

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

ECOLE SUPERIEURE DE COMMERCE

Mémoire de fin de cycle

En vue de l'obtention d'un Master en Sciences Financière et Comptabilité

**Spécialités : FINANCE D'ENTREPRISE.
MONNAIE, FINANCE ET BANQUE.**

Thème :

**Les déterminants de l'endettement des entreprises
pharmaceutiques en Algérie**

Elaboré par :

Benhamlaoui Hania

Zitouni Mohammed

Encadré par :

Mr Touati-Tliba Mohamed

Lieu de stage : Crédit Populaire d'Alger (CPA) –Alger.

Algeria Gulf Bank (AGB) –Dely Brahim.

Année universitaire : 2019/2020

Remerciements

On remercie Dieu le tout puissant de nous avoir donné la santé et la volonté d'entamer et de terminer ce mémoire.

Tout d'abord, on tient à exprimer toute notre reconnaissance à monsieur **Ms.Touati-tiba Mohamed**, notre encadreur, pour sa patience, sa disponibilité et surtout ses judicieux conseils.

A tous ceux qui ont contribué de prêt ou de loin à l'élaboration de ce modeste travail, trouvent ici l'expression de mes remerciements les plus sincères.

Plus précisément, mon encadreur de stage **Mlle Cherifa**, et sa collègue **Mlle Salsabil** qui ont su me transmettre un minimum d'expérience dans le monde professionnel.

À mes sœurs, mon frère, et ma belle-sœur, qui m'ont soutenue et conseillé.

Je remercie également mon binôme **Mohammed** de m'avoir supporté tout au long de ce travail, Merci à toi.

HANIA

À mon tour, je tiens à remercier toute ma reconnaissance à mon encadreur de stage **Mme Kezadri Leila** pour son encadrement, ses orientations et ses précieux conseils.

Mohammed

Dédicace

Je dédie ce modeste travail à **mes parents**. Aucun hommage ne pourrait être à la hauteur de l'amour dont ils ne cessent de me combler.

A mon exemple éternel, celui qui s'est toujours sacrifié pour me voir réussir, que dieu te procure bonne santé et longue vie, à toi **mon père**

A la lumière de mes jours, la source de mes efforts, la flamme de mon cœur, ma vie et mon bonheur ; **maman** que j'adore. Ton affection me couvre, ta bienveillance me guide et ta présence à mes côtés a toujours été ma source de force.

A mes très chers frères **RAMZI** et **HAMZA**

A mon cher ami, **DJAMEL**, qui m'a toujours encouragé. Je te souhaite tout le bonheur.

A mon binôme **Hania** et toute la famille **Benhamlaoui**.

MOHAMMED

Dédicace

Je dédie ce travail tous d'abord à mes **cher parent ; mon père**, mon idole, la raison pour laquelle j'ai toujours tenue malgré tous les obstacles, celui qui m'a fourni tous le réconfort nécessaire, celui qui s'est sacrifié, inquiété, mais sur tous soutenue dans toutes mes décisions. Tous les mots ne seront décrire la gratitude et l'amour que je porte pour toi.

Ensuite à **ma mère**, la prunelle de mes yeux, qui malgré son état de santé a su être présente et m'apporté un réconfort énorme. Que dieux le tout puissant te guérisse et te procure une longue vie.

Enfin, ce travail est dédié à mon **Cher beau-frère, Ms BOUDIS HAKIM**, à ce brave homme qui m'a aidé, encouragé, soutenue, mais surtout a été un frère pour moi. Je te dédie ce travail en preuve de ma reconnaissance envers toi. Que dieu te mène là où ton cœur le voudra.

HANIA

SOMMAIRE

Liste des Tableaux.....	I
Liste des figures.....	II
Liste des abréviations.....	III
Résumé.....	IV
Abstract.....	IV
INTRODUCTION GENERALE.....	A-C
CHAPITRE 1 : Le financement des entreprises	
INTRODUCTION DU CHAPITRE.....	2
SECTION 1 : L'impact de la politique de financement sur la création de valeur.....	2
SECTION 2 : Le financement des entreprises en Algérie.....	9
SECTION 3 : l'industrie pharmaceutique en Algérie.....	15
CONCLUSION DU CHAPITRE.....	21
CHAPITRE 2 : Revue de littérature sur la structure du capital	
INTRODUCTION DU CHAPITRE.....	23
SECTION 1 : Les principales théories de la structure du capital.....	24
SECTION 2 : Les déterminants traditionnels de la structure du capital.....	28
SECTION 3 : Etudes empiriques sur la structure du capital.....	44
CONCLUSION DU CHAPITRE.....	48
CHAPITRE 3 : Etudes empirique sur les déterminants de la structure du capital des entreprises pharmaceutiques en Algérie	
INTRODUCTION DU CHAPITRE.....	50
SECTION 1 : Construction et descriptif de la base de données.....	50
SECTION 2 : Le modèle économétrique et les tests d'hypothèses.....	55
SECTION 3 : les résultats empiriques de l'étude.....	60
CONCLUSION GENERALE	66
BIBLIOGRAPHIE.	
TABLES DES MATIERES.	

Liste des tableaux

N°	TITRE	N°PAGE
Tableau 1	les 10 premières entreprises pharmaceutiques mondiales en 2018	17
Tableau 2	les coûts de défaillance	32
Tableau 3	statistiques descriptive de la base des données	54
Tableau 4	Structure de Financement des entreprises par type d'activité	55
Tableau 5	Fréquence des dettes à long termes nulles	56
Tableau 6	statistiques descriptives pour l'endettement total selon la variable indicatrice production	56
Tableau 7	Test d'échantillons indépendants	57
Tableau 8	statistiques descriptives pour la dette à court terme selon la variable indicatrice production	57
Tableau 9	Test d'échantillon indépendant	58
Tableau 10	la matrice de corrélation entre les variables	58
Tableau 11	résultats de la régression (Dette totale)	60
Tableau 12	ANOVA pour la dette totale	61
Tableau 13	Résultats de la régression (Dette à court terme)	61
Tableau 14	ANOVA pour la dette à court terme	62
Tableau 15	Tableau récapitulatif des résultats de l'étude	64

Liste des figures

N°	TITRE	N°PAGE
Figure 1	Marché pharmaceutique mondial par zone géographique	16
Figure 2	Les différents types de médicaments sur le marché Algérien	19
Figure 3	Ratio d'endettement et coût de la structure du capital	25
Figure 4	l'effet de la structure du capital sur la rentabilité	31
Figure 5	Représentation des entreprises par secteur d'activité	51

Liste des abréviations

BAlI	Bénéfice Avant Intérêts et Impôts
Bi	Coefficient de risque systématique du titre i
CAF	capacité d'autofinancement
CASNOS	Caisse nationale d'assurance sociale
CNAC	la caisse nationale d'assurance chômage
CNR	la caisse nationale des retraités
DACT	Dettes à court terme
DT	Total dette
E(Ri)	Taux de rentabilité attendu par le marché sur titre i
E(Rm)	Taux de rentabilité espéré du marché financier
EBIT	Earnings Before Interest and Taxes
GAR	Garanties
M&M	Modigliani et Miller
NDSH	Non Debt-Tax-Shield
POT	Pecking-Order-Theory
R-D	Recherche et développement
RENT	Rentabilité (Résultat Net)
RF	Taux de rentabilité de l'actif sans risque
TOT	Trade-Off-Theory
TTC	Toute taxe comprise
VAN	Valeur actuel net

Résumé

L'objectif de cette étude est d'analyser les déterminants de la structure de capital des entreprises pharmaceutiques algérienne. Un échantillon de 36 entreprises est observé durant la période de 2014 à 2017. Le taux d'endettement total ainsi que le taux d'endettement à court terme, sont analysés à travers un modèle de régression linéaire sur données de panels (pooled model).

Les résultats montrent que le niveau d'endettement total est influencé significativement par l'âge de l'entreprise et les garanties, alors qu'il n'y a pas de différence significative entre les entreprises du secteur de production et les entreprises commerciales. En outre, concernant le niveau d'endettement à court terme, les seules variables significatives sont l'âge et la variable indicatrice de production.

Contrairement à notre attente, la rentabilité n'est pas significative. Ce dernier résultat semble en désaccord avec des études empiriques notamment en Algérie.

Mots clé :

Taux d'endettement total, taux d'endettement à court terme, entreprises pharmaceutiques, données de panels.

Abstract :

The objective of this study is to analyze the determinants of the capital structure of Algerian pharmaceutical companies. A sample of 36 companies is observed during the period from 2014 to 2017. The total indebtedness ratio as well as the short-term indebtedness ratio are analyzed through a linear regression model on panel data (pooled model).

The results show that the total indebtedness level is significantly influenced by the age of the company and the guarantees, while there is no significant difference between productive and commercial companies. Furthermore, regarding the level of short-term debt, the only significant variables are age and the production indicator variable.

Contrary to our expectation, profitability is not significant. This last result seems to be at odds with empirical studies, particularly in Algeria.

Keywords :

Total debt ratio, short-term debt ratio, pharmaceutical companies, panel data.

Introduction générale

Introduction générale

Parmi toutes les industries existantes, l'industrie pharmaceutique est considérée comme étant la plus importante dans le système de santé humaine. Elle comprend de nombreux entreprises qui découvrent, mettent au point, fabriquent et commercialisent des médicaments aux services de l'humanité.

Le marché du médicament est un des marchés les plus soumis à une réglementation stricte, qui régit leurs conceptions, fabrication, ainsi que leurs stockages et distribution.

En Algérie la dépense de santé croît régulièrement, en raison de l'accroissement de la population et les maladies modernes. Néanmoins, l'état a mis en place plusieurs subventions dans le but de développer et d'améliorer le marché du médicament ainsi que, pour réduire l'importation et encourager la production locale.

L'entreprise combine des facteurs de production pour produire des biens ou des services destinés aux marchés. Avant de percevoir des recettes, l'entreprise doit faire face à des dépenses nécessaires pour exercer son activité (investissements matériels, achat des matières et des fournitures, rémunération de la main d'œuvre, ...). Ces dépenses peuvent provenir des capitaux propres ou des dettes. C'est pour cela que la structure du capital d'une entreprise est un sujet traité par plusieurs économistes.

Aussi bien pour les chercheurs que pour les dirigeants des entreprises, la structure de capital reste une problématique importante. Les avantages et les inconvénients de chaque mode de financement doivent être mesurés pour réaliser une combinaison optimale afin de minimiser les coûts de capital et de maximiser la valeur de l'entreprise.

Les trois cadres théoriques de base de la structure de capital sont les travaux de Modigliani et Miller (1958), la théorie de compromis et la théorie de l'ordre hiérarchique de financement.

En effet le modèle de M&M (1958) stipule que la structure de capital n'a pas d'impact sur la valeur de l'entreprise. Un ensemble de travaux ultérieurs, ont mis en place des facteurs qui ont été ignorés par M&M (1958) tels que : la prise en compte de la fiscalité et les coûts de faillite (théorie de compromis), des coûts d'agence et d'asymétries d'informations (Théorie de financement hiérarchique). Ces travaux ont remis en questions l'analyse de M&M (1958).

Du point de vue de ces nouvelles théories, la possibilité de la détresse financière provient d'une augmentation du niveau d'endettement, alors les entreprises cherchent l'équilibre l'égalité entre l'économie d'impôt (bénéfice extrait de la dette) et le cout de faillite.

A la lumière de ces diverses théories, l'importance des caractéristiques de l'entreprise (taille, rentabilité, garanties...) dans la détermination de sa structure financière, est soulignée par plusieurs études empiriques à l'instar de Kraus et Litzenberger (1973), de Harris et Raviv (1991), et de Rajan et Zingales (1995).

Le but de ce mémoire est de tester empiriquement la capacité de la littérature financière à fournir des explications d'endettement, et d'identifier les variables explicatives de la dette, tout en se basant sur un échantillon de 36 entreprises pharmaceutique Algériennes.

1- Problématique

Notre problématique peut être résumé à travers la question de recherche principale suivante :

- **Quels sont les déterminants de l'endettement des entreprises pharmaceutique en Algérie ?**

La question principale peut être divisé en un ensemble de sous questions :

- Le niveau d'endettement des entreprises productives se diffère de celui des entreprises commercial ?
- L'âge de l'entreprise est-il un facteur qui peut influencer le choix de son financement ?
- Quel est l'impact de la rentabilité financière sur l'endettement des entreprises pharmaceutiques ?
- Est-ce que les garanties détenues par les entreprises influencent le niveau d'endettement ?

2- Hypothèses

Pour répondre à la question principal, un ensemble d'hypothèse peuvent etre formuler comme suit :

H1 : Les entreprises productives ont un niveau d'endettement supérieur.

H2 : Il existe une relation positive entre l'âge et le niveau d'endettement des entreprises.

H3 : Une rentabilité élevée, cela implique moins d'endettement.

H4 : Il existe une relation positive entre les garanties et le niveau d'endettement des entreprises.

3- Justification du choix du thème

Les raisons pour lesquels ce thème a été choisi sont :

- Relation du thème avec les spécialités de finance et de banque.
- Préférence personnel du secteur pharmaceutique.

