 2018 .
- **Le résultat net** a vu son pic de décroissance en 2018 d'un taux de 24.86% , dû essentiellement à la hausse des charges des activités ordinaires pour la même année .

2.2. Les ratios de gestion .

2.2.1. L'intégration de la valeur ajoutée .

Ce ratio mesure l'importance des transformations que l'entreprise effectue , ainsi que le niveau d'intégration des activités de l'entreprise. Il permet aussi d'identifier des situations de surcoûts de production .

Tableau No 17 : l'intégration de la VA de la GRTG pour les années (2016-2020).

Année	2020	2019	2018	2017	2016
Intégration de la VA	0.862635485	0.869093639	0.874450661	0.874377844	0.872968644

Source : Élaboré par l'étudiante suivant les données des années (2016-2020) .

Même si dans certains cas il n'y a pas de norme générale pour ce ratio , tout dépend du secteur d'activité de l'entreprise . Cependant , le ratio est proche de 1 ce qui démontre une productivité élevée et offre une image approximative de l'accroissement de la valeur apportée par l'entreprise en se basant sur l'explication¹ que pour chaque 1 unité de CA l'entreprise offre une richesse identique de 0,8 .

2.2.2. Marge d'exploitation .

ce ratio permet de voir la viabilité de l'entreprise à long terme² , plus il est élevé et plus l'entreprise est sur des bases solides , sinon elle s'appuie sur ses revenus financiers et exceptionnels pour générer des profits . elle se calcule avec le rapport entre l' EBE et le chiffre d'affaire .

Tableau No 18 : la marge d'exploitation de la GRTG pour les années (2016-2020).

Année	2020	2019	2018	2017	2016
MARGE D'EXPLOITATION	0.202427829	0.199947095	0.255244381	0.390929478	0.425433568

Source : Élaboré par l'étudiante suivant les données des années (2016-2020) .

¹ <https://www.grin.com/document/958912> (21/05/2022 à 00:15)

² <https://www.my-business-plan.fr/marge-operationnelle> (21/05/2022 à 2:13)

La marge opérationnelle de la GRTG décroît au cours des cinq années d' étude mais reste tout de même positive et ne dépasse pas le seuil des 20% .

2.2.3. Le degrés du levier opérationnel .

Comme a été indiqué dans les chapitres précédents , 1le DOL est le rapport entre la variation dans le résultat opérationnel avec la variation dans le chiffre d'affaire

Tableau No 19 : Le DOL de la GRTG pour les années (2016-2020).

Année	2020	2019	2018	2017	2016
variation du résultat opérationnel en %	-2.3	-20	-28	-2.6	/
variation du chiffre d'affaire en %	-3	1.5	10	5.9	/
Degré du levier opérationnel	0.66	-12.93	-2.76	-0.44	/

Source :Élaboré par l'étudiante suivant les données des années (2016-2020) .

Le DOL décroît pendant les trois premières années et atteint sa limite en 2019 , cela revient essentiellement à la forte variation dans le résultat opérationnel dans cette période , ce qui implique que chaque augmentation de 1% en CA , entraîne une variation décroissante de 12.93% du résultat opérationnel pour l'année 2019 à titre d'exemple .

L'instabilité du résultat opérationnel revient tout de même à l'initiation de la part de la GRTG dans des projets structurant et lourd qui ont induit à une hausse des charges d'exploitation comme indiqué précédemment .C'est pour cette raison que l'entreprise constatera pendant les trois premières années , une baisse de son résultat d'exploitation de (0.44% ,2.76% , 12.93%) respectivement pour chaque variation de 1% dans son chiffre d'affaire ,et même si, une valeur absolue relativement grande pour DOL implique un degré relativement élevé de variabilité des pertes d'exploitation¹ dans ce cas ,

¹ GRITTA (R.D) and PAMPLIN (R.B) : *An Analysis of the Effects of Operating and Financial Leverage on the Major U.S. Air Carriers' Rates of Return: 1990-2003* , School of Business, University of Portland .

le maintien d' équilibre entre l'activité de transport du gaz qui génère du profit qui est contrainte à plusieurs effets environnementaux , et la hausse des besoins et charges d'exploitation de l'entreprise pour bien mener ses activités opérationnelles , aidera l'entreprise surtout que la valeur absolue du DOL pendant les trois années augmentes et donc réduit le risque car un changement positive dans le résultat d'exploitation aura un impact majeur sur la réduction des pertes .

Pour la dernière année , il est judicieux de noter que le DOL prend une valeur positive inférieure à 1 , ce qui implique que l'entreprise GRTG constatera une hausse de 0.66% dans son résultat d'exploitation pour chaque variation de 1% dans son chiffre d'affaire . cette situation sera bénéfique pour l'entreprise car elle fera face à un risque commercial réduit comme a été indiqué dans le premier chapitre .

3. Les ratios de rentabilité .

3.1. Le taux de rendement des actifs ROA .

Le ROA (return on assets) se calcul en rapportant le résultat net au total actif afin d'avoir une référence en matière de profitabilité et compare la valeur des actifs d'une entreprise avec les bénéfices qu'elle produit sur une période donnée.

Tableau No 20 : le ROA de la GRTG pour les années (2016-2020).

Année	2020	2019	2018	2017	2016
ROA	0.37	0.42	0.56	1.25	1.61

Source : Élaboré par l'étudiante suivant les données des années (2016-2020) .

D'après les résultats ci dessus , la valeur du rendement des actifs décroît pendant les cinq années d' étude et ne dépassent pas le seuil des 2 % . Cela peut être expliqué par plusieurs facteurs relatives au type d'activité de l'entreprise ainsi qu'à sa phase de cycle de vie atteinte et à sa position au sein de son secteur d'activité .

Pour la GRTG , l'une des quartes filiales principales de SONELGAZ qui occupe une position monopolistique sur le secteur de transport du gaz en Algérie , le référencement aux normes auxquelles est soumise le ROA sera efficace que si toutes les entreprises , au cas où il y' aurait de la concurrence , fournissent de vraies résultats éliminant les contraintes de sur et sous évaluation de leurs actifs .

En revanche , Les ROA attendus peuvent varier même entre des entreprises de même taille et du même secteur, mais qui se trouvent à des stades différents de leur cycle de vie, cependant , la GRTG exerce depuis 2004 et son rendement d'actif n'est pas très sensible comparée à ceux des phases de lancement et de croissance .

Le troisième facteur de référence est l'intensivité des actifs de l'entreprise , la GRTG opère dans le secteur de l' énergie et est dotée d'une flotte et d' équipements pour assurer le transport du gaz ainsi que sa transformation et cela peut être traduit , en suivant la règle générale¹ , par son rendement des actifs qui est inférieur à 5 % tandis qu'un rendement des actifs supérieur à 20 % est considéré comme une entreprise à faible intensité d'actifs. Plus le rendement des actifs est faible, plus l'entreprise est intensive en actifs.

Par conséquent , le ROA varie brusquement qu'en 2018 dû essentiellement à la chute du résultat net .

3.2. La rentabilité économique .

La rentabilité économique ou ROCE (Return on capital employed) mesure l'efficacité d'une entreprise à déployer des moyens pour générer des bénéfices. Elle se calcule en rapportant le résultat d'exploitation après impôt avec l'actif économique de l'entreprise constitué des immobilisations et du BFR .

Tableau No 21 : La rentabilité économique de la GRTG pour les années (2016-2020).

Année	2020	2019	2018	2017	2016
RE(1-T)	2662966105.1	2726694295.19	3426681631.70	4763871099.31	4894017251.61
Actif économique	315944405557	312188020411	287968177375	288149690918	259863861645
Rentabilité économique	0.84	0.87	1.18	1.65	1.88

Source : Élaboré par l'étudiante suivant les données des années (2016-2020) .

Les résultats montrent que la rentabilité économique de la GRTG diminue durant les cinq années d' études , cela revient essentiellement à la part des immobilisations qui a augmenté pendant cette

¹ <https://www.forbes.com/advisor/investing/roa-return-on-assets/> (21/05/2022 à 9:25)

même période , pour assurer le déploiement des projets structurels , et pour fournir les moyens nécessaires pour l'aboutissement de ses projets .

En général , le ratio ROCE se situe autour de 10% comme moyenne à long terme ¹,et est sujet à différentes contraintes comme :le type du secteur d'activité , l' état de l' économie et les taux d' intérêt exercés. Cela implique qu' un faible rendement pourrait indiquer les difficultés de l'entreprise à assurer le remboursement de sa dette² , cependant dans le cas de la GRTG , l' état algérien a donné la possibilité au groupe SONELGAZ de bénéficier d'une grâce de 10 ans au cours desquels elle n'aura pas à rembourser ses dettes .

3.3. La rentabilité financière ROE .

C'est un ratio de mesure de l'efficacité avec laquelle la direction d'une entreprise utilise l'argent des investisseur . il se calcul en divisant le résultat net par le montant des capitaux propres

Tableau No 22 : La rentabilité financière de la GRTG pour les années (2016-2020).

Année	2020	2019	2018	2017	2016
ROE	1.77	2.01	2.55	3.43	4.68

Source : Élaboré par l'étudiante suivant les données des années (2016-2020) .

Les résultats montrent une diminution d'un taux de la rentabilité financière qui varie entre 0.5 et 1% de la rentabilité financière durant les cinq années d' études , cela est expliqué dans le tableau de variation des capitaux propres , par l'augmentation du montant des capitaux propres du à l'augmentation des réserves et résultats et des autres apports de l' état pour les années 2016 et 2017 , cependant pour les trois années restantes , la diminution revient au changement dans le résultat net qui a brusquement baissé en 2018 .

La baisse de la rentabilité financière en général cependant , revient à l'acquittement de la dette de la part de la GRTG pour financer ses investissement et pour l'acquisition d'actif et son moindre recours aux propres fonds de l'entreprise en considérant les conditions avantageuses dans son choix du moyen de financement , ce qui ralentisse³ ainsi le ROE .

¹ <https://moneyweek.com/glossary/return-on-capital-employed-roce> (21/05/2022 à 13:29)

² http://textbook.stpauls.br/Accounts_and_Finance_student/page_110.htm (21/05/2022 à 16:10)

³ <https://bizfluent.com/13709403/what-is-the-roe-formula> (21/05/2022 à 19:20)

3.4. Degrés du levier financier .

Le degrés du levier financier est calculé comme a été indiqué dans le premier chapitre par le rapport entre la variation en pourcentage dans l'EBIT avec la variation en pourcentage dans le BPA .

Tableau No 23 : le DFL de la GRTG pour les années (2016-2020).

Année	2020	2019	2018	2017	2016
Variation en % dans l'EBIT	-2.3	-20	-28	-2.6	/
variation en % dans le BPA	-10.6535358	-19.56685458	-24.85753401	-18.15679823	/
DFL	4.63	0.97	0.88	6.98	/

Source : Élaboré par l'étudiante suivant les données des années (2016-2020)

Notons que le nombre d'actions est de 9000000 dont le nominal est de 1000 . le degrés du levier financier comme a été mentionné dans le premier chapitre plus le DFL est élevé, plus le bénéfice par action (BPA) sera volatil , cela est le cas des années 2017 et 2020 , où les taux de DFL sont les plus élevés (6,98 %et 4,63%) . D'autant plus que comme l'intérêt est une dépense fixe, l'effet de levier amplifie les rendements et le BPA, ce qui est une bonne chose lorsque le bénéfice d'exploitation est en hausse parallèlement avec le BPA . Cependant , dans le cas de la GRTG les deux indicateurs varient dans le même sens (en baisse) et avec des taux de fluctuations du même niveau , par exemple , en 2018 , la variation dans le BPA et dans l'EBIT ont atteint leur pique avec une chute respective de 24,85 % et 28% .

De manière générale , le DFL montre qu'à chaque variation de 1% d'EBIT , le BPA changera le montant du DFL , à titre d'exemple , l'année 2018 a vu la plus faible valeur du DFL , cela veut dire que le BPA augmentera de 0,88% .

La raison pour laquelle le BPA de 2018 a atteint le seuil d'une baisse de 24,85% est dû à l'augmentation des charges opérationnelles liées aux politiques exercées par SONELGAZ concernant ses projets structurant comme a été expliquée en haut .

3.5. L'effet du levier financier .

Comme a été indiqué dans le premier chapitre l'effet de levier financier provient de la différence entre la rentabilité financière et la rentabilité économique

Tableau No 24 : L'effet de levier de la GRTG pour les années (2016-2020).

année	2020	2019	2018	2017	2016
Rf	1.77	2.01	2.55	3.43	4.68
Re	0.84	0.87	1.18	1.65	1.88
Effet de levier	0.92	1.14	1.36	1.78	2.8

Source : Élaboré par l'étudiante suivant les données des années (2016-2020)

L'effet de levier pour les cinq années d'étude est positif et dit amplificateur et atteint un seuil maximal de 2.8% en début de période jusqu'à se situer sous le seuil de 1 en fin de période ,cela sert à dire que la rentabilité économique excède le taux d'intérêt moyen ($RE > i$) , donc le recours à l'endettement permet de dégager un bénéfice additionnel sur chaque unité monétaire supplémentaire emprunté de la part de la GRTG . Tout de même l'augmentation du ratio de levier L permet d'améliorer la rentabilité des capitaux propres, la rentabilité financière est alors une fonction croissante de l'endettement comme, elle augmente par l'effet de la dette et l'emprunt exerce une influence bénéfique sur la rentabilité globale comme il a été dit dans le premier chapitre .

Cependant , malgré le fait que l'effet de levier soit positif sur toute la durée , il reste décroissant , cela est du majoritairement à la vitesse de diminution de la rentabilité financière qui est supérieure à celle de la rentabilité économique et aux facteurs causant la baisse des dites rentabilités évoquées précédemment .

4. L'évaluation de l'entreprise .

Pour évaluer une entreprise il existe plusieurs méthodes telles que : l'approche liée au passé de l'entreprise qui est l'approche patrimoniale , l'approche liée au futur de l'entreprise qui est l'actualisation des cash flow et l'approche qui repose sur le présent de l'entreprise qui concerne les multiples de comparaison , chacune basé sur des contraintes de temps , d'environnement et d'objectifs distincts . l' intérêt dans cette rubrique va reposer sur la méthode patrimonial .

Le recours à l'approche patrimoniale est aligné avec les intérêts de l' étude pour plusieurs raisons² :

- La méthode dite des comparables a pour objectif est de déceler des entreprises cotées ou ayant été cédées récemment, dotées des mêmes caractéristiques que la société à évaluer et d'appliquer à l'entreprise les multiples de valorisation observés sur ces transactions. Cependant son utilisation est restreinte dans le cas de la GRTG qui n'est pas cotée en bourse et qui n'a pas assez de données sur un ensemble d'entreprise exerçant dans son secteur .
- La méthode d'actualisation des flux futurs repose sur la définition de la valeur actuelle des revenus futurs de l'entreprise , qui dans le cas de la GRTG a comme difficulté la détermination du taux d'actualisation qui est fonction du niveau de risque pesant sur les revenus à venir de l'entreprise.
- L'approche patrimoniale est privilégié dans le cas des holding comme SONELGAZ .

4.1. Définition³ .

« la valeur patrimoniale de l'entreprise représente la somme algébrique de la valeur des éléments composant l'entreprise. Dans cette approche, les principales sources d'information sont le bilan, les inventaires et les divers contrats de l'entreprise (prêt, emprunt, bail, leasing, ...). »

Cette méthode repose sur l'estimation de l'actif net corrigé par la différence entre l'actif exigible et le passif exigible (hors actif et passif fictifs) .

²<http://www.valorisation-entreprise.com/ae136,qu-est-ce-que-la-methode-de-valorisation-patrimoniale>
(21/05/2022 à 20:40)

³ GLIZ (A): op.cit , p 14 .

4.2. Détermination de l'ANC .

La détermination de l'ANC dans le cas de la GRTG se fait par la différence entre l'actif exigible et le passif exigible .

Tableau No 25 : calcul de l'ANC en Md de dinars pour les années (2016-2020) .

Année	2020	2019	2018	2017	2016
Actif exigible	652.9	633.4	596	358.3	339.2
Passif exigible	516.2	499.2	464.2	227.9	222.2
ANC	136.6	134.2	131.75	130.4	116.9

Source : Élaboré par l'étudiante suivant les données des années (2016-2020)

On remarque une hausse considérable de la valeur de l'entreprise durant les cinq années et notamment une forte croissance entre 2016 et 2017 , cela revient en grande partie à l'augmentation de l'actif immobilisé de 10.75% en cette année . Cette augmentation est traduite par l'entrée de la GRTG dans des projets structurants qui nécessitent des immobilisations , essentiellement le projet AQS , ce qui a induit à la hausse des immobilisations en cours .

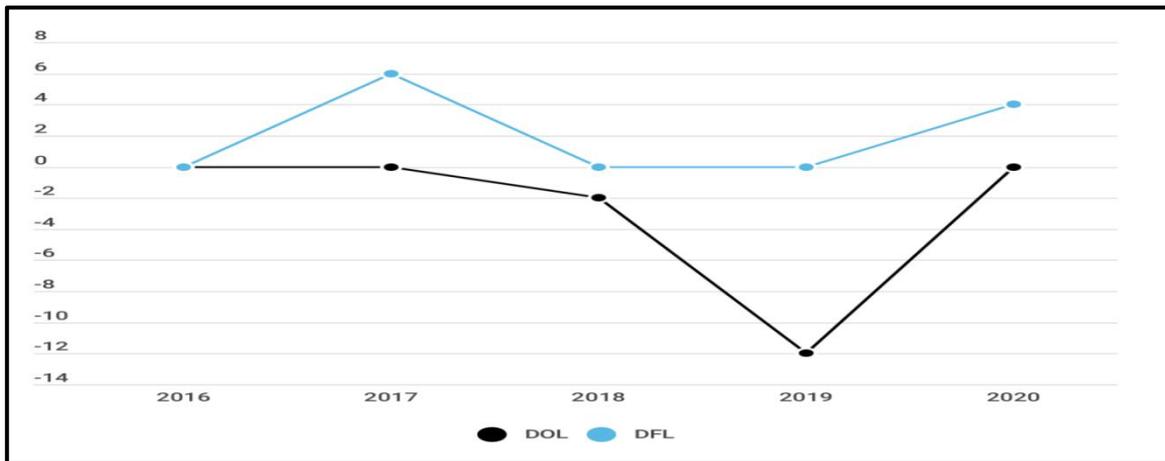
Néanmoins , la valeur de l'entreprise pour les trois dernières années progresse d'un taux inférieur à celui de 2017 car la valeur des dettes à court terme a augmenté de 300 % pour 2018 , tandis que celles de long terme a vu une augmentation mineure de 3.3% , cela revient à la politique de SONELGAZ , qui a laissé place qu'aux crédits documentaire (crédoc) . Cependant cette hausse de dette est couverte par l'actif de l'entreprise , ce qui explique la progression de la valeur de GRTG au fil des années , et la capacité de détention d'une certaine somme d'argent restantes aux associés de la firme s'il décidaient de vendre tout les actifs de l'entreprise après avoir réglé toutes ses dettes ¹.

¹ <https://www.legalstart.fr/fiches-pratiques/comptabilite-entreprise/actif-net-comptable/> (21/05/2022 à 23h)

4.3. Représentation de l'évolution de la valeur de l'entreprise en parallèle avec les effets des leviers opérationnels et financiers .

D'après le graphe ci dessous , le DOL semble plus sensible aux variations dans le résultat opérationnel que le DFL , cela revient tout de même à la considération de la dette dans le calcul du DFL qui atténue l'effet des variations de l'EBIT .