Concernant les raisons objectifs, ils peuvent être résumés comme suit :

- Le sujet du financement des entreprises pharmaceutiques n'a pas été abordé à l'ESC.
- Le secteur pharmaceutique en Algérie a connu une croissance depuis quelques années.

4- L'organisation du travail

Ce travail est composé de deux parties : partie théorique et partie empirique. Dans la partie théorique, nous commençons par aborder le concept du financement des entreprises notamment en Algérie. Ensuite on va nous présenter quelques caractéristiques du marché pharmaceutique en Algérie. En dernier lieu, les principales théories qui expliquent de la structure du capital des entreprises et ses déterminants sont développées, ainsi des études de cas étrangères et algériennes. La partie empirique consiste à étudier l'impact des différents variables sur la structure de capital des entreprises pharmaceutique Algérienne.

Chapitre 1 :

Le financement des entreprises

Chapitre 1 : Le financement des entreprises

Introduction du chapitre

Au sein du développement économique, la contribution de l'entreprise joue un rôle important du fait que sa performance influence directement et positivement la croissance économique d'un pays.

L'entreprise est une entité complexe, où les décisions sont d'autant mieux comprises que l'on a une bonne connaissance des acteurs. La théorie financière les incorpore de manière plus ou moins complète, selon l'attention qu'elle accorde aux recherches qui ont fait, de l'analyse de l'entreprise et des hommes, leur préoccupation majeure : les théories de l'organisation. Les courants qui nous éclairent conceptuellement dans la meilleure compréhension des comportements financiers sont ceux de l'agence, des signaux, de contrats, des coûts de transaction.... Ils nous aident dans le traitement de questions importantes, telles que le choix des financements, les rapports entre apporteurs de capitaux, la diversification, et finalement la création de valeur.¹

L'étude de la structure financière repose sur la relation entre les différentes sources de financement à savoir les fonds propres et les dettes. Le recours à chacun de ces modes de financement doit avoir un impact positif sur la valeur de l'entreprise. De ce fait, le choix entre le financement par fonds propres ou par dettes doit s'effectuer dans un cadre d'analyse bien défini et basé sur la fameuse relation entre la rentabilité des capitaux engagés, et le coût de la dette.

Section 1 : l'impact de la politique de financement sur la création de valeur

La création de richesse conditionne la réussite de toute entreprise. Cette richesse est plus que nécessaire et indispensable pour le développement économique de tout pays et par conséquent, pour le développement social et même politique. De ce fait, toute entreprise désirant s'imposer sur un marché, de plus en plus concurrentiel et difficile à maîtriser, doit

¹ <https://www.eyrolles.com/Entreprise/Livre/finance-et-theorie-des-organisations-9782717837216/>

mettre en place des facteurs et des mécanismes pour créer de la valeur. Ce qui intéresse l'actionnaire est la capacité de l'entreprise à prendre des mesures qui rapportent plus que le coût, plus précisément le coût d'opportunité de ses apports.² En effet ce dernier, n'acceptera de confier la gestion de l'entreprise au dirigeant que s'il lui offre une valeur d'action plus grande qu'il l'aurait obtenue lui-même.

Dans ce cadre d'analyse, l'entreprise ne trouvera pas de difficultés à lever des capitaux auprès des bailleurs de fonds aussi bien sur le marché direct qu'indirect. Ces fonds sont jugés indispensables au financement des investissements, voire à la réussite de la politique d'investissement de l'entreprise.

Créer de la valeur consiste à prendre des décisions financières à savoir d'investissement et de financement susceptibles de déboucher sur des avantages compétitifs et durables, en termes de réduction de coût et de maximisation de la rentabilité.

1- Le besoin de financement d'une entreprise

En partant du fait que l'entreprise est une entité économique combinant des facteurs de production (capital, travail, matières premières...) dans le but de produire des biens et des services destinés à être vendus sur un marché solvable, le financement peut être défini comme le moyen lui permettant de disposer des ressources qui lui sont nécessaires sur le plan pécuniaire. Ce financement conditionne la survie de l'entreprise.

Tout au long de son activité, et quel que soit son activité, elle a besoin d'être financé. Cette étape est primordiale pour la naissance d'une entreprise, son développement, ou même renforcer sa trésorerie dans des passages difficiles.

Les outils ne sont pas les mêmes suivants les besoins, un investissement par exemple nécessite une ressource stable à long terme, en revanche une difficulté à la trésorerie s'accommode avec un escompte. C'est pour cela que le besoin de financement dans une entreprise se divise en deux catégories qui sont :

1-1- Financement externe : c'est un financement du cycle d'investissement (du haut du bilan), l'entreprise fait appel à ce type de financement.

² Guy Van Loyé : « Finance et théorie des organisations », Economica, 1998, Page 83

1-2- Financement interne : Appeler aussi l'autofinancement, l'entreprise génère un résultat qui doit être traité pour donner des flux potentiels de trésorerie, appelé Capacité d'autofinancement (CAF). Le financement interne est constitué de la CAF diminuée des dividendes distribués aux actionnaires.

2- Le coût des ressources

Il est logique de constater, au fil des années, qu'aucune unité monétaire n'est accordée à l'entreprise gratuitement, qu'il s'agisse du financement par fonds propres ou par dettes. De ce fait, il incombe à toute entreprise désireuse de maximiser sa valeur d'en faire le meilleur usage. Avant de procéder à l'investissement ou au placement de son argent, l'entreprise doit s'assurer du rendement à réaliser en comparant la rentabilité qu'elle compte escompter au coût des ressources utilisées. Car chaque décision prise par une entreprise a des implications financières, et chaque décision qui implique l'usage de l'argent est une décision financière.³

Ces sources peuvent être composées, d'une part, des sources internes de l'entreprise et d'autre part, des sources externes.

Les sources internes renferment l'autofinancement composé des réserves renforcées grâce aux bénéfices non répartis, qui deviennent des fonds propres correspondant à la rentabilité exigée par les actionnaires sur leurs investissements en fonds propres.

Concernant les sources externes, elles représentent les augmentations du capital social et le recours à l'endettement, leurs coûts sont les taux d'intérêt exigés par les prêteurs qui est un pourcentage annuel par rapport à la somme prêtée. Le coût du capital contient, essentiellement, le coût de ces deux sources de financement : celui des fonds propres et celui des dettes.

3- l'apport de financement par fonds propres à la valeur

3-1 Définition de fonds propres de l'entreprise

Le terme "fonds propres" est utilisé en comptabilité des entreprises pour désigner les capitaux détenus par les entités économiques. Également appelés "capitaux propres", les fonds

³ Aswath Damodaran : « Pratique de la finance d'entreprise », Groupe de Boeck, Paris, 2010, Page 21

propres regroupent à la fois l'ensemble des capitaux apportés par les actionnaires lors de la création de la société et à l'occasion d'une augmentation de capital, mais aussi les fonds acquis par une entreprise en raison de son activité.⁴

Les fonds propres témoignent de la santé financière d'une entreprise, et pour cela, il est important de s'assurer de sa bonne gestion.

Ceux-ci indiquent la solvabilité de l'entreprise et sa capacité à payer ses dettes ou non. Les fonds propres peuvent être pris en compte par exemple lors d'une demande de prêt à la banque.

Si les fonds propres de la société sont faibles, cela peut être un obstacle pour prouver la capacité à payer les dettes et à respecter les devoirs financiers.

Mais un fonds propre stable et élevé démontre que la société génère des bénéfices et devient alors plus légitime aux yeux de potentiels investisseurs et banquiers par exemple.

3-2 Le coût des fonds propres et la valeur de l'entreprise

S'agissant du coût des fonds propres, il indique un coût d'opportunité et non un coût explicite comme celui de la dette. Ce coût pour une firme i devrait être égal au taux de rendement que l'investisseur peut obtenir d'un actif sans risque RF , augmenté d'une prime de risque $E(R_m) - RF$ multipliée par une mesure de risque systématique B_i .⁵ En effet, les actionnaires ne se limitent pas à la rentabilité qu'ils attendent sur leurs investissements en actions, ils tiennent aussi compte des autres opportunités qui auraient pu être meilleures et augmenter leur rendement. C'est ce qui rend le coût des fonds propres inobservable directement sur le marché comme le coût des dettes. La théorie financière a développé plusieurs modèles permettant la quantification de taux de rentabilité exigé par les actionnaires. Parmi ces modèles, le MEDAF (modèle d'équilibre des actifs financiers) qui explique le calcul et la détermination du taux de rentabilité exigé par les actionnaires, en fonction du risque, de la rentabilité des actifs sans risque et de l'espérance de rentabilité du marché.⁶ Ce taux est donné par la relation suivante :

$$E(R_i) = RF + [E(R_m) - RF]B_i$$

Soit :

⁴ <https://www.daf-mag.fr/Definitions-Glossaire/Fonds-propres-245448.htm>

⁵ Patrick Piget : « Décisions d'investissement, incertitude et informations », Economica, 2011, Page 103

⁶ Gérard Hirigoyen : « Stratégie et finance », Approche par la création de valeur, Encyclopédie de gestion, sous la direction de Yves Simon-Patrick Joffre, Economica, 1997, Page 3071.

$E(R_i)$: Taux de rentabilité attendu par le marché sur titre i ;

$E(R_m)$: Taux de rentabilité espéré du marché financier ;

R_F : Taux de rentabilité de l'actif sans risque ;

B_i : Coefficient de risque systématique du titre i .

« Suivant cette relation, le taux de rentabilité exigé par les actionnaires dépend, d'une part du taux de rentabilité de l'actif sans risque R_F car l'investisseur exige une rentabilité au moins égale à celle qu'il aurait pu obtenir en investissant son argent en actif sans risque et, d'autre part, d'une prime de risque composée du risque systématique B_i et de la prime de risque du marché [$E(R_m) - R_F$]. Cette dernière traduisant la différence entre le taux de rendement espéré du marché financier $E(R_m)$ et le taux de rentabilité de l'actif sans risque R_F , représente l'excès de la rentabilité espérée du marché par rapport aux taux de rentabilité de l'actif sans risque R_F . Autrement dit, la prime de risque de marché représente la rémunération supplémentaire qu'un investisseur exige et obtient en plaçant son argent sur le marché ou en investissant en actions, plutôt que de choisir d'investir en actif sans risque dont le rendement est certain comme les obligations d'Etat. Ces dernières étant des placements à long terme ne font supporter aucun risque lié à l'activité économique de l'entreprise. Quant à la variable B_i dite le facteur bêta, elle permet de déterminer le niveau de risque de l'entreprise. Avec le modèle de marché (qui est une droite de régression), on trouve la pente ou coefficient de volatilité B_i rapportant la covariance entre le taux de rendement du titre i et le taux de rendement du marché à la variance du taux de rendement du marché. »⁷

Plusieurs analystes ont tenté d'expliquer et d'analyser le coût des fonds propres, en se basant sur des modèles autres que le modèle d'équilibre des actifs financiers. Toutefois, ces modèles se basent essentiellement sur des variables internes à la gestion de l'entreprise, comme le rendement en dividendes et son taux de croissance et ignorent les variables ou les conditions du marché financier : taux d'intérêt, prime de risque. De plus, ils font abstraction de la variable risque. Le seul modèle proposé par la théorie financière pour contourner la difficulté liée à la variable risque est le MEDAF. La relation du MEDAF permet de trouver le taux de rentabilité exigé, compte tenu du risque présenté par l'investissement.⁸

Ce modèle explique que le risque total d'une action peut être décomposé en risque systématique et risque spécifique. Le risque spécifique est propre au titre ou à l'action et il

⁷ Patrick Piget, Op. Citée, Page 104

⁸ Jacqueline Delahaye, Florence Delahaye « Finance d'entreprise », Dunod, Paris, 2007, Page 103

peut être éliminé grâce à une bonne politique de diversification. Les pertes sur un titre peuvent être compensées par les gains réalisés sur les autres titres. Il suffit, donc, de diversifier son portefeuille pour échapper au risque spécifique. Ce risque est dénommé également risque diversifiable.⁹ Quant au risque systématique, il n'est pas diversifiable et de ce fait, ne peut pas être éliminé. Selon le MEDAF (Modèle d'évaluation des actifs financiers), il est le seul risque rémunéré. Il se mesure par le coefficient β .¹⁰

Une valeur de β supérieure à un signifie que la rentabilité d'une action connaîtra une variation ou une volatilité plus forte que la rentabilité du marché, l'action est volatile et amplifie les mouvements du marché. Un β inférieur à un indique que la rentabilité d'une action a une amplitude de volatilité moins forte que celle du marché, c'est-à-dire l'action fluctue moins que le marché. Enfin, un β égal à un indique que l'action suit le marché et reproduit les mouvements de celui-ci.

4- L'apport de financement par la dette et sa contribution à la valeur de l'entreprise

Pour chaque mode de financement, l'entreprise est tenue à rémunérer les risques inhérents, et cela qu'elle fasse appel au financement par fonds propres ou par dette. Il n'y a pas de ressources gratuites.