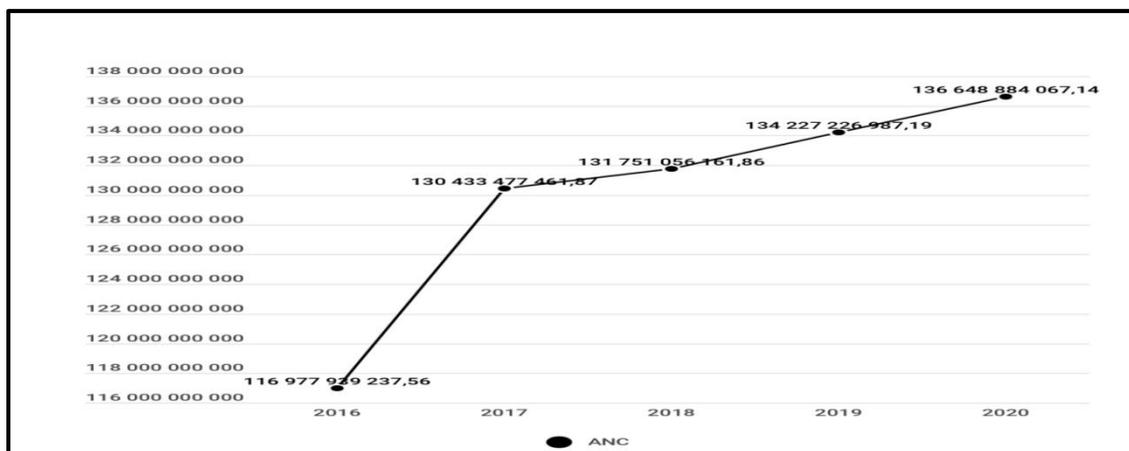
Figure No 12 : Représentation graphique de l' évolution parallèle du DOL et du DFL .



Source : Élaboré par l'étudiante suivant les données des années (2016-2020)

La valeur de l'entreprise suivant la méthode patrimoniale augmente constamment pour les cinq années d'études notamment pour l'année 2017 dû à l'augmentation de la proportion de l'actif immobilisé , puis a pris un rythme de croissance inférieur à celui de 2017 du à la hausse de la proportion des dettes de l'entreprise

Figure No 13 : Représentation graphique de l' évolution de l'ANC.



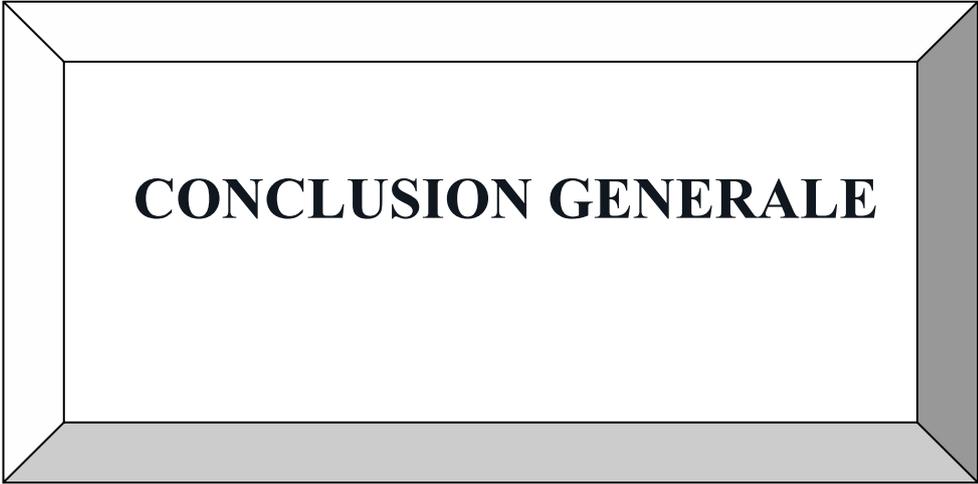
Source : Élaboré par l'étudiante suivant les données des années (2016-2020)

Conclusion du troisième chapitre

Au début de ce chapitre , on avait centré notre intérêt sur l'organisme sujet d' étude pour diverses raisons concernant la connaissance du type d'activité de l'entreprise , ainsi que le type de marché dans lequel elle opère et le type des concurrents du secteur d'activité , afin de bien mener l' interprétation des outils de l'analyse .

En second lieu , on a fait ressortir , les indicateurs clés qui traduisent et donnent une idée claire sur la situation financière de l'entreprise , pour pouvoir centrer l' étude dans un cadre plus étroit afin de faire ressortir la relation entre les leviers opérationnels et financiers sur la valeur de l'entreprise .

En revanche , l'analyse analytique descriptive a permis de démontrer les facteurs affectant chacun de ces trois éléments sujets d' étude individuellement d'une part , et ceux qui sont considéré comme des points d'intersection d'autre part et de concrétiser l' évolution de ces indicateurs parallèlement .



CONCLUSION GENERALE

Conclusion générale

La pérennité et la maximisation de la valeur de l'entreprise ont depuis longtemps été le centre d'intérêt des travaux de recherche qui avaient pris plusieurs directions relatives au contexte dans lequel se trouve les éléments clés qui puissent servir à cerner cette valeur et à l'optimiser. C'est pour cette raison qu'on avait opté à travers cette étude à mettre en avant le concept de la valeur de la firme en suivant la notion du temps qui détermine et décompose les phases du cycle de vie de l'entreprise, leurs composants essentiels, ainsi que leur impact sur la valeur. A fin de matérialiser la notion du temps par des indicateurs d'analyse relatifs à ce sujet, on a centré cette étude sur les leviers opérationnels et financiers, qui sont en relation avec le court et le long terme respectivement. Pour ce faire on a posé la problématique suivante : **En quels sens est affectée la valeur de la société en misant sur l'effet des indices de mesure d'endettement et de performance ?**

Au premier abord, le premier chapitre avait abordé les fondements théoriques de ces deux concepts, pour pouvoir ainsi enchaîner le rôle des leviers dans la gestion financière de l'entreprise. Après avoir désigné les outils de mesure de ces leviers et avoir illustré leur démarche d'analyse par le biais d'exemples empiriques on a pu déduire qu'une bonne combinaison des deux leviers, opérationnel et financier, est un grand avantage pour la croissance de l'entreprise, tandis qu'une combinaison inappropriée peut s'avérer être une malédiction, comme expliqué ci-dessous :

- Un degré très élevé de levier d'exploitation et de levier financier rendra la position d'une entreprise très risquée. Lorsque les deux leviers sont élevés, cela signifie que l'entreprise a des coûts d'exploitation et des charges d'intérêts fixes élevés.
- De la même manière, une entreprise ayant un faible levier d'exploitation tirera profit d'un levier financier élevé, à condition qu'elle ait suffisamment d'opportunités rentables expliquant ses fonds empruntés.
- Si les deux leviers sont faibles, cela signifie que la direction de l'entreprise adopte une attitude très prudente, ce qui entraîne la perte d'un grand nombre d'opportunités d'investissement.

Ces résultats nous ont rendu possible de confirmer l'hypothèse **H1** qui indique que les leviers opérationnels et financiers représentent une majeure référence en matière de mesure de la valeur.

En second lieu , le deuxième chapitre a divulgué le concept de la valeur de l'entreprise en indiquant au début les différents facteurs qui puissent l'impacter , puis a pris un chemin plus étroit en se focalisant sur la relation de la structure du capital avec la valeur de l'entreprise , tout en respectant les clauses primaires de l'étude qui misent à démontrer l'impact des leviers sur cette dite valeur . Cependant , pour arriver à cette fin , il nous a été nécessaire d'aborder les effets des coûts d'agence et de l' asymétrie d'information sur les décisions structurantes de l'entreprise qu'elles soient opérationnelles ou bien financières , puis on a mis l'accent sur la relation entre les leviers et la valeur dans un contexte de référencement à des résultats fiables par l'apport des divers chercheurs et la prise en considération de majeures théories , considérées comme référence en matière d' évaluation de la firme suivant divers contexte à noter le cycle de vie de l'entreprise , l'influence des coûts d'agence , les contraintes environnementales etc... , pour arriver finalement à la confirmation de l'hypothèse **H2** qui repose sur le fait que la fluctuation de la valeur de l'entreprise est liée aux variables explicatives de son cycle de production, qui auront des répercutions sur celles du moyen et long terme, donc un effet sur la valeur global .

Troisièmement , le dernier chapitre a porté sur une étude sur terrain des effets des leviers sur la valeur de la firme en exerçant un diagnostic financiers de l'entreprise GRTGspa-SONELGAZ . Les résultats récoltés étaient majoritairement en faveur de l'entreprise sujet d'étude d'où notre déduction que cette entreprise a de bonnes perspectives de croissance étant donné les résultats de l'étude de la rentabilité , des ratios de gestions et de la progression de sa valeur patrimoniale constamment au fil du temps qui confirment la l'hypothèse **H3** de l'existence d'une forte implication que la volatilité ou la stabilité de la valeur de l'entreprise sujet d'étude sont dû en grande partie à l'évolution transitionnel des effets de leviers opérationnels et financiers.

1. Résultats de l'étude .

À travers cette démarche , et après avoir mis en avant les apports précédents concernant le type de relation entre les leviers opérationnels et financiers avec la valeur de la société , ainsi que leur impact mutuel , il est essentiel de conclure que :

- Notre étude a mis l'accent sur les liens entre les facteurs et déterminants du court et long terme de l'entreprise d'une part exclusivement en s'intéressant aux composants de chacun des deux et inclusivement en misant sur l'influence de l'un sur l'autre , plus précisément le levier opérationnel , qui appartient à la phase de court terme de l'entreprise , influe sur les décisions d'investissement et donc de financement qui sont en relation directe avec le levier financier , cela peut être envisagé par la diminution de la proportion des charges opérationnelles de l'année 2017 -2018 de 85% , qui a engendré une forte augmentation de l'ANC .
- D'autant plus , les leviers opérationnels et financiers ont un impact sur la structure de l'actif et du passif de l'entreprise, par exemple en 2017 les valeurs immobilisées sont de 90% du total actif ,qui est du essentiellement à la proportion des immobilisations en cours qui ont été financé l'année qui précède afin que la GRTG s'initialise dans ses projets structurants , cette hausse d'actif et diminution progressive des DLMT explique l'impact des leviers sur la valeur de l'entreprise tenant compte de la méthode d'évaluation patrimoniale .
- Sur le plan pratique , cette étude au sein de l'organisme d'accueil fourni une explication sur les éléments influant les entreprises exerçant dans le secteur de l' énergie , dans le contexte économique algérien
- Elle explique aussi le pouvoir des facteurs de l' environnement externe de la firme comme les réglementations et les subventions de l'état qui ont pu être envisagé par les politiques d'exonération du paiement de la dette pour le holding SONEGAS sur les outils d'analyse de la situation financière de l'entreprise . Cela a contribué d'une grande manière dans l'évolution de la valeur de l'entreprise .
- Le DFL a atteint son seuil minimal en 2018 dû aux fluctuations des charges opérationnelles ce qui explique l'impact mutuel des leviers opérationnels et financiers .

2. Recommandations .

Par les présents résultats , on a pu déduire des recommandations générale afin d'améliorer la perception de la valeur de l'entreprise :

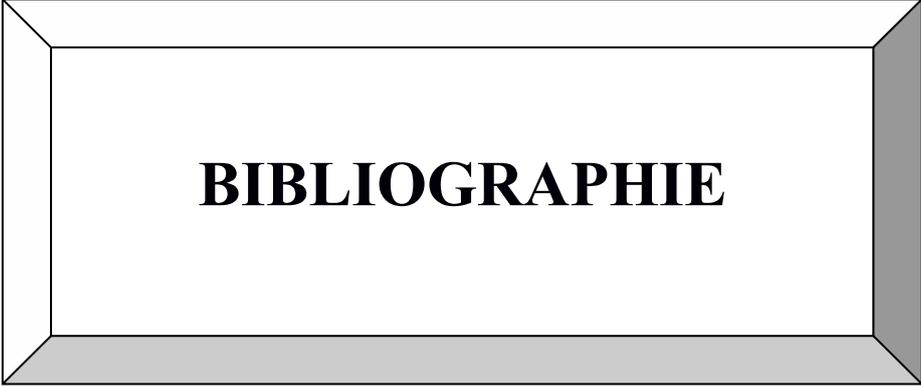
- Faire recours à la réévaluation , pour pouvoir en tirer les plus ou moins value , cela aidera l'entreprise à mieux positionner ses stratégies concernant l'augmentation ou la diminution de ses éléments du bilans .
- Comme la GRTG occupe une position monopolistique sur le marché du transport et transformation du gaz , elle possède un savoir faire ainsi qu'un capital humain elle pourra donc faire une constitution de son **Goodwill** qui améliorera son évaluation .
- L'exonération du paiement de la dette permettra à l'entreprise de reconstitué des éléments de son actif qui rentrent dans son processus de production car d'une part elle n'aura pas à supporter un fort risque , de l'autre cela lui permettra d'améliorer sa productivité donc d'atteindre plus efficacement son seuil de rentabilité .

3. Limites de l'étude .

Cette étude a été confronté à un nombre de limites , se traduisant dans le manque de données relatives aux document financiers récents qui peuvent transmettre une image plus fiable en matière d'évaluation tenant compte du contexte financier dans lequel cette étude a été mené et par le manque d'information sur l'environnement externe de la firme qui pourrait servir de référence en matière de connaissance de la situation du secteur d'activité et donc du choix de la méthode d'analyse des données et d'interprétation des ratios calculés.

4. Pistes de recherche .

On a déduit que cette étude pourra être traité d'une manière encore plus vaste et riche en contenu dans un contexte de démarche d'analyse économétrique pour avoir des résultats plus concrets , d'autant plus qu'une étude sur la relation entre le levier opérationnel et le risque pourrait apporter d'avantage , car le levier d'exploitation n'est pas étudié largement dans le contexte de la détermination de la valeur de l'entreprise . Les leviers opérationnels et financiers pourront aussi être associé avec d'autres leviers créateurs de valeur comme la taille et la gouvernance de l'entreprise ainsi que la politique de distribution de dividende , pour en tirer la relation entre ces éléments et leurs impact sur la valeur de la firme .



BIBLIOGRAPHIE

BIBLIOGRAPHIE

I- Les ouvrages .

1. BIERMAN (H) , and HASS (J) : «An Introduction to Managerial Finance» W W Norton & Co Inc 1st edition , New York, 1973.
2. BRIGHAM (E) and EHRHARDT (M) :«Financial management», SOUTH-WESTERN Cengage learning, Mason ,2009
3. CHARREAUX (G) et ALBOUY(M) : «Les grands auteurs en finance », EMSEditors , 2017.
4. COHEN (E).:« gestion financière de l'entreprise et diagnostic financier» , EDICEF, Paris
5. LEGROS (G) : «mini manuel finance d'entreprise» , Edition Dunod , Paris , 2014
6. PANDEY(I.M.):«financial management» ,Vikas Publishing House PVT Ltd. New Delhi 2013 .
7. PARAMASIVAN(C) and SUBRAMANIAN(T):«financial management» ,New age international publishers , 2010.
8. VAN HORNE (J.C) and WARCHOWICZ(J.M):. «Fundamentals of financial management», Pearson education Limited ,Harlow, 2008
9. VERINEMMAN (P) and al : «corporate finance theory and practice » 2ndEdition John Wiley & Sons Ltd,2009.
10. VERNIMMEN(P) et autres : «finance d'entreprise»,4eme édition , John Wiley & Sons Ltd,2014

II- Les articles .

1. ABEDIN (M.T.) , SEN(K.K.) and AKTER(M.): « Determinants of Net Capital Expenditure Cash Outflows: Evidence from the Pharmaceutical Sector of Bangladesh » in Asian journal of accounting perspective No 10 , 2017 , pp 73-98
2. ADENUGBA (A.A) :« financial leverage and firms' value : a study of selected firms in nigeria» . In European Journal of Research and Reflection in Management Sciences , No.1, 2016 , pp14-32 .
3. ADYANA (I) and al : «The Effect of Ownership and Financial Performance on Firm Value of Oil and Gas Mining Companies in Indonesia» in International Journal of Energy Economics and Policy , , vol10 no5 , 2020 pp 103-109

4. AKERLOF (G.A.): «The Market for "Lemons": Quality Uncertainty and the Market Mechanism » in *The Quarterly Journal of Economics* Vol. 84, No. 3 (Aug., 1970), pp. 488-500
5. AKHAYI(M.B.): «The effect of financial risk on the relationship between earnings and stock return» in *International Journal of Organizational Leadership* no 4 2015,pp 154-169.
6. ASRAF(M) and MUCHIA (D) : « Analysis of the Effect of Operating Leverage and,Financial Leverage on Companies Profitability Listed on Indonesia Stock Exchange », in *Jomata International Journal of Management* Vol. 2 No. 1 March 2020 pp45-50.
7. ASTUTI (F) and al : «ANALYSIS OF EFFECT OF FIRM SIZE, INSTITUTIONAL OWNERSHIP, PROFITABILITY, AND LEVERAGE ON FIRM VALUE WITH CORPORATE SOCIAL RESPONSIBILITY (CSR) DISCLOSURE AS INTERVENING VARIABLES (Study on Banking Companies Listed on BEI Period 2012-2016)» in *Jurnal Bisnis Strategi* . Vol 27 No 02 , 2018 , pp 95-109 .
8. BARTOSOVA (V) and JAROS (j) : «to the capital structure choice : miller and modgilliani model », In *Procedia Economics and Finance* 26 slovakia (2015)pp 351 – 358 .
9. BECKER(B),FRED(K) and ETEBARI(A). :« Employees, Firm Size and Profitability of U.S. Manufacturing Industries » in *Investment Management and Financial Innovations*, Vol 7, no2,2010, pp 7-23 .
10. BLACK (B) : «does corporate governance matter a crude test using russian data » in *university of Pennsylvanie law review*Vol. 149 2001 ,pp131 -148 .
11. CHENG (M.C) and TZENG (Z.C) : «The Effect of Leverage on Firm Value and How The Firm Financial Quality Influence on This Effect» *World Journal of Management* Vol. 3. No. 2. September 2011 pp. 30-53 .
12. CONSTANDACHE (N.): « the break even point and the leverage effect , instruments for assessing the financial and economic risk»,in *AUDCE* , no7, 2011 ,pp20-33.
13. DAQUAN (G) and al : « Corporate Governance, Agency Costs, Corporate Sustainable Development : A Mediating Effect Analysis» in *Discrete Dynamics in Nature and Society*, China ,2021,pp 1-15 .
14. GLIZ (A):«Le problème de l'évaluation de l'entreprise en privatisation dans un contexte de transition vers l' économie de marché » , dans *Les Cahiers du CREAD*, n° 54 2000 ,5 pp 1-29 .
15. GUNADI (N) and al : «Impact of Structural Capital and Company Size on the Growth

of Firm Value through Financial Performance with Good Corporate Governance as a Moderating Variable: Property and Real Estate Business in Indonesia »in International Journal of Economics and Business Administration Volume VIII, no 4,2020, pp 332-352 .

16. GUNARISH (T) , CULATA (E) and RALNA (P) : «PECKING ORDER THEORY AND TRADE-OFF THEORY OF CAPITAL STRUCTURE: EVIDENCE FROM INDONESIAN STOCK EXCHANGE» In Journal The WINNERS, Vol. 13 No. 1, March 2012: pp 40-49 .

17. HARRIS (M). and RAVIV, (A): «Capital structure and the informational role of debt», in Journal of Finance,2003, p 321-349 .

18. HARRIS,(M) and RAVIV(A) : «Corporate control contests and capital structure» in Journal of Financial Economics, no 20 ,1988 , p 55-86.

19. HIRDINIS(I) : « Capital Structure and Firm Size on Firm Value Moderated by Profitability» in International Journal of Economics and Business Administration , Volume VII, no1, 2019, p 174-191 .

20. JENSEN (M) and MECKLING (W). : «theory of the firm : managerial behavior , agency cost and ownership structure » in Journal of Financial Economics 3 , North-Holland Publishing company ,1976 , pp305-360.

21. JENSEN(M.C.):«Agency cost of free cashflow ,corporate finance and takeover» in American economic review , no76 , 1986, pp.323-339.

22. KAJOLA (S) : « Corporate Governance and Firm Performance: The Case of Nigerian Listed Firms» in European Journal of Economics, Finance and Administrative Sciences no 14 2008 pp16-28 .