La dette constitue un moyen de financement indéniable participant aux perspectives de croissance de l'entreprise, elle y fait appel dès que nécessaire puisqu'elle facilite les procédures de financement. Par ailleurs, plusieurs entreprises considèrent que l'endettement n'est pas seulement leur dernier recours lorsque les autres ressources s'avèrent insuffisantes, il est aussi un moyen de financement procurant toute une panoplie d'avantages. De ce fait, la dette n'est pas conçue comme une ressource résiduelle, recherchée dès que les fonds propres font défaut, elle est aussi recherchée pour ses divers avantages à savoir : fiscaux, disciplinaires et de maximisation de la rentabilité des actionnaires.

Par ailleurs, la dette peut être sollicitée par l'entreprise pour des raisons autres que le besoin de financement car elle peut procurer des avantages d'ordre fiscaux et disciplinaires. Cela dit, la structure financière de l'entreprise ou le choix entre fonds propres et dettes influence la valeur de l'entreprise. Selon Andrade et Kaplan (en octobre 1998), « Au total, les opérations à effet de levier paraissent globalement créatrice de valeur et hautement

⁹ Gérard Charreaux, Op. Citée, Page 144.

¹⁰ Georges Langlois, Michel Mollet : « Manuel de gestion financière », Berti Editions, Paris, 2011, Page 309.

recommandable pour toutes les entreprises enregistrant de bonnes performances économiques et travaillant dans des secteurs matures». ¹¹

La question qui se pose est : comment l'endettement permet-il d'accroître le rendement de l'entreprise ?

Pour répondre à cette question, il y a lieu de faire un rapprochement entre la rentabilité financière donc des fonds propres et la rentabilité des actifs financés par l'endettement. De ce rapprochement il ressort :

Rentabilité financière = Rentabilité économique + (rentabilité économique – coût de la dette) x (Endettement/ Capitaux propres)

En présence d'impôt, la formule devient :

Rentabilité financière = [R. économique + (R. économique – coût de la dette) x (Endettement/ Capitaux propres) x (1-i), avec i : taux d'imposition.

La différence entre le taux de rentabilité économique et le taux de rémunération des capitaux empruntés n'est que la traduction de < l'effet de levier > ¹² et le rapport montant d'endettement et capitaux propres explique l'effet multiplicateur du levier d'endettement. A l'appui de cette analyse, on constate qu'en introduisant l'impact de la fiscalité, la valeur de l'entreprise endettée est égale à la valeur de l'entreprise non endettée augmentée de la valeur actuelle de ses économies fiscales futures. ¹³

Et par conséquent, une entreprise non endettée ne peut avoir un effet de levier. Ce dernier est l'apanage des entreprises endettées, lesquelles ne peuvent bénéficier des avantages de l'endettement liés à l'effet de levier que sous certaines conditions. D'abord, la rentabilité économique doit être positive car si elle ne l'est pas, l'effet de levier ne fait qu'amplifier les pertes ou la mauvaise situation de la rentabilité financière. Puis, elle doit être égale ou supérieure au coût de la dette car même si la rentabilité économique est positive mais que le coût de la dette est beaucoup plus supérieur, l'effet de levier rend la rentabilité financière d'autant plus négative. Dans ce cas, cet effet dit effet de massue n'a qu'un impact négatif sur la rentabilité financière.

¹¹ Hélène Rainelli-Le Montagner : « Nature et fonction de la théorie financière », Finance PUF, Paris, 2003, Page 71

¹² L'**effet de levier** consiste, pour une entreprise, à utiliser l'endettement pour augmenter sa capacité d'investissement. Les bénéfices obtenus grâce à l'endettement deviennent ainsi plus importants que la valeur de l'endettement

¹³ Jean-Florent Rérolle, Op. Citée, Page 112

Pour conclure, la valeur est un concept polysémique, omniprésent en sciences de gestion mais largement éclaté.¹⁴ De ce fait, le choix de financement entre fond propre et dette relève de la direction financière voir même la direction général, il traduit l'impact de la structure de l'entreprise sur sa valeur.

Dans le seul but de crée une valeur maximal d'une entreprise, cette dernière doit choisir entre ces deux ressource, en prenant compte des avantages et des inconvénients de chacune, ainsi le recours à l'endettement engendre des couts élever qui peuvent affecter la capacité à rembourser ou même le financement de l'entreprise. Il est de même pour les fond propre car leurs cout est proportionnel au risque que subissent les actionnaires. Néanmoins les dirigeants doivent etre très vigilant, car en cas de surendettement, ils mettent en péril la situation de l'entreprise, pouvant même la conduire à la faillite et le dépôt de son bilan.

Section 2 : le financement des entreprises en Algérie

Depuis les années 1990, notre pays a subi plusieurs réformes économiques, notamment celle qui est lié à la mise en place d'un marché financier structuré, stable, et solide pour diviser les sources de financement de l'entreprise, qui sont essentiellement des financements bancaires.¹⁵

La perspective de développement de beaucoup d'entreprises est handicapée à cause de l'absence de développement du marché financier en Algérie.

Le monopole des banques autant qu'offreur ne peut pas répondre aux besoins de toutes grandes entreprises, ce qui paralyse l'économie national, d'où la nécessité de réformer et développer le marché financier.

Ce qui fait que la construction d'une économie fiable ne peut se faire qu'à travers un marché financier solide et stable.

1- Le capital social

Consiste à toutes les ressources en numéraires et en natures, apporté par les associés à l'entreprise de façon définitive au moment de sa création (ou d'une augmentation de capital). En contrepartie, ces dernières reçoivent certains droits sociaux.

¹⁴ Bréchet et Desreumaux, 2001

¹⁵ « Le marché financier en Algérie, état des lieux et perspectives de son développement », M.BEKADA Mohamed, Maître assistant «A », Université d'Oran 2

2- L'autofinancement

Etant un moyen de financement de l'entreprise, qui consiste à la capacité de l'entreprise à financer son activité à l'aide de ses propres moyens financiers.

L'entreprise utilise les profits dégagés au cours des années précédentes qui n'ont pas été distribués aux associés.

Il peut aussi être définie comme étant : « c'est la source de financement la plus directement accessible puisqu'il est généré par l'activité de l'entreprise. »¹⁶

3- Le financement par crédit bancaire

Le financement par crédit bancaire est devenu une option courante pour les entreprises, cette offre diffère au court terme qu'à long terme, selon le besoin de l'entité. Il joue un rôle très important dans le développement de l'activité économique en matière de facilitation des échanges, stimulation de la production, mais aussi c'est un instrument de création monétaire.

3-1- Définition de crédit bancaire

Comme le définit G.Petit-Ditaillis dans son livre intitulé « le risque du crédit bancaire » : « Faire crédit c'est faire confiance ; c'est donner librement la disposition effective et immédiate d'un bien réel, ou d'un pouvoir d'achat, contre la promesse que le même bien, ou un bien équivalent, vous sera restitué dans un certain délai, le plus souvent avec rémunération du service rendu et du danger encouru, danger de perte partielle ou totale que comporte la nature même de ce service ». ¹⁷

En général, cette notion se base sur trois principaux points qui sont : le temps, la confiance et la promesse.

¹⁶ L. HONORE, « Gestion financière », Nathan, Paris, 2000, p84.

¹⁷ G.Petit-Ditaillis ; « le risque du crédit bancaire ».

3-2- Caractéristique du crédit bancaire :

- Taux de crédit : Le niveau des taux de crédits sont prévu par la loi, qui a prévu des taux maximums, applicables par le prêteur, ils sont fixés librement par les banques. Ces dernières sont tenues de communiquer leurs taux dans leurs offres de crédit.¹⁸
- Clientèle :
La clientèle est la destination des crédits qui sont accordés par les banques, à l'exception des opérations interbancaires qui ne constituent pas des opérations de crédits. Cette clientèle peut être :
 - les sociétés non financière.
 - les entrepreneurs individuels.
 - les particuliers.
 - les administrations.
- Assurance :
L'assurance décès est obligatoire lors d'un crédit bancaire, elle varie selon le capital emprunté.
- Garanties :
La banque exige toujours des garanties, pour qu'en cas de non remboursement de la part du client, elle couvre sa perte financière.
- Durée :
La durée diffère selon le crédit octroyé, on peut distinguer trois types de crédits selon leurs durées :
 - Les crédits à court terme : de trois mois à un an.
 - Les crédits à moyen terme : de un à deux ans.
 - Les crédits à long terme : de deux ans à sept ans.

4- Financement par capital investissement

Le capital investissement apparu depuis les années 1940 sous forme d'innovation financière, qui consiste pour un investisseur à entrer, pour une durée déterminé, dans un capital d'entreprise non cotée en bourse ayant besoin de fond propre.

¹⁸ <https://actufinance.fr/guide-banque/caracteristiques-credit.html>

4-1- Définition du capital investissement

Sous l'angle juridique, le capital investissement se définit comme suit : <<comme étant la prise de participation minoritaire en fonds propres dans des sociétés non cotés en bourse, en vue de réaliser à terme une plus-value, accompagnée d'une collaboration plus en moins active entre l'investissement en capital risque et l'équipe dirigeante >>. ¹⁹

Aussi, il existe plusieurs chercheurs, qui ont défini ce mode de financement différemment, on cite Lachman Jean qui le définit : <<une technique de financement spécifique qui ne se contente pas d'apporter l'argent, mais également une assistance au management de la société qui devrait jouer à tous les stades de développement de l'entreprise>> ²⁰, mais aussi Gilles Mougenot qui le définit comme suit : << un investissement en fonds propres ou quasi- fonds propres dans les sociétés non cotées ; réalisé pour le compte d'institution qui attendent une forte rentabilité en contrepartie du risque encouru, pour une durée limitée dans le temps >> ²¹.

4-2- Caractéristiques du capital investissement

Le capital investissement a des caractéristiques spécifiques qui le distinguent des autres modes de financement, cela se résume comme suit :

4-2-1- Intervention en fond propres

C'est une prise de participation en numéraire et au capital, qui est adressée à des PME en création, ou développent qui ne sont pas cotée. Ces fonds sont non remboursable, pas comme les fonds qui proviennent des crédits bancaires remboursables et qu'il faut rémunérer. ²²

Cette opération peut être minoritaire ou majoritaires selon le montant investis. Dans le cas où l'opération de capital risque est minoritaire, le chef d'entreprise est donc majoritaire, et vis versa.

4-2-2- Opérations sans garanties

Généralement, comme dans le cas de financement par endettement des garanties selon le type du crédit, par contre, au sein du capital investissement, les opérations en fonds propres sont réalisées sans garanties.

¹⁹ Copain G « capital-risque en France, un mode ou une institution » revue de financier ; juillet 1986, p.14.

²⁰ LACHMANN Jean « financer l'innovation des PME », Ed ECONOMICA ; paris 1996 p.38

²¹ MOUGENOT Gilles « tout savoir sur le capital risque » ; 2ème édition, Ed Giuliano, paris, 2002, p.18

²² <https://wikimemoires.net/2012/02/le-capital-risque/#:~:text=Le%20capital%20risque%20est%20une,majeur%20dans%20l%27%C3%A9conomie%20et>

C'est pourquoi, les meilleurs garanties dans ce cas-là est d'avoir une bonne équipe dirigeante, et un bon projet financier.

4-2-3- opération réalisées à une durée limitée

Les investisseurs gèrent des capitaux qui leurs sont confiés par l'organisme de capital investissement, pour une durée déterminé.

Après cette durée, un expert évalue l'entreprise, les propriétaires de cette dernière rembourse la partie investit par l'organisme, selon sa valeur en temps du remboursement.

4-2-4- Opération sans rémunération immédiate

C'est clair que la typologie de l'entreprise soit mobiliser toutes ressource financière, c'est pourquoi la distribution des dividendes sera ultérieur.

5- Financement par crédit-bail (leasing)

Certain entreprises n'ont pas accès au financement bancaire, compte tenu des garanties obligatoire qu'exige les établissements pour les projets d'investissements.

Dès lors, les entreprises optent pour un nouveau mode de financement qui est le <<leasing>> appelé aussi en français <<crédit-bail>>.

5-1- Définition du crédit-bail

« Est un concept sous forme de contrat de location par lequel une personne nommée « bailleur », accorde à une entreprise « locataire » le droit d'utiliser un bien mobilier ou immobilier pendant une période préalablement déterminé, et pendant laquelle se fait le payement de loyers. »²³

On entend de différent terme attribuer au concept du leasing, voir « le leasing » pour les Anglo-Saxon, « crédit-bail » pour les Francophone, « Idjar » pour le monde musulman.