23. KHOURY (N) and EPHRAIM (M) : « La structure du capital : une synthèse des orientations théoriques et empiriques de la dernière décennie» l'Actualité économique . Volume 61 , N 03 1985 pp 362-387.

24. MANDELKER(G.N.) and RHEE(G) .:«the impact of the degrees of operating and financial leverage on systematic risk of common stock» in The journal of financial and quantitative analysis, no 1, march 1984 , pp.45-57

25. MESUT (D) :« Does Firm Size Affect The Firm Profitability? Evidence from Turkey» in Research Journal of Finance and Accounting Vol.4, No.4, 2013 , p 53-59

26. MYERS (C.S) :«The Capital Structure Puzzle »The Journal of Finance No.3 JULY 1984 ,pp2-16

27. MYERS (S.C.):«Determinants of capital borrowing,» in *Journal of Finance Economics*», Vol 5 , no 2, 1977 pp147-175
28. MYERS(S.C) :«capital structure» in *Journal of Economic Perspectives*,Volume 15, No 2 ,2001,pp81–102.
29. NGUYAN and al : « corporate governance and agency cost : an empirical evidence from Vietnam » in *Journal of Risk and Financial Management* , no13 ,2020, pp1-16
30. OBRADOVISCH (J) and GILL (A) :«The Impact of Corporate Governance and Financial Leverage on the Value of American Firms» in *International Research Journal of Finance and Economics* no 91 ,2012 pp1-14 .
31. PARK(S.B.) and LEE (S.) . : «A Study on the Association between Operating Leverage and Risk: The Case of the Airline Industry» in *International journal of economics and finance* , No 8 , August 2018 , pp 120-125 .
32. POINCELOT (E) :«information asymétrique et choix financiers : une note critique »in *ÉFINÉCO*, vol. 7, No 1, 1er semestre 1997 pp83-94 .
33. ROUF (A) : « the relationship between corporate governance and the value of the firm in developing countries : evidence from bangladesh » in *The International Journal Of Applied Economics and Finance* 5 (3)2011,p p 237-244 .
34. SEONG (M .B) and al :« a cross country investigation of corporate governance and corporate sustainability disclosure : a signaling theory perspective » in *sustainability* ,no 10 , 2018 , pp 1-16
35. STANLEY(B),DANIELSEN(R)and HIRT(A);Foundations of Financial Management ,McGrawHill education , sixteenth edition 1997, p 132-148 .
36. STOWE (D .) and INGEN (C.) . :« microeconomic influences on operating leverage» , in *Journal of Economics and Business*, Missouri , 1984, p 233-241
37. SUDIANI(N.K.A) and WIKSUANA(I G.B):. « Capital structure , investment , opportunity set , dividend policy and profitability ad a firm value determinants » in *RJOAS*, no9, 2018 pp 259 -273.
38. VANHORNE(J.C.) :« Financial management and policy » 3rd edition, Englewood Cliffs, New Jersey, Prentice-Hall Inc., 1974 p. 696-704.
39. WAYNE (Y) and BARKER (H) .: «Coûts de faillite et capacité d'endettement optimale de l'entreprise : Une théorie positive de la structure du capital » In *Southern Economic Journal* Vol. 43, n° 4 (avril.1977),pp53-65 .

40. YINUSA (G.O) and al : «OPERATING LEVERAGE AND FIRM VALUE OF MANUFACTURING FIRMS IN NIGERIA» in International Journal of Commerce and Finance, Vol. 7, Issue 1, 2021, pp77-91 .

III- Thèses de doctorat

1. BENHALIMA (I) : L'impact de la gouvernance bancaire sur la performance financière , thèse de doctorat en finance d'entreprise , l' École supérieure de commerce à Alger, 2019 .

2. KEBEWAR (M): La structure du capital et son impact sur la profitabilité et sur la demande de travail : analyses théoriques et empiriques sur données de panel françaises. Thèse de doctorat en Économies et finances. Université d'Orléans, 2012. .

IV- Communications

1. ADAKSOU (M) et ADAIR (P) : Théorie du compromis versus théorie du financement hiérarchique : une analyse sur un panel de PME non cotées , 12eme congrès international francophone en entrepreneuriat et PME Agadir , 2014.

V- Supports de cours

1. FARBER (A) : Éléments d'analyse financière , Solvay Business School Université Libre de Bruxelles révision 2007 .

2. CHEN (L) : How the Pecking-Order Theory Explain Capital Structure , Graduate School of Business and Operations Management, Chang Jung Christian University, Taiwan .

3. GRITTA (R.D) and PAMPLIN (R.B) : An Analysis of the Effects of Operating and Financial Leverage on the Major U.S. Air Carriers' Rates of Return: 1990-2003 , School of Business, University of Portland .

4. KUBEN(R) : Financial leverage and firm value , Master in business administration, university of Pretoria ,2008 .

VI- Webographie

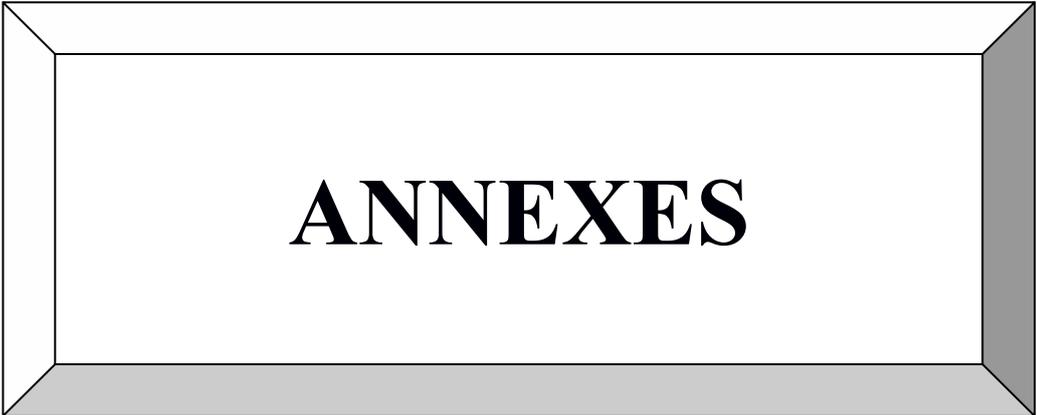
1. <http://anucde.info/sm20210803/Financial%20Management/Lession0006.pdf>

2. http://textbook.stpauls.br/Accounts_and_Finance_student/page_110.html

3. <http://www.foad.uadb.edu.sn/>

4. <http://www.valorisation-entreprise.com/ae136,qu-est-ce-que-la-methode-de-valorisation-patrimoniale>

5. <https://bizfluent.com/13709403/what-is-the-roe-formula>
6. <https://d1n7iqsz6ob2ad.cloudfront.net/document/pdf/53bb8e0d6c66c.pdf>
7. <https://fr.scribd.com/document/422961496/La-Theorie-de-Signal>
8. <https://independant.io/ratio-de-solvabilite/>
9. <https://moneyweek.com/glossary/return-on-capital-employed-roce>
10. <https://thepressfree.com/definition-procyclique>
11. [https://www.academia.edu/35045411/Chapitre_1_Les_théories_de_la_structure_du_capital](https://www.academia.edu/35045411/Chapitre_1_Les_th%C3%A9ories_de_la_structure_du_capital)
12. <https://www.beaboss.fr/Definitions-Glossaire/Valeur-d-exploitation-240180.html>
13. [https://www.encyclopedie.fr/definition/valeur_réalisable](https://www.encyclopedie.fr/definition/valeur_r%C3%A9alisable)
14. <https://www.forbes.com/advisor/investing/roa-return-on-assets/>
15. <https://www.grin.com/document/958912>
16. https://www.investopedia.com/terms/o/operational_risk.asp
17. <https://www.lecoindesentrepreneurs.fr/fonds-de-roulement-definition-calcul/>
18. <https://www.legalstart.fr/fiches-pratiques/comptabilite-entreprise/actif-net-comptable/>
19. <https://www.l-expert-comptable.com/>
20. <https://www.my-business-plan.fr/marge-operationnelle>
21. https://www.researchgate.net/publication/360300191_The_determinants_of_capital_structure_A_Comparative_Study_on_UK_and_Chinese_Companies
22. <https://www.strategie-aims.com/events/conferences/10-xiiieme-conference-de-l-aims/communications/>
23. <https://www.thecanadianencyclopedia.ca/fr/article/cycles-economiques>



ANNEXES

Annexe 01 : Actif des bilans des années 2016-2017

Bilan Actif					
ACTIF	note	brut	Amort.	2017	2016
ACTIF NON COURANT					
Ecart d'acquisition (ou goodwill)					
Immobilisations incorporelles	1				
Frais de développements					
Logiciels informatiques et assimilés		19 985 019.96	19 985 019.96	0.00	0.00
Autres immobilisations incorporelles					
Immobilisations corporelles	1				
Terrains		86 753 695.97		86 753 695.97	86 733 004.97
Agencements et aménagements de terrains		4 244 078 602.95	521 630 342.72	3 722 448 260.23	3 253 597 067.51
Constructions (Bâtiments et ouvrages)		6 084 704 354.09	946 457 369.96	5 138 246 984.13	4 553 942 221.53
Installations techniques. Matériel et outillage		333 740 778 518.85	140 177 013 743.47	193 563 764 775.38	189 657 541 190.85
Autres immobilisations corporelles		1 310 502 075.98	1 007 077 678.84	303 424 397.14	334 733 620.27
Immobilisations en cours	1	121 930 579 544.26		121 930 579 544.26	95 916 062 485.15
Immobilisations financières	2				
Titres mises en équivalence – entreprises associées					
Titres participations et créances rattachées		154 813 000.00	1 000 000.00	153 813 000.00	4 688 000.00
Autres titres immobilisés					
Prêts et autres actifs financiers non courants		21 479 970.57		21 479 970.57	841 850.00
Impôts différés actif		224 509 685.60		224 509 685.60	332 261 421.63
TOTAL ACTIF NON COURANT		467 818 184 468.23	142 673 164 154.95	325 145 020 313.28	294 140 400 861.91
ACTIF COURANT					
Stocks et encours	3	4 183 950 266.25	47 053 116.35	4 136 897 149.90	4 598 676 763.69
Clients	4	2 694 306 778.92	145 525 514.00	2 548 781 264.92	2 537 620 363.69
Créances sur sociétés du groupe et associés		18 032 834 813.10		18 032 834 813.10	16 031 020 778.63
Autres débiteurs		45 483 458.76		45 483 458.76	155 669 232.29
Impôts		2 979 047 711.33		2 979 047 711.33	5 663 931 673.68
Autres actifs courants					
Disponibilités et assimilés					
Placements et autres actifs financiers courants					
Trésorerie	5	5 474 870 556.79		5 474 870 556.79	16 096 814 692.19
TOTAL ACTIF COURANT		33 410 493 585,15	192 578 630.35	33 217 914 954,80	45 083 733 504.17
TOTAL GENERAL ACTIF		501 228 678 053,38	142 865 742 785.30	358 362 935 268,08	339 224 134 366.08