5-1-1- Selon le droit Anglo-Saxon

Appelé leasing, ce terme désigne une location ainsi selon les clauses d'option prévu au contrat, le locataire a la possibilité d'acquérir le bien, à la fin du contrat du leasing.²⁴

²³ Jean-froïçois Grevais,2004

²⁴ www.dictionnaire-juridique.com

5-1-2- Selon le droit latin

Appelé « crédit-bail », définit selon la loi française comme suit : « opération de location des biens achetés, en vue de cette location par des entreprises (les bailleurs ou les sociétés de crédit-bail) ,lorsque ces opérations donnent au locataire la possibilité d'acquérir tout ou partie de ces biens, moyennant un prix convenu tenant compte des versements effectués à titre de loyer ». ²⁵

5-1-3- Selon le droit musulman

Appelé « El Idjar » définit comme étant : « un mode de financement des investissements conforme à la charia islamique qui vient du mot charia signifie l'origine chemin, les pays à population musulmane on introduit les banques islamiques car elle leurs étaient nécessaires pour développer leurs affaires cependant les techniques utilisées (intérêts bancaires, spéculation...etc.) étaient contraire aux préceptes de l'Islam ». ²⁶

Selon le droit musulman, les intérêts perçus sur la mise à disposition de fonds sont interdits, néanmoins les produits perçue par cette opération sont considéré comme des loyers perçus sur la mise à disposition d'un bien financé par le même fond, et donc ces loyers sont autorisé par la charia.

5-2- caractéristique du crédit-bail

Les principaux caractéristiques de ce mode de financement peuvent se résumer par les points suivants :

- Montant de financement : le montant de financement atteint 100% du prix d'achat TTC.
- La prise en charge de l'acquisition : la prise en charge se fait par le bailleur.
- La propriété du bien : durant toute la période de location, la société de crédit-bail est propriétaire du bien.
- Méthode de remboursement : paiement de loyer.
- Echéance de remboursement : loyer mensuels, semestriel, trimestriel.... Selon ce qu'il a été convenu au contrat.
- Taux consentis : il n'y a pas de taux mais une marge de bénéfice comprise dans le loyer.

²⁵ La loi de finance française numéro 66-455 du 02/07/ 1996 relative aux pratiques du C-B.

²⁶ AMRI MALIKA « les contrats de financement dans la banque islamique » mémoire de master Toulouse 2009

- Durée d'amortissement du bien : la période d'amortissement est en fonction de la durée établit en contrat, et peut être inférieure à la durée de vie économique du bien.
- Garantie exigée : la propriété du bien est la seule garantie, sauf si il y a des garanties complémentaires qui peuvent être exigées.
- Fin du contrat : l'entreprise a la possibilité soit de racheter le bien pour sa valeur résiduel, le restituer, ou le relouer.

Section 3 : l'industrie pharmaceutique en Algérie

L'industrie pharmaceutique est un secteur qui regroupe des activités de recherche, de fabrication, et de commercialisation des médicaments pour la médecine humaine. Ces activités sont exercées par les laboratoires pharmaceutiques et les sociétés de biotechnologie qui sont chargées, après la mise au point d'un médicament, de reproduire le prototype un très grand nombre de fois pour sa distribution nationale et internationale, elle répond à des normes de qualité nationale et internationale très stricte.

Il subit l'influence de plusieurs facteurs dynamiques de nature scientifique, sociale ou économique. De nombreux groupes pharmaceutiques sont présentés sur les marchés nationaux et multinationaux, de sorte que leurs activités et leurs produits sont soumis aux lois, aux règlements et aux politiques qui s'appliquent à la mise au point, à la fabrication, à l'autorisation, au contrôle de la qualité et à la commercialisation des médicaments dans de nombreux pays.

Les dispensateurs de soins (médecins, dentistes, infirmiers, pharmaciens et vétérinaires), qu'ils travaillent dans un hôpital, une clinique, une pharmacie ou un cabinet privé, peuvent prescrire des médicaments ou recommander comment les administrer. Les règlements officiels et la politique en matière de présentations pharmaceutiques sont également influencés par les consommateurs, des groupes de pression et des intérêts privés. Ces facteurs complexes sont interdépendants et jouent un rôle dans la découverte, la mise au point, la fabrication, la mise sur le marché et la vente des médicaments.

L'industrie pharmaceutique a pour moteur principal la R&D, à laquelle s'ajoutent les connaissances toxicologiques et l'expérience clinique, Il y a des différences considérables entre les grands groupes qui se livrent à de multiples activités de R&D, de fabrication, de

contrôle de la qualité et de commercialisation, et les firmes moins importantes qui se concentrent sur un aspect particulier. La plupart des sociétés pharmaceutiques multinationales mènent de front toutes ces activités, mais elles peuvent aussi se spécialiser dans un domaine particulier, en fonction des données du marché local. Les biotechnologies contribuent de plus en plus à l'innovation pharmaceutique.²⁷

1- L'industrie pharmaceutique mondiale

L'industrie pharmaceutique représente un secteur clé, et un important moteur de croissance de l'économie mondiale. En effet, En 2018, le marché mondial du médicament a dépassé 1046 milliards de dollars de chiffre d'affaires, Le marché américain (Etats-Unis) reste le plus important avec 47% du marché mondial, loin devant les principaux marchés européens qui réalisent 23,2 % de parts de marché.²⁸

MARCHÉ PHARMACEUTIQUE MONDIAL PAR ZONE GÉOGRAPHIQUE EN 2018

(en prix producteur)

Source : IQVIA

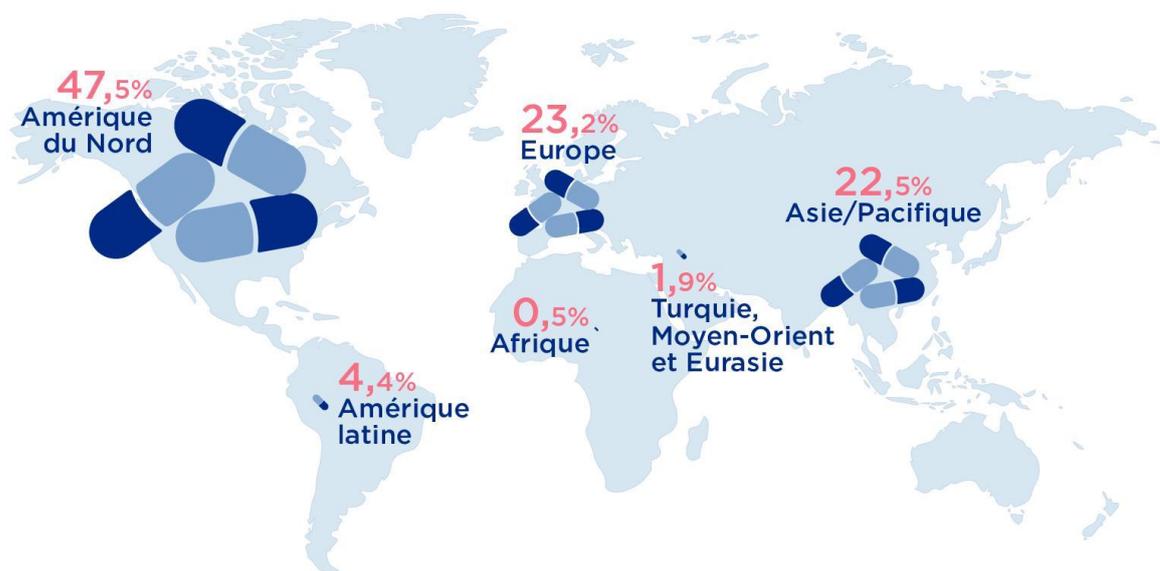


Figure 1 : Marché pharmaceutique mondial par zone géographique (Leem, 2018).

De ce fait, le tableau suivant représente le classement des dix plus grandes entreprises dans le secteur des médicaments par chiffre d'affaires en 2018.

²⁷ Swarbick et Boylan, 1996

²⁸ (Leem, 2018)

Tableau 1 : Les 10 premières entreprises pharmaceutiques mondiales en 2018 (LEEM, 2018)**LES 10 PREMIÈRES ENTREPRISES PHARMACEUTIQUES MONDIALES EN 2018**

Source : IQVIA

		Chiffre d'affaires PFHT* (en Md\$)	Part de marché
1	NOVARTIS (Suisse)	55	5,3%
2	JOHNSON & JOHNSON (Etats-Unis)	54	5,2%
3	PFIZER (Etats-Unis)	51	4,9%
4	ROCHE (Suisse)	45	4,3%
5	SANOFI (France)	43	4,1%
6	GLAXOSMITHKLINE (Royaume-Uni)	42	4,0%
7	MERCK & CO (Etats-Unis)	42	4,0%
8	ABBVIE (Etats-Unis)	41	3,9%
9	LILLY (Etats-Unis)	30	2,9%
10	GILEAD SCIENCES (Etats-Unis)	30	2,9%

* Prix fabricant hors taxes.

2- L'industrie pharmaceutique en ALGERIE

Depuis des décennies, l'économie Algérienne est basée, principalement, sur la rente tirée des hydrocarbures (le pétrole et le gaz). Ils représentent 96% des exportations du pays. Les recettes sont estimées à 750 milliards de dollars entre 1999 et 2014.²⁹ Mais pour assurer un développement économique constant, et dans le but de réduire les factures d'importation, le gouvernement a adopté une politique basée sur la promotion de l'industrie nationale. L'Etat Algérien a doublé d'efforts suite à la crise économique liée à la baisse des prix du pétrole en 2014.

Les plus grands efforts effectués par le gouvernement Algérien ont été constatés dans l'industrie pharmaceutique. C'est l'une des rares filières à avoir gagné des parts de marché face à l'importation ; L'évolution de la production nationale du médicament entre 2008 et 2016, est passée de 25% à 47%.³⁰ C'est le secteur économique stratégique qui regroupe les activités de recherche, de fabrication et de commercialisation des médicaments pour la

²⁹ PATRICK CHABERT, « 10 CHIFFRES POUR SAISIR LE MALAISE ECONOMIQUE ALGERIEN », LA REVUE DE PRESSE DE LANGUE FRANÇAISE, N°32, P9, JUIN 2016.

³⁰ Aboubaker Khaled, «Algérie- La consommation de médicaments en croissance annuelle de 9,3% depuis 2008 », MAGHREBMERGENT quotidien national d'information, 30 Septembre 2017.

médecine humaine. C'est une des industries les plus rentables et importantes économiquement dans le monde.

En vertu de l'arrêté ministériel du 30 octobre 2008 établissant un cahier des conditions techniques à l'importation des produits pharmaceutiques et des dispositifs médicaux destinés à la médecine humaine, le gouvernement a pris de nouvelles mesures, imposant aux opérateurs pharmaceutiques d'investir obligatoirement dans la production locale. Il a interdit également l'importation des médicaments produits localement, le gouvernement veut, à travers ces nouvelles réglementations, réduire la facture du médicament au fur et à mesure qu'il diminue le volume des importations.

2-1- Les différents types de médicaments sur le marché Algérien

2-1-1- Les médicaments nationaux

Pour ce qui est des médicaments Princeps qui sont défini comme étant la molécule mère, celle qui a été créé pour la première fois, le pays n'a pas encore acquis de savoir, de savoir-faire et de la technologie adéquate afin de produire sans l'aide d'un laboratoire étranger une molécule nouvelle, c'est pour cette raison que nous retrouvons des laboratoires étranger qui ont accepté la loi 51/49[6] et qui se délocalisent en Algérie tout gardant leurs dénominations commerciales, comme par exemple GSK Algérie.

Pour ce qui est des médicaments Génériques, qui est une copie du princeps, et donc un médicament dont la molécule existait au paravent, il faudrait attendre que le brevet du princeps soit expiré pour en produire, nous constatons :

- Des laboratoires étrangers en collaboration avec des laboratoires nationaux, comme par exemple : Sidal avec Pfizer nous donne le laboratoire Aventis.

-Des laboratoires à 100% nationaux, comme par exemple le laboratoire Hikma.³¹

2-1-2- Les médicaments importés

Le pays continue à importer les médicaments princeps et génériques, car les quantités offertes sur le marché sont inférieures à la demande.

³¹ Le marché du médicament en Algérie

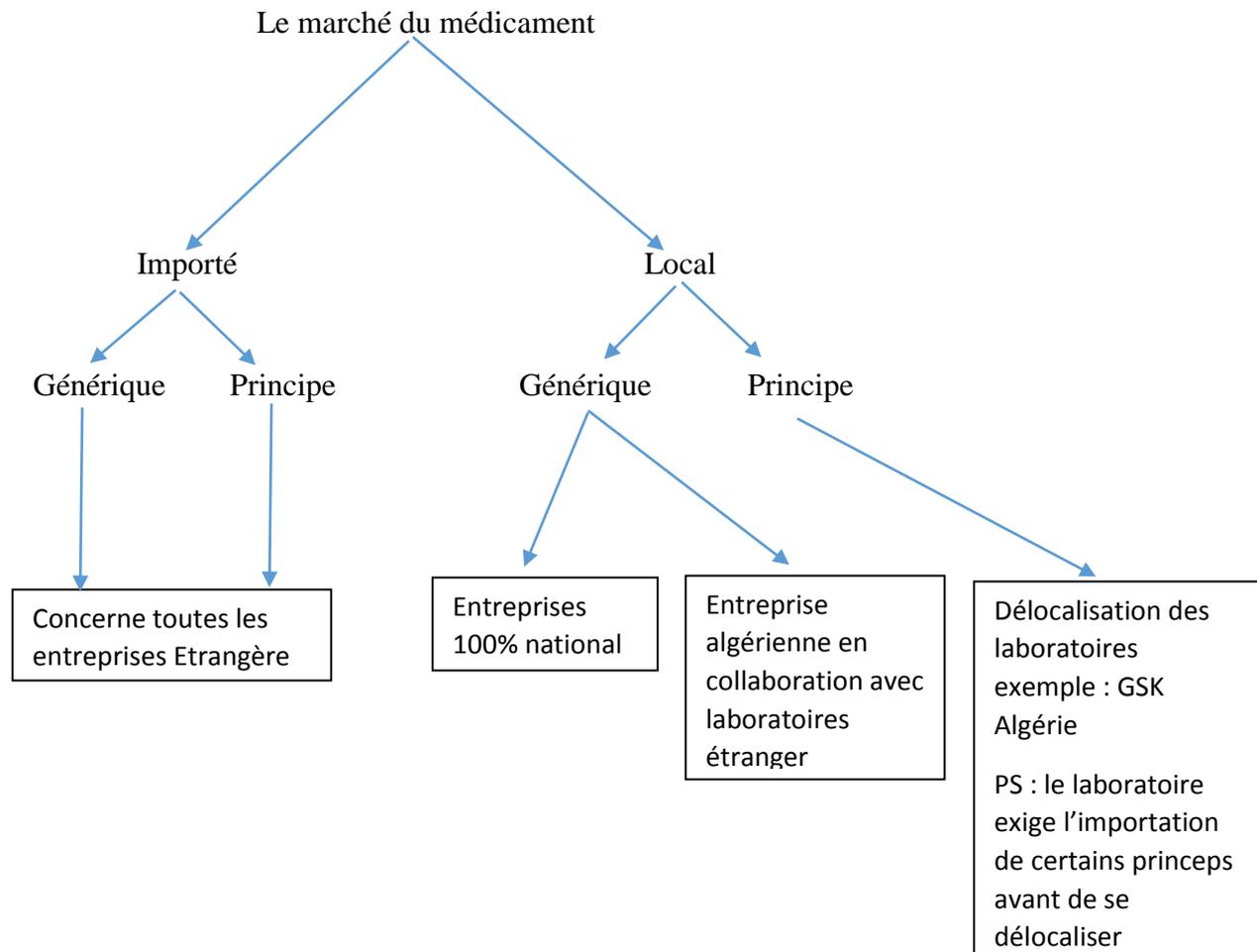


Figure 2 : Les différents types de médicaments sur le marché Algérien

2-2- La sécurité sociale en Algérie

La dépense de santé croît régulièrement en Algérie, en raison de l'accroissement de la population ainsi la pyramide des âges, notamment avec les maladies moderne. La consommation de médicament suit logiquement une croissance avec le temps. Cette dernière est stimulée par le système de santé qui offre une couverture quasi-total sur les soins (depuis 2007). Les algériens ont également accès directement aux soins grâce à leurs carte à puce individuel appelé CHIFA.

Le système Algérien de la sécurité sociale est fondé sur le principe de la répartition et de la solidarité, ce qui se traduit par 34 millions d'assurés sociaux et ayants droit, représentant un taux de 80% de la population.³²

Les fonctions de la sécurité sociale sont nombreuses, nous y retrouvons : les assurances maladie, maternité, invalidité, décès, accidents du travail et maladies professionnelles, la retraite (assurance vieillesse), chômage et prestations familiale.

Ce qui nous intéresse c'est l'assurance maladie, cette dernière offre deux types de prestations, les prestations en espèces, qui consistent à indemniser pour des cas de maladies, et nous avons les prestations en nature, qui concernent la prise en charge des frais de soin de santé en faveur de l'assuré et de ses ayants droit.

Nous allons s'étendre sur les prestations en nature qui sont multiple, parmi elles le remboursement des médicaments. Nous avons le système du tiers payant qui a été introduit en Algérie en 1997,³³ et qui consiste à dispenser les individus affiliés à l'un des organismes de la sécurité sociale des dépenses en ce qui concerne les produits pharmaceutiques puis ça sera à l'organisme de la sécurité sociale de rembourser l'officine pharmaceutique.

Les organismes qui concernent la sécurité sociale sont également nombreux nous y retrouvons, la CNAS qui est « la caisse nationale d'assurance des salariés », la CASNOS qui est la caisse d'assurance sociale des non-salariés, la CNAC qui est « la caisse nationale d'assurance chômage » et la CNR qui est « la caisse nationale des retraités ».³⁴

Mais ce qui nous intéresse, ce sont la CNAS et la CASNOS, car ce sont les organismes concernent par l'assurance sociale et bien précisément l'assurance maladie.

La caisse nationale des assurances sociales des travailleurs salariés (CNAS), concerne les salariés quel que soit le secteur d'activité et les non-salariés tels que les apprentis, les bénéficiaires des emplois d'attente, les étudiants, les stagiaires de la formation professionnelle, les handicapés, les moudjahidines (anciens combattants), les titulaires d'avantages de sécurité sociale (pensionnés et rentiers) et les bénéficiaires de l'allocation forfaitaire de solidarité (personnes malades ou âgées et inactives).

³² CASNOS, « Caisse d'assurance sociale des non-salariés », <http://casnos.com.dz/presentation/>

³³ CNAS, « Caisse nationale d'assurance sociale », <http://www.cnas.dz/?q=fr/presentation-de-la-cnas>

³⁴ Présentation du système de sécurité sociale Algérien, « REPUBLIQUE ALGERIENNE DEMOCRATIQUE ET POPULAIRE MINISTERE DU TRAVAIL , DE L'EMPLOI ET DE LA SECURITE SOCIALE »,2010, P7

La caisse nationale de sécurité sociale des non-salariés (CASNOS), concerne les personnes pratiquant une profession libérale, telle que les commerçants, les artisans, les agriculteurs, les vétérinaires, les diététiciens, les avocats, les médecins, les architectes, les experts comptables, les avocats.³⁵

Conclusion du chapitre

Le choix de financement entre fond propre et dette traduit l'impact de la structure financière sur la rentabilité. Dans le seul but de créer de la richesse, l'entreprise doit choisir entre ces deux ressources, car chacune d'elle représente des avantages et des inconvénients.

Tout au long de ce chapitre, on a bien compris que la décision financière est l'assise de la création de valeur. Ainsi, le recours accru à l'endettement engendre des coûts élevés qui peuvent affecter la capacité de remboursement et même de financement. Il en est de même pour les fonds propres car leur coût est proportionnel au risque que subissent les actionnaires. Ce risque est d'autant plus élevé que l'endettement est important. Bien que celui-ci ait des avantages considérables liés à la déductibilité des charges fiscales, il n'en demeure pas moins qu'au-delà d'un certain seuil tout recours à l'endettement ne met qu'en péril la situation de l'entreprise, en la conduisant vers la faillite, voire le dépôt de son bilan.

Pour conclure, plusieurs facteurs influence la création de valeur d'une entreprise (politique de production, marketing,...), mais les décisions financières reste l'un des facteurs les plus primordial et incontournable.

³⁵ Le décret exécutif n° 97-472 du 8 décembre 1997, journal officiel de la république Algérienne Démocratique et Populaire : conventions et accords internationaux-lois et decret, arrêtés, décisions, avis, communications et annonces

CHAPITRE 2 :
**Revue de littérature sur la structure
du capital**

CHAPITRE 2 : Revue de littérature théorique et empirique sur la structure du capital

Introduction du chapitre

Depuis plusieurs décennies, la question de la structure du capital a fait l'objet de nombreuses études. Théoriquement et empiriquement, ce thème a toujours suscité la réflexion et le débat les entre chercheurs. Le but de ce chapitre est d'introduire diverses approches de détermination de la structure du capital.

La recherche sur la structure du capital a été le thème capital du financement des entreprises. C'est ainsi que la théorie est développée sur les déterminants de la structure du capital. Malgré ces efforts importants, les problèmes de comportement financier de l'entreprise attirent encore l'attention des travaux théoriques récents (Frank et Goyal 2005; Baker, Ruback et Wurgler 2004) et des travaux empiriques (Myers 2001 et Huang). Ritter, 2004, Welch, 2003, Kayhan et Titman, 2004).

Modigliani et Miller (1958) étaient les premiers à mener une véritable réflexion sur l'incidence des moyens de financement sur la valeur de l'entreprise. Ils ont montré, moyennant des hypothèses néoclassiques, que la valeur d'une entreprise est indépendante de sa structure financière. Seule la capacité de l'entreprise à générer des cash-flows, qui détermine sa valeur. Cet apport était décisif au développement de la théorie financière moderne et a donné naissance à une littérature abondante sur la structure du capital.

Les réflexions académiques liées au choix et aux déterminants de la structure financière d'une entreprise ont historiquement connu plusieurs approches.

La recension de ces travaux nous a permis d'identifier trois modèles principaux, aux prédictions diamétralement opposées, à savoir la théorie de Pecking Order ou « POT » (Autore et Kovacs 2003, Benito 2003 et Galpin 2004), la théorie de Trade-off (Titman et Tsyplakov 2003 et Hennessy, Christopher et Whited 2004, Leary et Roberts 2004 et Atkeson et Cole 2005) et récemment, la théorie de Market Timing (Baker et Wurgler 2002, Hovakimian 2005, Huang et Ritter 2005, Alti 2005 et Helwege, Jean et Liang 2004). La validité de l'un ou l'autre de ces modèles est un débat d'ordre empirique.

Dans le cadre de l'étude, la croissance, la rentabilité, la taille, le risque, les garanties de l'entreprise, qui sont regroupés sous le vocabulaire de déterminants de la structure du capital, constituent les éléments clés pour expliquer l'évolution de l'endettement des entreprises. Ainsi, seront aussi présentées quelques études empiriques étrangères, principalement l'étude de Rajan et Zingales (1995), Et-taoufik FATHI et Benoît GAILLY (2003), pour les pays développés, et les études de Booth, Aivazian, Demircuc-Kunt, Maksimovic (2001), Asmawi Noor Saarani et Faridah Shahadan concernant les pays en développement, et des études empiriques algériennes, à savoir : l'étude de AMAROUCHE Khadidja Imane, l'étude de Mourad Belkacemi (2018/2019)

SECTION 1 : Les principales théories de la structure du capital

L'approche néoclassique découle de l'article de base de Modigliani et Miller (1958), a priori prouvé qu'il n'y a pas de relation entre la valeur de l'entreprise et sa structure fonds. Avec l'introduction de l'impôt sur les sociétés, la valeur de l'entreprise augmente avec l'augmentation du niveau d'endettement (Modigliani et Miller 1963).

En effet, selon la théorie du compromis (trade-off) qui suppose que les entreprises compensent les avantages et les coûts du financement par emprunt et par actions et trouvent une structure de capital "optimale" après avoir pris en compte les imperfections du marché telles que les impôts, les coûts de faillite et les coûts d'agence.

Les différentes théories sur la structure du capital se rapportent à l'arbitrage entre les dettes et les capitaux propres. et se distinguent principalement en raison de l'importance attachée aux divers facteurs, tels que la prise en compte des impôts, le risque de crise financière, défauts de marché et frais d'agence.

1- La théorie traditionnelle

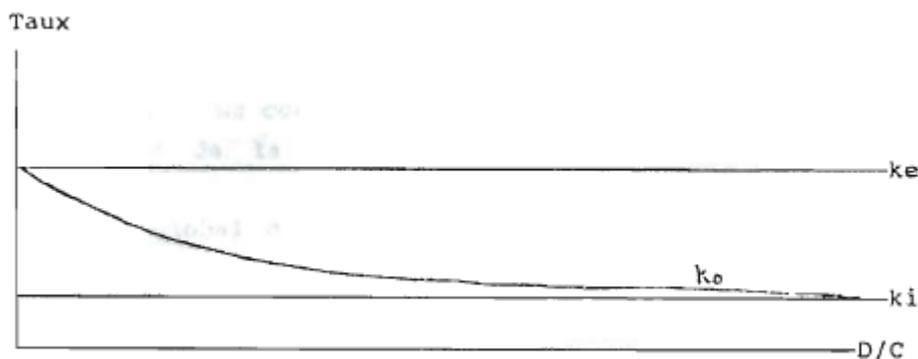
La théorie du bénéfice net d'exploitation fut développée par David Durand³⁶. Selon cette théorie, le coût des capitaux propres ou taux de capitalisation du bénéfice net (K_e) varie en fonction du risque financier associé au degré d'endettement de la firme, alors que la capitalisation du bénéfice avant frais financiers s'effectue à taux constant. L'entreprise tentera

³⁶ Durand, D. 1955. « The cost of debt and Equity Funds for Business ». 2^{ème} éd. Par The management of corporate capital. p. 91-116.

de minimiser son coût moyen pondéré du capital suivez la meilleure structure financière qui maximise la valeur des actifs par une utilisation prudente et efficace de la dette et son effet de levier.

En effet, et à mesure que la firme s'endette, les actionnaires exigent un accroissement du rendement des capitaux propres (K_e), mais le taux de l'emprunt (K_i), ne croît qu'après un niveau sensible d'endettement.