Annexe 02 : Passif des bilans des années 2016-2017

Bilan Passif

PASSIF	note	2017	2016
CAPITAUX PROPRES	6		
Capital émis (ou compte de l'exploitant)		9 000 000 000.00	9 000 000 000.00
Capital non appelé			
Autres Fonds Propres		101 381 436 143.30	90 304 170 834.72
Primes et réserves (Réserves consolidées)		17 408 310 287.46	14 715 699 913.07
Écart de réévaluation		265 458 115.38	265 458 115.38
Résultat net		4 484 507 743,22	5 479 389 425.46
Autres capitaux propres – Report à nouveau		-2 106 234 827.49	-2 786 779 051.07
TOTAL CAPITAUX PROPRES		130 433 477 461,87	116 977 939 237.56
PASSIFS NON COURANTS	7		
Emprunts et dettes financières			
Impôts (différés et provisionnés)		2 668 828 603.42	2 806 524 961.23
Autres dettes non courantes			
Provisions et produits comptabilisés d'avance		155 047 384 852.44	156 176 212 142.38
TOTAL PASSIFS NON COURANTS		157 716 213 455.86	158 982 737 103.61
PASSIFS COURANTS			
Fournisseurs et comptes rattachés	8	68 058 955 366.37	61 449 696 232.59
Impôts		100 050 253.73	7 154 228.00
Dettes sur sociétés du Groupe et associés	9	0.00	0.00
Autres dettes	9	2 054 238 730.25	1 806 607 564.32
Trésorerie passif			0.00
compte transitoire			0.00
TOTAL PASSIFS COURANTS		70 213 244 350.35	63 263 458 024.91
TOTAL GENERAL PASSIF		358 362 935 268,08	339 224 134 366.08

Annexe 03 : Actif des bilans des années

2018-2019

1. Bilan

Le Bilan du GRTG clos au 31.12.2019 se présente comme suit :

Bilan Actif

ACTIF	note	brut	Amort.	2019	2018
ACTIF NON COURANT					
Ecart d'acquisition (ou goodwill)					
Immobilisations incorporelles	1				
Frais de développements					
Logiciels informatiques et assimilés		19 985 019,96	19 985 019,96	0.00	0.00
Autres immobilisations incorporelles					
Immobilisations corporelles	1				
Terrains		215 535 780,69	0.00	215 535 780,69	104 310 382,74
Agencements et aménagements de terrains		7 482 607 858,42	793 909 411,91	6 688 698 446,51	4 140 203 496,24
Constructions (Bâtiments et ouvrages)		9 626 989 757,26	1 311 256 996,84	8 315 732 760,42	5 783 703 201,05
Installations techniques. Matériel et outillage		407 692 361 133,06	173 977 358 900,32	233 715 002 232,74	223 413 052 875,22
Autres immobilisations corporelles		1 536 172 125,91	1 105 217 107,24	430 955 018,67	287 536 646,50
Immobilisations en cours	1	81 542 357 716,48		81 542 357 716,48	91 163 298 010,12
Immobilisations financières	2				
Titres mises en équivalence – entreprises associées					
Titres participations et créances rattachées		1 185 000,00	1 000 000,00	185 000,00	153 813 000,00
Autres titres immobilisés					
Prêts et autres actifs financiers non courants		23 805 148,05		23 805 148,05	19 707 946,86
Impôts différés actif		1 051 502 253,36		1 051 502 253,36	531 334 307,81
TOTAL ACTIF NON COURANT		509 192 501 793,19	177 208 727 436,27	331 983 774 356,92	325 596 959 866,54
ACTIF COURANT					
Stocks et encours	3	3 614 287 946,60	9 858 165,63	3 604 429 780,97	3 659 083 435,84
Clients	4	9 596 611 139,20	8 293 492,22	9 588 317 646,98	4 947 282 201,62
Créances sur sociétés du groupe et associés		278 030 823 817,18		278 030 823 817,18	254 587 318 467,73
Autres débiteurs		544 340 815,38		544 340 815,38	8 021 258,87
Impôts		1 087 016 148,03		1 087 016 148,03	519 558 274,85
Autres actifs courants					
Disponibilités et assimilés					
Placements et autres actifs financiers courants					
Trésorerie	5	8 620 820 151,90		8 620 820 151,90	6 702 604 857,29
TOTAL ACTIF COURANT		301 493 900 018,29	18 151 657,85	301 475 748 360,44	270 423 868 496,20
TOTAL GENERAL ACTIF		810 686 401 811,48	177 226 879 094,12	633 459 522 717,36	596 020 828 362,74

Annexe 04 : Passif des bilans des années 2018-2019**Bilan Passif**

PASSIF	note	2019	2018
CAPITAUX PROPRES	6		
Capital émis (ou compte de l'exploitant)		9 000 000 000.00	9 000 000 000.00
Capital non appelé			
Autres Fonds Propres		101 381 436 143.30	101 381 436 143.30
Primes et réserves (Réserves consolidées)		21 104 161 903,18	19 786 583 203.19
Écart de réévaluation		265 458 115,38	265 458 115.38
Résultat net		2 710 411 767.85	369 769 705.95
Autres capitaux propres – Report à nouveau		-234 240 942.52	-2 052 191 005.96
TOTAL CAPITAUX PROPRES		134 227 226987.19	131 751 056 161.86
PASSIFS NON COURANTS	7		
Emprunts et dettes financières			
Impôts (différés et provisionnés)		2 233 662 327.51	2 473 277 372.18
Autres dettes non courantes			
Provisions et produits comptabilisés d'avance		184 347 951 248.06	160 446 448 698.31
TOTAL PASSIFS NON COURANTS		186 581 613 575.57	162 919 726 070.49
PASSIFS COURANTS			
Fournisseurs et comptes rattachés	8	58 805 239 851.24	68 278 864 161.33
Impôts		61 953 736.16	103 961 397.64
Dettes sur sociétés du Groupe et associés	9	245 556 756 014.44	229 063 201 521.01
Autres dettes	9	8 226 798 277.79	3 904 019 050.41
Trésorerie passif			
compte transitoire			
TOTAL PASSIFS COURANTS		312 650 682 154.60	301 350 046 130.39
TOTAL GENERAL PASSIF		633 459 522 717.36	596 020 828 362.74

Annexe 05 : Actif du bilan de 2020

- Bilan 2020 : Actif			
ACTIF	brut 2020	amort 2020	2020
ACTIF NON COURANT			
Ecart d'acquisition (ou goodwill)			
Immobilisations incorporelles			
Frais de développements immobilisables			
Logiciels informatiques et assimilés	19,985,019.96	19,985,019.96	0
Immobilisations corporelles			
Terrains	246,300,454.58		246,300,454.58
Agencements et aménagements de terrains	7,945,112,235.98	970,491,253.67	6,974,620,982.31
Constructions (Batiments et ouvrages)	10,111,532,972.95	1,534,712,262.50	8,576,820,710.45
Installations techniques, matériel et outillage	434,085,851,917.77	192,852,259,429.71	241,233,592,488.06
Autres immobilisations corporelles	2,176,957,917.02	1,230,811,635.40	946,146,281.62
Immobilisations en cours	93,724,922,051.76	285,799,046.78	93,439,123,004.98
Immobilisations financières			
Titres mises en équivalence - entreprises associées			
Titres participations et créances rattachées	1,185,000.00	1,000,000.00	185,000.00
Autres titres immobilisés			
Prêts et autres actifs financiers non courants	25,589,907.82		25,589,907.82
Impôts différés actif	1,068,479,388.83		1,068,479,388.83
TOTAL ACTIF NON COURANT	549,405,916,866.67	196,895,058,648.02	352,510,858,218.65
ACTIF COURANT			
Stocks et encours	3,329,246,577.67	15,176,140.00	3,314,070,437.67
Créances et emplois assimilés			
Clients	4,935,552,145.57	8,293,492.22	4,927,258,653.35
Créances sur sociétés du groupe et associés	284,632,656,777.87		284,632,656,777.87
Autres débiteurs	462,663,718.99		462,663,718.99
Impôts	1,163,886,500.79		1,163,886,500.79
Autres actifs courants			
Disponibilités et assimilés			
Placements et autres actifs financiers courants			
Trésorerie	5,890,010,635.91		5,890,010,635.91
TOTAL ACTIF COURANT	300,414,016,356.80	23,469,632.22	300,390,546,724.58
TOTAL GENERAL ACTIF	849,819,933,223.47	196,918,528,280.24	652,901,404,943.23

Annexe 06 : Passif du bilan de 2020

- Bilan 2020 : Passif	
PASSIF	2020
CAPITAUX PROPRES	
Capital émis (ou compte de l'exploitant)	9,000,000,000.00
Capital non appelé	
Autres fonds propres	101,381,436,143.30
Primes et réserves (Réserves consolidées)	23,580,332,728.51
Écart de réévaluation	265,458,115.38
Résultat net	2,421,657,079.95
Autres capitaux propres - Report à nouveau	0
Liaisons entre établissement	0
TOTAL CAPITAUX PROPRES	136,648,884,067.14
PASSIFS NON COURANTS	
Emprunts et dettes financières	
Impôts (différés et provisionnés)	1,965,239,304.92
Autres dettes non courantes	
Provisions et produits comptabilisés d'avance	183,220,292,820.87
TOTAL PASSIFS NON COURANTS	185,185,532,125.79
PASSIFS COURANTS	
Fournisseurs et comptes rattachés	37,989,554,673.95
Impôts	74,770,702.89
Dettes sur sociétés du Groupe et associés	283,760,606,881.30
Autres dettes	9,242,056,492.16
Trésorerie passif	0
compte transitoire**	0
TOTAL PASSIFS COURANTS	331,066,988,750.30
TOTAL GENERAL PASSIF	652,901,404,943.23