Premièrement, le coût moyen pondéré du capital diminue avec la dette, car l'augmentation de (K_e) ne peut pas compenser entièrement l'utilisation de fonds de prêt bon marché, c'est-à-dire que les fonds économisés en utilisant des ressources moins chères peuvent réduire son coût du capital (K_o), comme le montre la figure suivante Comme montré:



Source: David Durand (1955). P. 25

Figure 3 : Ratio d'endettement et coût de la structure du capital.

Cependant, en plus d'un certain niveau d'endettement, K_o a commencé à croître parce que non seulement K_e a continué de croître, mais K_i a commencé à croître avec un risque financier, devenez très haut. Certains auteurs affirment que K_e ne progressera qu'après avoir atteint un certain seuil d'endettement.

En conséquence, l'entreprise peut réduire son coût du capital lors de ses premières dettes. D'autres auteurs, comme Eli Schwartz et Richard Aronson³⁷, ont examiné la structure du capital par industrie. Plus l'industrie est stable, plus la structure optimale représentée par le ratio D/C est élevée.

³⁷ Schwartz E. et R. Aronson. 1967. «Some Surrogate Evidence in Support of the Concept of Optimal Financial Structure». Journal of Finance, Vol. 22, (March), p. 10-18.

2- La théorie de Modigliani et Miller (1958) : la remise en cause de la structure optimale du capital

La théorie de la finance d'entreprise au sens moderne commence avec la proposition de Modigliani et Miller (1958)³⁸ sur la non-pertinence de la structure du capital.

Avant eux, il n'existait pas de théorie généralement acceptée de la structure du capital.

Dans le cadre de la théorie financière traditionnelle, Modigliani et Miller (1958) montrent que la valeur d'une entreprise n'a rien à voir avec la structure du capital basée sur les hypothèses suivantes :

- Marché financier parfait (coûts de transactions nuls, information disponible sans coût, les investisseurs sont des price taker).
- Les investisseurs et les entreprises sont supposés avoir un accès égal aux marchés financiers.
- L'impôt sur le revenu des sociétés est le seul formulaire fiscal
- (Ce modèle ne tient pas compte de l'impôt sur le revenu des actions et des obligations).
- Supposons que l'EBIT (bénéfice avant intérêt et impôts) soit constant et permanent (pour simplifier le modèle).

Dans cet environnement, la dette a un effet neutre sur la valeur de l'entreprise, il n'y a donc pas de structure de capital optimale. Par conséquent, le coût moyen pondéré du capital n'est pas fonction de la structure du capital, et le levier d'endettement est nul.

La seule façon d'augmenter la valeur de l'entreprise est de choisir des projets avec une valeur actuelle nette positive (VAN).

Modigliani et Miller commencent par supposer que l'entreprise dispose d'un ensemble particulier de flux de trésorerie attendus. Lorsque l'entreprise choisit une certaine proportion de dettes et de capitaux propres pour financer ses actifs,

Tout ce qu'elle fait, c'est de répartir les flux de trésorerie entre les investisseurs.

³⁸ F.MODIGLIANI, M.MILLER (1958), « **The cost of capital, corporation finance and the theory of investment** », AER, juin n°3.

L'investisseur peut créer tout effet de levier qui était souhaité mais non offert, ou il peut se débarrasser tout levier que l'entreprise a pris mais dont elle ne voulait pas.

Par conséquent, l'effet de levier de l'entreprise n'a aucun effet sur la valeur marchande de l'entreprise.

Leur travail a par la suite été à la fois clair et controversé. En théorie, la non-pertinence de la structure peut être prouvée dans toute une série de circonstances.

Il existe deux types fondamentalement différents de propositions de non-pertinence de la structure du capital. La proposition classique basée sur l'arbitrage, les propositions de non-pertinence fournissent des cadres dans lesquels l'arbitrage des investisseurs maintient la valeur de la firme indépendante de son influence.

La deuxième proposition non pertinente conclut que "compte tenu de la politique d'investissement d'une entreprise, le versement de dividendes qu'elle choisit de suivre n'affectera ni le prix actuel de ses actions ni le rendement total de son actionnaires" (Miller et Modigliani, 1961).

En d'autres termes, sur des marchés parfaits, ni les choix de structure du capital ni les décisions en matière de politique de dividendes n'ont d'importance.

Dans leur article (1958), Modigliani et Miller s'intéressent aux coûts de financement de projets et à leur impact sur la valeur commerciale.

Pour souligner la relation entre la valeur totale de l'entreprise et la structure du capital, les deux chercheurs considèrent que les deux sociétés appartiennent à la même catégorie de risque, à l'exception de la structure du capital, tous les aspects sont identiques.

En particulier, le marché s'attend à ce que les deux sociétés aient le même bénéfice avant intérêt impôt, ou:

$$BAILL = BAIlu = BAII$$

Avec :

BAII L : Bénéfice Avant Intérêt et Impôt de la firme avec dette³⁹.

³⁹ L pour levered (avec dette) et u pour unlevered (sans dette).

BAlIu : Bénéfice Avant Intérêt et Impôt de la firme sans dette.

La valeur de l'entreprise sans dette V_u et de l'entreprise avec dette V_L sont :

$$V_u = E_u$$

$$V_L = E_L + D$$

Avec :

E_u : la valeur des fonds propres de l'entreprise sans dette.

E_L : la valeur des fonds propres de l'entreprise avec dette.

D : la dette.

La relation entre la valeur de l'entreprise et la structure du capital peut être obtenue lorsqu'il y a d'équilibre partiel de marché financier.

3- La théorie du compromis (Trade-Off-Theory)

Le terme " trade-off theory " est utilisé par différents auteurs pour décrire une famille de théories apparentées.

Dans toutes ces théories, un décideur dirigeant d'une entreprise évalue les différents coûts et avantages des plans de levier alternatifs. On suppose souvent qu'une solution intérieure est obtenue de sorte que les coûts marginaux et les bénéfices marginaux sont équilibrés.

La version originale de la théorie du trade-off est née du débat sur la loi Modigliani-Miller théorème. Lorsque l'impôt sur les sociétés a été ajouté à la non-pertinence initiale, cela a créé un avantage pour la dette en ce sens qu'elle sert à protéger les revenus des impôts.

Étant donné que la fonction objective de l'entreprise est linéaire, et il n'y a pas de coût compensatoire de la dette, cela implique un financement de la dette à 100%. Plusieurs aspects de la définition de Myers du Trade-off méritent d'être discutés.

Premièrement, l'objectif n'est pas directement observable. Il peut être imputé à partir de preuves, mais cela dépend de l'ajout d'une structure. Différents documents ajoutent cette structure de différentes manières.

Deuxièmement, le code des impôts est beaucoup plus complexe que ce que suppose la théorie. Selon les caractéristiques du code fiscal qui sont incluses, différentes conclusions concernant l'objectif peuvent être atteintes.

Troisièmement, les coûts de la faillite doivent être des coûts d'aubaine plutôt que des transferts d'un demandeur à un autre. La nature de ces coûts est également importante. Haugen et Senbet (1978) fournissent une discussion sur les coûts de la faillite.

Quatrièmement, les coûts de transaction doivent prendre une forme spécifique pour que l'analyse fonctionne. Pour que l'ajustement soit progressif plutôt que brusque, le coût marginal de l'ajustement doit augmenter lorsque l'ajustement est plus important.

Leary et Roberts (2005) décrivent les implications des différentes hypothèses de coûts d'ajustement.

3-1- La théorie du compromis statique (the Static Trade-Off-Theory)

La théorie du trade-off statique affirme que les entreprises ont des structures de capital optimales, qu'elles déterminent en compensant les coûts par les avantages de l'utilisation de la dette et des capitaux propres. L'un des avantages de l'utilisation de la dette est l'avantage d'un bouclier fiscal.

L'un des inconvénients de l'endettement est le coût des difficultés financières potentielles, en particulier lorsque l'entreprise s'appuie sur un endettement trop important.

Cela conduit déjà à un compromis entre l'avantage fiscal et le désavantage d'un risque plus élevé de la détresse financière. Mais l'utilisation de la dette et des capitaux propres comporte plus de coûts et d'avantages.

Un autre facteur de coût important est constitué par les frais d'agence. Les coûts d'agence découlent des conflits d'intérêts entre les différentes parties prenantes de l'entreprise et en raison de l'asymétrie de l'information ex post (Jensen et Meckling (1976) et Jensen (1986)).

Ainsi, l'intégration des coûts d'agence dans la théorie statique du trade-off signifie qu'une entreprise détermine sa structure de capital en compensant l'avantage fiscal de la dette par les coûts de détresse financière d'une dette trop importante et les coûts d'agence de la dette par le coût d'agence des capitaux propres. De nombreux autres facteurs de coût ont été suggérés dans le cadre de la théorie du trade-off, et il serait trop long de les examiner tous.

Par conséquent, cette discussion se termine par l'affirmation selon laquelle une prédiction importante de la théorie de la trade-off statique est que les entreprises ciblent leurs structures de capital, c'est-à-dire que si le ratio d'endettement réel s'écarte du ratio optimal, l'entreprise

adaptera son comportement de financement de manière à ramener le ratio d'endettement au niveau optimal. Ce point d'équilibre est atteint lorsque le gain marginal d'une unité supplémentaire de dette est égal à son coût marginal⁴⁰.

Intéressé par les impôts personnels, Miller (1977) a ajouté un nouveau concept à la théorie de Modigliani et Miller (1958 et 1963) en 2002. Il a ensuite affirmé que l'impôt sur le revenu avait pour effet d'éliminer les avantages fiscaux liés aux frais financiers déductibles. En conséquence, l'impact positif de la dette sur la valeur de l'entreprise est réduit.

Les avantages fiscaux de la dette basés sur les taux d'imposition des sociétés et des particuliers. Par conséquent, il peut être neutralisé ou même devenir négatif.

En fait, aucune entreprise n'a une dette à 100%. Appelé plusieurs facteurs

Expliquez plus tard la différence entre le sens de la réalité et la théorie, y compris l'existence de frais d'agence et de faillite.

3-1-1- Les coûts d'agence

La divergence d'intérêts entre les différents participants de l'entreprise a produit un certain montant des frais sont appelés frais d'agence.

Lorsque le gestionnaire de l'entreprise ne dispose pas la totalité des droits de propriété, nous rencontrons un conflit d'intérêt entre le dirigeant et les actionnaires, ce qui provoque des coûts d'agence des fonds propres.

Selon Jensen et Meckling (1976), les coûts d'agence de la dette proviennent du problème de substitution d'actif. Ils montrent que le contrat d'une dette incite les actionnaires à investir de façon sous optimale, c'est-à-dire que les actionnaires investissent dans des projets très risqués. En effet, les actionnaires vont bénéficier des profits nets de ces investissements risqués, tandis que les prêteurs risquent de ne pas être remboursés si le projet échoue. Dans ce cas, les prêteurs vont exiger un rendement supérieur sur leurs fonds prêtés pour se protéger contre ce comportement des actionnaires. Ainsi, l'entreprise engage des coûts d'audit et de monitoring pour rassurer les créanciers.

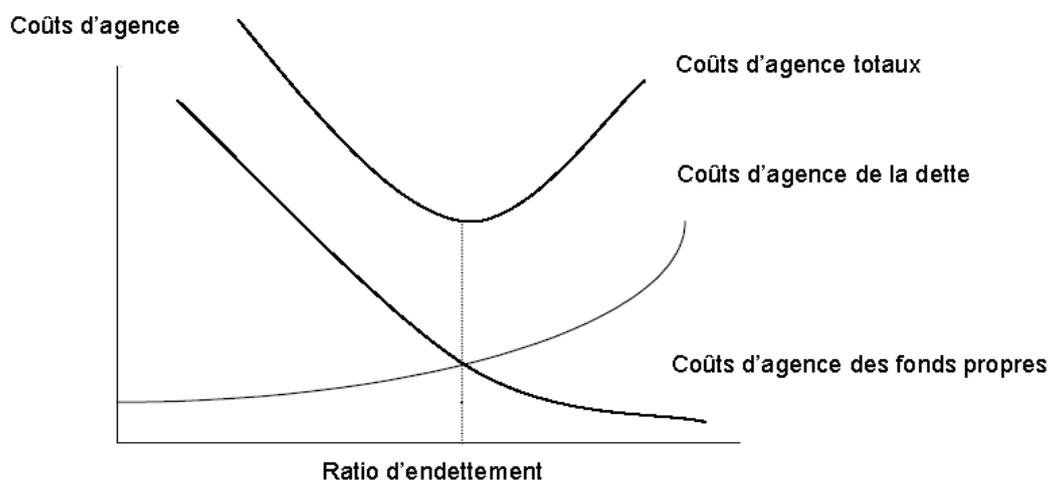
Par ailleurs, les coûts d'agence proviennent aussi de problème du sous-investissement

⁴⁰ GAUD Philippe, JANI Elion. « Déterminants et dynamique de la structure du capital des entreprises suisses : une étude empirique ». 2002. P 3.

(Myers 1977). En effet, les prêteurs peuvent être lésés si l'entreprise augmente les dividendes versés en utilisant les fonds prêtés ou par diminution des investissements. Ceci incite les prêteurs d'augmenter leur rendement sur leurs apports de fonds.

En conséquence, le recours à la dette provoque des coûts d'agence des dettes qui diminuent la profitabilité des entreprises. Alors, en raison des coûts d'agence des dettes entre actionnaires et créanciers, nous attendons un effet négatif de l'endettement sur la profitabilité⁴¹.

Figure 4 : L'effet de la structure du capital sur la rentabilité.



Source : Mazen Kebewar. La structure du capital et la profitabilité : Une étude empirique sur données de panel françaises. 2012.

3-1-2- Les coûts de faillite

Si le système fiscal soutient la dette de l'entreprise en augmentant sa capacité financière, il augmentera également le risque de défaut de l'entreprise.

La théorie financière moderne attache une grande importance aux différents coûts proposés comme limites de la dette. Par conséquent, le soi-disant coût de la faillite est le coût associé à la menace d'arrêter le paiement. Par conséquent, seules les entreprises lourdement endettées seront mises en faillite.

La théorie de trade-off compare les avantages fiscaux de la dette avec l'augmentation des coûts de faillite, c'est-à-dire l'effet positif de l'endettement (diminution de l'impôt) et de l'effet négatif de l'endettement (augmentation du coût espéré de la faillite).

⁴¹ Mazen Kebewar. La structure du capital et la profitabilité : Une étude empirique sur données de panel françaises. 2012. hal-00751212

En effet, la faillite d'une entreprise n'est rien d'autre que la procédure judiciaire après la faillite. Elle nécessite des coûts supplémentaires. Ces coûts comprennent les coûts dits directs (administration judiciaire, frais juridiques de liquidation) et les coûts cachés ou indirects (désabonnement des clients, perte de confiance des clients ou des fournisseurs)

Tableau 2 : Les coûts de défaillance.

	COÛTS DIRECTS	COÛTS INDIRECTS
A PRIORI	Coûts administratifs. Coûts de réorganisation. Coûts financiers.	Coûts d'image (crédibilité financière et commerciale).
A POSTERIORI	Coûts de délégation. Coûts de réorganisation. Coûts de ventes forcée et urgente des actifs. Coûts sociaux.	Coûts d'opportunité (manque à gagner).

Source : J.F Malecot, La mesure des coûts de faillite : une note, Finance (1984).

4- La théorie de l'agence

Jensen et Meckling (1976) ont remis en question le cadre de référence établi par Modigliani et Miller en intégrant la théorie de l'agence à la théorie financière. Ils voient l'entreprise comme un groupe d'agents ayant des objectifs différents, des niveaux d'information conflictuels et différents.

Selon Jensen et Meckling, cette relation d'agence est définie comme un contrat en vertu duquel une ou plusieurs personnes utilisent les services d'une autre personne pour effectuer toute tâche en leur nom, ce qui signifie une délégation de nature décisionnelle⁴².

Cette relation conduit également les actionnaires à prendre des décisions non optimales et non observables, dont les plus importantes sont le sous-investissement (Myers, 1977) et la substitution (Jensen et Meckling, 1976). Par conséquent, la question de l'engagement contractuel et le pouvoir de décision implicite sont délégués.

Les différents développements de la théorie de l'agence reposent sur les principes suivants: Chacun doit se comporter de manière à ce que son intérêt supérieur l'emporte sur l'intérêt

⁴² M.C.Jensen & W.H.Meckling, « **Agency costs and the theory of the firm** », Journal of financial economics, 1976, P308.

général. En fait, l'entreprise entretient des relations d'agence entre actionnaires et dirigeants, entre prêteurs et actionnaires, etc.

Les actionnaires délèguent certains pouvoirs aux dirigeants qui doivent prendre des mesures pour maximiser la richesse de l'entreprise. Cependant, le dirigeant essaie d'abord de satisfaire ses propres intérêts. L'entreprise est considérée comme une diversité d'agents, et chaque agent agit de manière à maximiser sa propre fonction d'utilité.

De même, en raison de l'asymétrie d'information, le contrat établi entre le mandant et l'agent doit être incomplet. Logiquement parlant, les individus chercheront à profiter des écarts de contrat.

Afin de minimiser l'impact négatif des contrats incomplets (problèmes d'asymétrie d'information), des frais apparaissent, que Jensen et Mekelin appellent les coûts d'agence. Ils se composent des coûts de contrôle, des coûts d'obligation et des coûts résiduels:

- Les frais de contrôle (dépenses de suivi) sont à la charge du mandant, car le mandant doit contrôler les activités de l'agent et l'encourager à agir pour son propre compte;
- Les frais d'obligation ou de justification sont les frais engagés par l'agent pour prouver la qualité de la décision prise; pour mettre le principal en confiance⁴³.
- Le coût résiduel est le coût d'opportunité. Il s'agit d'une perte de valeur car les décisions prises par l'agent ne sont pas idéales. Dans ce cas, il s'agit d'un problème de perte résiduelle, comme le dit Fama (1980), il peut être interprété comme le coût d'opportunité entre le paiement des coûts de contrôle et d'obligation et les coûts associés à la gestion directe. , Ou comme le coût de gestion de l'agent sans tenir compte des intérêts du mandant.

La détermination de la structure optimale du capital devrait se concentrer sur minimiser les frais d'agence. Ces coûts peuvent être inférieurs pour les raisons suivantes:

- L'existence d'une société privée est généralement liée à l'existence d'un marché des managers, dans lequel le salaire de chaque manager est étroitement lié à sa réputation. En effet, afin d'obtenir une bonne réputation, les dirigeants sont encouragés à se conformer au maximum aux objectifs des actionnaires, ce qui peut réduire les coûts d'agence.

⁴³ H. GABRIE ET J.L. JACQUIER, « Les théories modernes de l'entreprise: l'approche institutionnelle », *Economica*, 2001, P 248.

- Lorsqu'il y a un actionnaire disposant d'un capital important, le contrôle du gérant est une activité rentable qui incitera l'actionnaire à faire des efforts de contrôle coûteux.

5- La théorie de l'ordre hiérarchique de financement (Pecking Order Theory)

Basé sur des considérations asymétries d'information et interaction des décisions financières et d'investissement, cette théorie stipule l'ordre hiérarchique des sources de fonds d'investissement.

La théorie du financement hiérarchisé à plusieurs niveaux proposée par Myers (1984) et Myers et Majluf⁴⁴ (1984) ne reposait pas sur l'optimisation des ratios d'endettement. L'asymétrie de l'information et les problèmes de signalisation qui affectent les besoins de financement externe ont conduit à la priorité du financement, qui se manifeste dans la préférence de l'entreprise pour le financement interne (autofinancement) plutôt que le financement externe.

Cependant, selon les objectifs poursuivis par les dirigeants de l'entreprise, l'expression de cette hiérarchie est différente. En effet, les managers peuvent décider d'agir en fonction de leur aversion au risque pour maximiser la richesse des actionnaires, ou agir pour leur propre bénéfice.

Le modèle proposé par Myers & Majluf est basé sur le comportement rationnel des investisseurs et des dirigeants des entreprises, analyse l'impact des informations asymétriques sur le prix d'équilibre des actions. Les décisions des dirigeants sont décisives pour la formation de la structure du capital, et leurs objectifs dépendent de leur ancien actionnaire, parce qu'ils ont agi pour soutenir ces derniers⁴⁵.

Dans le modèle de Myers et Majluf (1984), les investisseurs extérieurs escomptent rationnellement le prix de l'action de l'entreprise lorsque les gestionnaires émettent des actions au lieu de dettes sans risque. Pour éviter cette décote, les gestionnaires évitent l'équité chaque fois que cela est possible. Le modèle de Myers et Majluf prédit que les gestionnaires suivront

⁴⁴ Myers S. C. et N. S. Majluf. 1984. «Corporate Financing and Investment Decisions when Firms have Informations that Investors do not have ». Journal of Financial Economics, Vol. 13, p. 187-221.

⁴⁵ A. TRABELSI, « LES DÉTERMINANTS DE LA STRUCTURE DU CAPITAL ET LES PARTICULARITÉS DU FINANCEMENT DANS LES PME : UNE ETUDE SUR DONNÉES FRANÇAISES », Université PARIS IX DAUPHIN EDOGEST, 2006, p41.

une Pecking Order, en utilisant d'abord les fonds internes, puis les dettes à risque, et enfin en recourant l'équité.

En l'absence d'opportunités d'investissement, les entreprises conservent leurs bénéfices et accumulent une marge de manœuvre financière pour éviter d'avoir à lever des fonds extérieurs à l'avenir.

En conclusion, pour résoudre le problème de la sélection adverse, les entreprises de grande valeur rejettent le projet même si la VAN est positive au lieu d'émettre des actions. la théorie des ordres hiérarchiques met l'accent sur le fait que l'entreprise la plus performante n'endettera pas en raison de sa capacité d'autofinancement.

Les flux de trésorerie excédentaires ont de la valeur car ils permettent les entreprises lèvent des fonds pour elles-mêmes en évitant les coûts associés à l'asymétrie de l'information dans toute forme de financement externe.

6- La théorie du Market-Timing

La théorie du market timing de la structure du capital soutient que les entreprises chronomètrent leurs émissions d'actions en le sens qu'elles émettent de nouvelles actions lorsque le prix de l'action est perçu comme étant surévalué, et racheter ses propres actions en cas de sous-évaluation. Par conséquent, les fluctuations du cours des actions affectent la structure du capital des entreprises.

Lorsque le prix du marché est élevé, il sera encouragé à lever des fonds en émettant des actions. Notez qu'en tenant compte du «market timing», Il est possible de modifier le niveau des sources de financement selon la théorie de l'ordre hiérarchique. Par conséquent, le choix de la source de financement n'est pas déterminé par le taux d'endettement cible, mais en montrant l'attitude du dirigeant opportuniste et profitez de conditions de marché favorables⁴⁶.

Il existe deux versions du timing des marchés d'actions qui conduisent à une dynamique similaire de la structure du capital.

La première suppose que les agents économiques sont rationnels. On suppose que les entreprises émettent directement des actions après une diffusion d'informations positives qui réduit le problème d'asymétrie entre la direction de l'entreprise et les actionnaires. La

⁴⁶ Géraldine MINIAO, « Les déterminants de la structure du capital des BRCIS », HEC Montréal, Aout 2012, p 8-9.

diminution de l'asymétrie d'information coïncide avec une augmentation du prix de l'action. En réponse, les entreprises créent leurs propres opportunités de timing.

La deuxième théorie suppose que les agents économiques sont irrationnels (Baker et Wurgler, 2002). Due à un comportement irrationnel, il faut ajouter une mauvaise évaluation des actions de l'entreprise, qui varie dans le temps. Managers émettre des actions lorsqu'ils estiment que leur coût est irrationnellement bas et racheter des actions lorsqu'ils estiment que son coût est irrationnellement élevé. Il est important de savoir que la deuxième version du marché timing n'exige pas que le marché soit réellement inefficace. Il ne demande pas aux gestionnaires de prédire avec succès les rendements des actions. L'hypothèse est simplement que les gestionnaires croient qu'ils peuvent chronométrer le marché.

7- La théorie du signal

La théorie est basée sur l'existence d'informations incomplètes et asymétriques entre différents individus concernés par la vie de l'entreprise. Leur modèle basé sur le jeu de signalisation a apporté une contribution rigoureuse à l'explication de certains phénomènes financiers.

Les variables financières que les dirigeants manipulent pour indiquer la valeur réelle de leur entreprise peuvent être de nature différente. La littérature évoque principalement les actions détenues par les gérants, niveaux d'endettement ou la politiques de dividendes.

Ainsi, Leland et Pyle (1977), en supposant que le modèle d'Akerlof (1970) a été converti dans le domaine financier, indiquent que l'une des méthodes de transmission du signal peut être le degré de participation du leader dans le capital de l'entreprise. Les auteurs indiquent que la valeur de l'entreprise augmentera avec le niveau des parts détenues par les dirigeants dans le capital de l'entreprise. De plus, pour des raisons de crédibilité du signal, les dirigeants seront amenés à investir davantage dans leur entreprise qu'ils ne le feraient s'ils pouvaient communiquer sans coût les véritables caractéristiques de leurs projets d'investissement au marché.

De même, selon Ross (1977), l'une des possibilités de donner aux entreprises un signal pour indiquer leurs opportunités de croissance est d'utiliser pleinement leur levier financier. l'existence d'une dette est en effet la garantie d'un important savoir-faire technique de

l'entreprise, Une technologie propriétaire lui permet de rembourser ses dettes. Ross prouve que dans ce cas, la valeur de l'entreprise augmente à mesure que la dette augmente

Bhattacharya (1980) a discuté de la détermination politique de dividende optimale sous l'hypothèse d'informations asymétriques. Il a décrit un mécanisme de signalisation de dividende dans lequel la distribution de dividende déclarée permet aux investisseurs de fixer la valeur de l'entreprise.

Les dirigeants doivent déterminer le niveau de dividende qui maximise la valeur de l'entreprise, et tenir compte des taxes et des pénalités de refinancement (si le dividende est trop élevé, compte tenu du résultat). Kalay (1980) et Eades (1982) ont également montré que dans des conditions différentes, les dividendes signalent au marché la valeur d'une entreprise⁴⁷.