Annexe 07 : TCR des années 2016-2017

2. Compte de résultats

	note	2017	2016
Ventes et produits annexes	16	16 248 015 263.54	15 338 132 275.43
Variations stocks produits finis et en cours			
Production immobilisée	16	571 991 889.14	406 551 608.83
Subvention d'exploitation			
I – Production de l'exercice		16 820 007 152.68	15 744 683 884.26
Achats consommés	10	-1 072 624 744.85	- 888 199 140.94
Services extérieures et autres consommations	11	-1 540 477 851.57	- 1 466 776 215.75
II – Consommation de l'exercice		-2 613 102 596.42	- 2 354 975 356.69
III – Valeur ajoutée d'exploitation (I-II)		14 206 904 556.26	13 389 708 527.57
Charges de personnel	12	-1 685 741 996.02	- 1 661 202 003.26
Impôts.Taxes et versements assimilés		-40 619 377 .59	- 51 941 809.41
IV – Excédent brut d'exploitation		12 480 543 182.65	11 676 564 714.90
Autres produits opérationnels	17	8 105 382 136.18	8 111 084 318.82
Autres charges opérationnelles	13	-4 795 076.16	- 33 757 782.99
Dotations aux amortissements.Provisions et pertes de valeur	15	-14 333 602 591.57	- 13 422 861 452.96
Reprise sur pertes de valeur et provisions	18	104 300 481.31	194 326 537.71
V – Résultat opérationnel		6 351 828 132.41	6 525 356 335.48
Produits financiers	19	0.00	8 742 842.84
Charges financières	14	-62 314 818.09	- 61 423 858.22
VI – Résultat financier		-62 314 818.09	- 52 681 015.38
VII – Résultat ordinaire avant impôts (V+VI)		6 289 513 314.32	6 472 675 320.10
Impôts exigibles sur résultats ordinaires		-1 094 921 739.98	- 326 810 642.31
Impôts différés (variations) sur résultats ordinaires		- 710 083 831.12	- 666 475 252.33
Autres impôts sur les résultats			
Total des produits des activités ordinaires		24 176 556 441.24	23 327 237 405.05
Total des charges des activités ordinaires		-18 597 126 958.04	-17 521 037 337.28
VIII – Résultat net des activités ordinaires		4 484 507 743,22	5 479 389 425.46
Eléments extraordinaires (produits)			
Eléments extraordinaires (charges)			
IX – Résultat extraordinaire			
X – Résultat net de l'exercice		4 484 507 743,22	5 479 389 425,46

Annexe 08 : TCR des années 2018-2019

2. Compte de résultats

	note	2019	2018
Ventes et produits annexes	16	18 182 771 724,41	17 900 134 837,46
Variations stocks produits finis et en cours			
Production immobilisée	16	352 379 554,14	305 144 743,54
Subvention d'exploitation			
I – Production de l'exercice		18 535 151 278,55	18 205 279 581,00
Achats consommés	10	- 806 977 337,64	-708 960 276,89
Services extérieures et autres consommations	11	- 1 925 642 703,85	-1 843 534 555,49
II – Consommation de l'exercice		- 2 732 620 041,49	-2 552 494 832,38
III – Valeur ajoutée d'exploitation (I-II)		15 802 531 237,06	15 652 784 748,62
Charges de personnel	12	- 2 106 810 716,32	-1 799 422 721,77
Impôts.Taxes et versements assimilés		- 62 211 447,38	-74 655 027,02
IV – Excédent brut d'exploitation		13 633 509 073,36	13 778 706 999,83
Autres produits opérationnels	17	10 125 599 827,98	8 662 345 245,25
Autres charges opérationnelles	13	- 95 175 190,52	-57 453 916,85
Dotations aux amortissements.Provisions et pertes de valeur	15	-20 190 434 199,01	-17 884 745 453,63
Reprise sur pertes de valeur et provisions	18	162 092 881,78	70 055 967,67
V – Résultat opérationnel		3 635 592 393,59	4 568 908 842,27
Produits financiers	19	41 379 271,91	48 759 514,46
Charges financières	14	- 36 878 890,64	-48 276 099,37
VI – Résultat financier		4 500 381,27	483 415,09
VII – Résultat ordinaire avant impôts (V+VI)		3 640 092 774,86	4 569 392 257,36
Impôts exigibles sur résultats ordinaires		-1 607 163 125,54	-980 958 321,69
Impôts différés (variations) sur résultats ordinaires		677 482 118,53	- 218 664 229,72
Autres impôts sur les résultats			
Total des produits des activités ordinaires		29 302 090 334,08	26 572 224 847,42
Total des charges des activités ordinaires		-24 984 515 440,69	-22 221 496 819,78
VIII – Résultat net des activités ordinaires		2 710 411 767,85	3 369 769 705,95
Eléments extraordinaires (produits)			
Eléments extraordinaires (charges)			
IX – Résultat extraordinaire			
X – Résultat net de l'exercice		2 710 411 767,85	3 369 769 705,95

Annexe 09 : TCR de 2020

- TCR 2020	
TCR	2020
Ventes et produits annexes	17,540,184,516.87
Variations stocks produits finis et en cours	
Production immobilisée	102,918,386.50
Subvention d'exploitation	
I - Production de l'exercice	17,643,102,903.37
Achats consommés	-458,417,870.40
Services extérieures et autres consommations	-2,053,899,448.44
II - Consommation de l'exercice	-2,512,317,318.84
III - VALEUR AJOUTEE D'EXPLOITATION (I-II)	15,130,785,584.53
Charges de personnel	-2,400,701,590.38
Impôts, taxes et versements assimilés	-58,515,759.94
IV - EXCEDENT BRUT D'EXPLOITATION	12,671,568,234.21
Autres produits opérationnels	10,550,906,696.67
Autres charges opérationnelles	-27,611,070.20
Dotations aux amortissements, provisions et pertes de valeur	-19,697,157,088.01
Reprise sur pertes de valeur et provisions	52,914,700.67
V - RESULTAT OPERATIONNEL	3,550,621,473.34
Produits financiers	152,699.19
Charges financières	-29,820,440.26
VI - RESULTAT FINANCIER	-29,667,741.07
VII - RESULTAT ORDINAIRE AVANT IMPOTS (V+VI)	3,520,953,732.27
Impôts exigibles sur résultats ordinaires	-1,384,696,810.38
Impôts différés (Variations) sur résultats ordinaires	285,400,158.06
Autres impôts sur les résultats	
TOTAL DES PRODUITS DES ACTIVITES ORDINAIRES	28,247,076,999.90
TOTAL DES CHARGES DES ACTIVITES ORDINAIRES	-25,825,419,919.95
VIII - RESULTAT NET DES ACTIVITES ORDINAIRES	2,421,657,079.95
Eléments extraordinaires	0
X - RESULTAT NET DE L'EXERCICE	2,421,657,079.95

Annexe 10 : Tableau des flux de trésorerie des années 2016-2020

3. Tableau des Flux de Trésorerie

	note	2017	2016
Flux de trésorerie net provenant des activités opérationnelles			
Encaissements reçus des clients		868 740 414.24	788 701 597.63
Sommes versées aux fournisseurs et au personnel		3 386 935 302.63	3 153 465 016.56
Intérêts et autres frais financiers payés		5 254 011.95	5 299 117.62
Impôts sur les résultats payés			
Flux de trésorerie avant éléments extraordinaires		-2 523 448 900.34	- 2 370 062 536.55
Éléments extraordinaires			
Flux de trésorerie lié à des éléments extraordinaires			
Flux de trésorerie net provenant des activités opérationnelles		-2 523 448 900.34	- 2 370 062 536.55
Flux de trésorerie net provenant des activités d'investissement			
Décaissements sur acquisition d'immobilisations corporelles ou		28 259 510 329.91	23 069 067 334.71
Encaissements sur cessions d'immobilisations corporelles ou incorporelles			
Décaissements sur acquisition d'immobilisations financières			
Encaissements sur cessions d'immobilisations financières			
Subventions d'investissement encaissées		6 167 175 060.60	10 833 494 913.01
Dividendes et quote-part de résultats reçus			
Autres produits financiers encaissés			
Flux de trésorerie net provenant des activités d'investissement		-22 092 335 269.31	-12 235 572 421.70
Flux de trésorerie net provenant des activités de financement			
Encaissements suite à l'émission d'actions			
Dividendes et autres distributions effectués			
Encaissements provenant d'emprunts			
Remboursements d'emprunts ou d'autres dettes assimilées			
Subventions d'exploitation encaissées			
Encaissements provenant de la trésorerie Groupe		16 465 197 600.01	19 896 930 509.17
Remontées des fonds vers la trésorerie Groupe		2 471 324 209.76	2 951 142 351.60
Flux de trésorerie net provenant des activités de financement		13 993 873 390.25	16 945 788 157.57
Incidences des variations des taux de change sur liquidités et quasi -			
Ecarts dû à des erreurs (compte 1580)			
Variation de trésorerie de la période		-10 621 910 779.40	2 340 153 199.32
Trésorerie et équivalents de trésorerie à l'ouverture de l'exercice		16 096 814 692.19	13 756 661 492.87
Trésorerie et équivalents de trésorerie à la clôture de l'exercice		5 474 903 912.79	16 096 814 692.19
Variation de trésorerie de la période		-10 621 910 779,40	2 340 153 199,32

Annexe 11 : Tableau de variation des capitaux propres années 2016-2017

4. Tableau des Variations de Capitaux Propres							
	note	Capital social	Prime d'émission	Autres Capitaux Propres (Apport de l'Etat)	Ecart d'évaluation	Ecart de réévaluation	Réserves et résultat
Solde au 31 décembre 2015		9 000 000 000.00		71 249 953 762.8		265 458 115.38	13 965 632 938.60
Changement de méthode comptable							
Correction d'erreurs significatives							-2 036 712 076.60
Réévaluation des immobilisations							
Profits ou pertes non comptabilisés dans le compte de résultat							
Dividendes payés							
Augmentation de capital							
Résultat net de l'exercice							5 479 389 425.46
Réserves							
Autres fonds propres				19 054 217 071.92			
Solde au 31 décembre 2016		9 000 000 000.00		90 304 170 834.72		265 458 115.38	17 408 310 287.46
Changement de méthode comptable							
Correction d'erreurs significatives							-2 106 234 827,49
Réévaluation des immobilisations							
Profits ou pertes non comptabilisés dans le compte de résultat							
Dividendes payés							
Augmentation de capital							
Résultat net de l'exercice							4 484 507 743,22
Autres fonds propres				11 077 265 308.58			
Solde au 31 décembre 2017		9 000 000 000.00		101 381 436 143.30		265 458 115.38	19 786 583 203,19

TABLE DES MATIERES

Dédicace	
Remerciements	
Sommaire	
Liste des tableaux	
Liste des figures	
Liste des acronymes	
Introduction générale	A
CHAPITRE I : Les leviers opérationnels et financiers	2
Section 01 : Le levier opérationnel	3
1. Littérature et théories fondamentales du levier opérationnel	3
1.1. Le levier opérationnel et le risque commercial .	4
1.2. Le changement du contexte d'utilisation du levier opérationnel .	5
2. Le rôle du levier opérationnel dans la gestion de l'entreprise .	7
2.1. Les éléments constituant l'analyse du levier opérationnel .	8
2.1.1 Le résultat d'exploitation ou l'EBIT	8
2.1.2. Le risque opérationnel	8
2.1.3 Définition du seuil de rentabilité	9
2.1.3.1. Les coûts fixes	9
2.1.3.2 . Les coûts variables	10
2.1.4 Définition de l'analyse du seuil de rentabilité	10
2.1.4.1 Son utilité	10
2.1.4.2 Hypothèses soutenant l'analyse du seuil de rentabilité	11
2.1.5 Démarche d'analyse du seuil de rentabilité	11
2.1.6. Limites de l'analyse du seuil de rentabilité	16
Section 02 : Le levier financier .	18
1. Littérature et théories fondamentales du levier financier .	18

1.1. Le levier financier et le risque systémique .	18
1.2. Le levier financier et la gouvernance au sein de l'entreprise .	19
1.3. Les déterminants du levier financier	19
2. Le rôle du levier financier dans la gestion de l'entreprise.	21
2.1 Initiation aux éléments entrants dans l'analyse du levier financier	22
2.1.1 Définition du risque financier	22
2.1.1.1 Risque d'endettement	22
2.1.1.2 Risque de faillite	22
2.1.1.3 Risque de taux de change	22
2.1.2 Les moyens de financement	23
2.1.2.1 Le financement à long terme	23
2.1.2.2 Le financement à court terme	23
2.2. L'analyse EBIT- EPS	23
2.3. L'analyse de la rentabilité financière et la rentabilité économique comme mesure de l'effet du levier financier	26
2.3.1. La rentabilité économique	27
2.3.2. La rentabilité financière	27
2.3.3. Synthèse sur l'analyse de l'effet de levier par rentabilité économique et financière .	28
CHAPITRE II : La valeur de l'entreprise .	32
Section 01 : Les éléments affectant la valeur de la firme	33
1. La taille comme mesure de la profitabilité et indicateur de la valeur de la firme	34
1.1. Les théories technologiques	34
1.2. Les théories organisationnelles	34

1.3. Théories institutionnelles	35
2. La gouvernance comme mesure de la profitabilité et indicateur de la valeur de la firme	36
3. La structure du capital comme mesure de la profitabilité et indicateur de la valeur de la firme .	37
4. Les théories supportant les contraintes de valorisation de la firme .	38
4.1. La théorie des coûts d'agence	38
4.1.1. La relation entre coût d'agence et gouvernance de l'entreprise .	40
4.1.2. La relation entre coûts d'agence et endettement .	41
4.1.2.1 La relation principal / manager .	41
4.1.2.2 La relation actionnaire / créancier .	42
4.1.3. Les directions de la théorie de l'agence .	44
4.2. La théorie du signal .	44
4.2.1. Définition .	45
4.2.2. Mécanisme de réduction des coûts de l'asymétrie d'information .	46
4.2.3. La signalisation et l'endettement .	47
Section 02 : L'effet de levier , la structure du capital et leur relation avec la valeur de la firme .	48
1. Les approches de la structure du capital	48
1.1. Les apports de Modigliani et Miller .	48
1.2. La théorie du compromis (trade off theory) .	52
1.3. La théorie de l'ordre hiérarchique (pecking order theory) .	53
2. La relation entre les leviers opérationnels et financiers et la valeur de l'entreprise .	56
2.1. Les mesures de la profitabilité et son impact sur la valeur de la firme	57
2.2. Les apports des recherches modernes .	58

CHAPITRE III : Étude empirique sur la relation entre les leviers opérationnels et financiers et la valeur de l'entreprise : cas de la société GRTGspa-SONELGAZ	62
Section 01 : Introduction à l'organisme sujet d'étude .	63
1. Dénomination sociale.	63
2. Historique.	63
3. Forme juridique .	63
4. Activité principale.	63
5. Structuration de l'entreprise.	64
5.1. La direction d'accueil .	65
5.2 Les responsabilités de la direction	65
6. Les activités d'exploitation de la GRTG .	66
8. Les clients de la GRTG .	66
Section 02 : Diagnostic financier de l'entreprise GRTG et concrétisation de la relation entre les leviers opérationnels et financiers et la valeur de l'entreprise .	67
1. L'analyse structurelle du bilan .	67
1.1. Expression du bilan en pourcentage	67
1.1.1 Les éléments constituant la présentation en grande masse	67
1.1.2. Analyse des données	71
1.2. Analyse par les ratios .	72
1.2.1. Ratios de solvabilité .	72
1.2.1.1. Ratio d'autonomie financière .	73
1.1.2.2. Ratio d' indépendance financière .	73
1.1.2.3. Ratio d'endettement .	74
1.1.2.4. Ratio de solvabilité générale .	75
1.2.2 Ratios d'équilibre financier .	75
1.2.2.1 Fond de roulement net	75
1.2.2.2. Le besoin en fond de roulement .	77

1.2.2.3 La trésorerie nette .	78
1.2.3 Les ratios de synthèse	79
1.2.3.1 La liquidité générale	79
1.2.3.2 Le financement propre .	79
2. L'analyse du compte de résultat .	80
2.1. L'étude de la progression des SIG	81
2.1.1. Analyses des données	84
2.2. Les ratios de gestion	85
2.2.1. L'intégration de la valeur ajouté .	85
2.2.2. Marge d'exploitation	85
2.2.3. Le degrés du levier opérationnel	86
3. Les ratios de rentabilité .	87
3.1. Le taux de rendement des actifs ROA .	87
3.2. La rentabilité économique	88
3.3. La rentabilité financière ROE .	89
3.4. Degrés du levier financier .	90
3.5. L'effet du levier financier .	91
4. L'évaluation de l'entreprise .	92
4.1. Définition	92
4.2. Détermination de l'ANC	93
4.3. Représentation de l'évolution de la valeur de l'entreprise en parallèle avec les effets des leviers opérationnels et financiers	94
5. Apports et limites de la recherche	95
CONCLUSION GENERALE	97
BIBLIOGRAPHIE	102
ANNEXES	109

TITRE : L'analyse de l'impact des effets des leviers opérationnels et financiers sur la valeur de l'entreprise .

Résumé

L'effet de levier est utilisé pour amplifier un rendement d'une action entreprise pour cette finalité .

Dans un contexte financier, les dirigeants des entreprises misent sur les leviers relatifs a chaque phase de cycle de vie de la firme a savoir les leviers opérationnels et financier afin de bien se positionner en matiere d'attente de revenu potentiels et d'atteinte de l'objectif primaire de maximisation de la valeur . Cependant ces leviers peuvent dans le cas contraire amplifier les pertes qui sont en relation avec le risque encouru lors du changement dans les composants de chaque levier afin de l'augmenter et cela affecte la valeur de l'entreprise sur plusieurs volets .

Mots clés : Leviers opérationnels , Leviers financiers , Effet de levier, Revenu , Risque , Valeur de l'entreprise.

TITLE : Analysis of the impact of operational and financial leverage on the value of the company.

Abstract

The leverage effect is used to amplify a return of an action undertaken for this purpose . In a financial context, managers rely on leverage related to each phase of the company's life cycle, i.e. operational and financial leverage, in order to be well informed and positioned in terms of potential income expectations and to achieve the primary objective of the firm which is the value maximisation. However, this leverage can otherwise amplify the losses that are related to the risk incurred when changing the components of each leverage in ordre to increase it and this affects the value of the company on several aspects.

Key words : Leverage effect, Amplify , Operational leverage , Financial leverage , Income , Losses , Value of the company .

العنوان : تحليل تاثير الرافعة المالية و التشغيلية على قيمة المؤسسة

ملخص

يتم استخدام الرافعة لتضخيم عائد اجراء ما . في السياق المالي ، يعتمد المديرون على الرافعة المتعلقة بكل مرحلة من مراحل دورة حياة المؤسسة ، أي الرافعة التشغيلية و المالية ، من اجل ان يكونوا على اطلاق جيد من حيث توقعات الدخل المحتملة و أيضا تحقيق الهدف الأساسي المتمثل في تعظيم قيمة المؤسسة . لكن يمكن للرافعة المالية و التشغيلية أيضا تضخيم الخسائر المرتبطة بالمخاطر المتكبدة عند تغيير مكونات كل رافعة من اجل زيادتها ، و هذا قد يؤثر سلبا على قيمة المؤسسة من عدة جوانب

الكلمات المفتاحية : رافعة مالية ، رافعة تشغيلية ، الدخل ، الخسائر ، المخاطر ، قيمة المؤسسة .