SECTION 2 : Les déterminants traditionnels de la structure du capital

Dans cette section, nous présentons une brève discussion sur les attributs qui, selon différentes théories de la structure du capital, peuvent affecter le choix de l'entreprise en matière de dettes et de capitaux propres.

Ces attributs sont dénommés Les garanties, La rentabilité, La volatilité, La taille, les opportunités de croissance.

Les attributs, leur relation avec le choix de la structure optimale du capital et leurs indicateurs sont examinés ci-dessous.

1- Valeur des actifs en garantie (Les garanties)

La plupart des théories sur la structure du capital soutiennent que le type d'actifs détenus par une entreprise affecte d'une manière ou d'une autre le choix de la structure de son capital. Scott⁴⁸ (1977) suggère qu'en vendant des dettes garanties, les entreprises augmentent la valeur de leurs capitaux propres en expropriant la richesse de leurs créanciers non garantis existants.

⁴⁷ Sylvie Chalayer-Rouchon. Identification et motivations des pratiques de lissage des entreprises françaises cotées en bourse.. Sciences de l'Homme et Société. Université Jean Monnet - Saint-Etienne, 1994. Français. P 206-207

⁴⁸ J. Scott. "Bankruptcy, Secured Debt, and Optimal Capital Structure." Journal of Finance 32

Les arguments avancés par Myers et Majluf⁴⁹ suggèrent également que les entreprises peuvent trouver avantageux de vendre des dettes garanties. Leur modèle démontre qu'il peut y avoir des coûts associés à l'émission de titres sur lesquels les dirigeants de l'entreprise sont mieux informés que les actionnaires extérieurs. L'émission de titres de créance (dettes) garantis par des biens dont la valeur est connue permet d'éviter ces coûts.

Les travaux de Jensen et Meckling⁵⁰, et Myers⁵¹ suggèrent que les actionnaires des entreprises à effet de levier sont incités à investir de manière sous-optimale pour exproprier les détenteurs d'obligations de l'entreprise.

Cette incitation peut induire également une relation positive entre les ratios d'endettement et la capacité des entreprises à garantir leur dette.

La tendance des dirigeants à consommer plus que le niveau optimal d'avantages accessoires peut produire la relation inverse entre le capital garanti et le niveau d'endettement. Grossman et Hart⁵² suggèrent que des niveaux d'endettement plus élevés diminuent cette tendance en raison de la menace accrue de faillite.

Les dirigeants d'entreprises à fort endettement seront également moins enclins à consommer des avantages indirects excessifs, car les détenteurs d'obligations (ou les banquiers) sont enclins à surveiller de près ces entreprises.

Les coûts associés à cette relation d'agence peuvent être plus élevés pour les entreprises dont les actifs sont moins susceptibles d'être garantis, car il est probablement plus difficile de surveiller les dépenses en capital de ces entreprises. C'est pourquoi les entreprises disposant d'actifs moins garantis peuvent choisir des niveaux d'endettement plus élevés pour limiter la consommation d'avantages indirects par leurs dirigeants

⁴⁹ Myers and N. Majluf. "Corporate Financing and Investment Decisions When Firms Have Information Investors Do Not Have." *Journal of Financial Economics* 13 (June 1984), 187-221

⁵⁰ M. Jensen and W. Meckling. "Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure." *Journal of Financial Economics* 3 (October 1976), 305-60.

⁵¹ S. Myers. "Determinants of Corporate Borrowing." *Journal of Financial Economics* 9 (November 1977), 147-76.

⁵² S. Grossman and O. Hart. "Corporate Financial Structure and Managerial Incentives." In J. McCall (ed.), *The Economics of Information and Uncertainty*. Chicago: University of Chicago Press, 1982.

2- La rentabilité (rentabilité)

Selon Myers⁵³, les entreprises préfèrent augmenter les capitaux, d'abord à partir des bénéfices non distribués, ensuite de la dette, et en troisième lieu de l'émission de nouveaux capitaux propres. Ce comportement peut être due aux coûts d'émission de nouveaux capitaux propres.

Il peut s'agir des coûts qui résultent d'une asymétrie d'information, ou ils peuvent être des coûts de transaction. Dans les deux cas, la rentabilité passée d'une entreprise, et donc le montant des bénéfices disponibles à conserver, devrait être un facteur déterminant important de la structure actuelle de son capital.

L'impact de la rentabilité sur le niveau d'endettement fait l'objet d'une controverse théorique. Les entreprises qui ont une bonne rentabilité, et qui, de ce fait, peuvent mettre en réserve tout ou partie de leurs profits, préféreront utiliser ce type de capitaux. Cela suppose qu'il existe une relation négative entre la rentabilité et l'endettement.

Si l'entreprise est suffisamment rentable, alors elle recourra à l'autofinancement, ceci a pour conséquence de réduire le taux d'endettement. Donc il existe une relation inverse (négative) entre la rentabilité et l'endettement.

Dans la théorie du compromis (trade-off), il existe une corrélation positive entre rentabilité et dette. Les entreprises rentables donneront la priorité à la dette car les intérêts peuvent être déduits de leurs résultats fiscaux. Si la rentabilité passée peut être un bon substitut à la rentabilité future, alors les entreprises très rentables seront plus susceptibles de rembourser leur dette⁵⁴.

Plus la rentabilité est élevée, plus l'incitation à réduire les impôts est grande. Pour réduire ce dernier, les entreprises peuvent recourir à l'endettement. Il existe donc une corrélation positive entre la rentabilité et l'endettement.

La théorie des ordres hiérarchiques (Pecking Order) estime que les entreprises rentables devraient utiliser leurs bénéfices pour financer leurs projets d'investissement. Dans ces circonstances, la dette est souvent moins rentable

⁵³ "The Capital Structure Puzzle." *Journal of Finance* 39 (July 1984), 575-92.

⁵⁴ GAUD, Philippe, JANI, Elion. « Déterminants et dynamique de la structure du capital des entreprises suisses : une étude empirique ». 2002. P 11.

De ce fait, les entreprises les plus rentables ont tendance à avoir moins de dettes. Nous utilisons les ratios du revenu d'exploitation sur les ventes et le revenu d'exploitation sur le total des actifs comme indicateurs de la rentabilité.

3- La volatilité (Le risque)

En principe, on peut considérer que les risques opérationnels augmentent la probabilité de défaut et réduisent l'attractivité des recettes fiscales liées à la déductibilité des charges d'intérêts. Jensen et Meckling (1976) pensent que plus le risque d'une entreprise est élevé, plus la probabilité de faillite est grande et donc plus le risque d'endettement est élevé.

Selon Williamson (1988), le risque est analysé comme un actif spécifique. En fait, la structure plutôt rigide des contrats de dette à échéance fixe s'est avérée inadaptée au caractère aléatoire des résultats des entreprises à risque.

Par conséquent, la relation entre le risque et le ratio d'endettement peut être positive, surtout si les coûts d'agence associés aux problèmes de substitution d'actifs sont supérieurs aux coûts associés aux problèmes de faillite.

Mazur (2007) suggère que, les entreprises ayant une grande volatilité des cash-flows, donc un risque élevé, ont une plus grande probabilité de faillite. Selon la TOT, la volatilité des bénéfices augmente la probabilité la détresse financière. Cela entraînera des restrictions sur le crédit bancaire à cause aux problèmes de sélection adverse et de l'aléa moral.

En termes de la POT, la volatilité des résultats peut conduire l'entreprise à constituer des réserves D'actifs faciles à mobiliser, pour ne pas souffrir de sous-investissement dans l'avenir (Gaud et Jani, 2002). C'est-à-dire, les entreprises à forte volatilité des bénéfices essayez d'accumuler des liquidités dans les bonnes années pour éviter un sous-investissement plus tard.

4- La taille

La plupart des études ont conclu que la taille de l'entreprise est un déterminant important dans les recherches de la structure du capital. Ils ont conclu que, par exemple, les grandes entreprises peuvent facilement obtenir des ratios d'endettement plus élevés parce qu'elles ont un avantage comparatif dans la diversification de leur portefeuille. la grande taille implique la disponibilité de l'information. Cet élément devrait renforcer la préférence des dirigeants pour

les actions plutôt que pour l'endettement. Le facteur «taille» a un fort pouvoir explicatif. Cependant, selon Rajan et Zingales (1995), son impact est encore ambigu.

Les grandes entreprises ont un risque de faillite moins élevé et donc des coûts de faillite relativement faibles (Rajan et Zingales, 1995). Elles ont la capacité de s'endetter davantage parce qu'elles ont un accès plus facile au marché du crédit que les petites entreprises. Il est également vrai que les entreprises relativement grandes ont tendance à être plus diversifiées et moins sujettes à la faillite. Dans ce sens la TOT, prévoit qu'il y a une relation positive entre la taille des entreprises et l'endettement.

Du côté de la POT, basé sur l'asymétrie d'information, stipule que la relation entre la taille et l'endettement est négative, Rajan et Zingales (1995). L'asymétrie d'information entre les dirigeants des grandes entreprises et le marché du crédit est faible. Ce fait explique pourquoi les grandes entreprises sont plus enclines à utiliser des instruments financiers plus sensibles à l'information, comme les actions. Ces grandes entreprises ont tendance à fournir plus d'informations sont aux détenteurs de fonds qu'aux petites entreprises. Par conséquent, le coût de contrôle devrait être plus faible⁵⁵

La taille doit être inversement proportionnelle au degré d'asymétrie d'information entre les dirigeants et les investisseurs externes (Rajan & Zingales, 1995). Cela se reflète dans le fait que les grandes entreprises ont tendance à divulguer davantage plus d'informations au public. Par conséquent, ils préféreront le financement par fonds propres pour prouver qu'il existe une corrélation négative entre la taille et l'endettement.

5- Les opportunités de croissance

La théorie du Pecking Order suggère que la croissance d'une entreprise est négativement liée à la structure de son capital. Selon Myers et Majluf (1984), l'asymétrie de l'information exige une prime supplémentaire pour les entreprises afin de lever des fonds externes, quelle que soit la qualité réelle de leur projet d'investissement. Dans le cas de l'émission de dette, la prime supplémentaire se reflète dans le rendement plus élevé requis. Les entreprises à forte croissance peuvent trouver trop coûteux de recourir à l'endettement pour financer leur croissance.

⁵⁵ Soumaya Hergli, Frédéric Teulon, « Déterminants de la structure du capital : le cas tunisien », Gestion 2000 2013/5 (Volume 30), p. 49-73.

Le problème de l'agence suggère également une négative relation entre la structure du capital et la croissance d'une entreprise. Myers (1977) a fait valoir que les entreprises à forte croissance pourraient avoir plus d'options pour leurs investissements futurs que les entreprises à faible croissance. Ainsi, les entreprises à fort effet de levier sont plus susceptibles de laisser passer des opportunités d'investissement rentables, parce qu'un tel investissement permettra effectivement de transférer la richesse des propriétaires de l'entreprise à ses détenteurs de dettes. Par conséquent, les entreprises à forte croissance peuvent ne pas émettre de dette au départ, et l'effet de levier est devrait être négativement liée aux possibilités de croissance.

Toutefois, d'après Myers (1977), le problème de l'agence pourrait être atténué si la dette à long terme était remplacée par une dette à court terme. Cela suggère que le ratio de la dette à court terme pourrait en fait être positif liée au taux de croissance, si les entreprises en croissance substituent le financement à court terme au financement à long terme⁵⁶.

Du point de vue de la théorie du compromis statique, la corrélation négative entre les dettes et les opportunités de croissance peuvent s'expliquer par le fait que le coût de la détresse financière augmente avec la croissance attendue, obligeant les managers à réduire leur dette dans la structure financière, Rajan et Zingales (1995).

6- Boucliers fiscaux non liés à la dette (Non-debt-tax shield)

DeAngelo et Masulis (1980), présentent un modèle de structure optimale du capital qui intègre l'impact de l'impôt sur les sociétés, de l'impôt sur les personnes physiques et des boucliers fiscaux non liés à la dette.

Ils font valoir que les déductions fiscales pour amortissement et les crédits d'impôt à l'investissement sont des substituts aux avantages fiscaux du financement par l'emprunt. En conséquence, les entreprises qui disposent d'un important bouclier fiscal non lié à l'endettement par rapport à leur flux de trésorerie attendus incluent moins de dettes dans la structure de leur capital.

Les indicateurs des boucliers fiscaux autres que les dettes comprennent les ratios des crédits d'impôt à l'investissement sur le total des actifs (ITC/TA), l'amortissement sur le total des actifs (DI/TA) et une estimation directe des boucliers fiscaux autres que les dettes sur le total des actifs (NDT/TA).

⁵⁶ Nguyen, Tran Dinh Khoi. Ramachandran, Neelakantan. Capital Structure in Small and Medium-sized Enterprises: The Case of Vietnam ASEAN Economic Bulletin, Volume 23, Number 2, August 2006, p193-194

Cette dernière mesure est calculée à partir des paiements d'impôt sur le revenu (T), du revenu d'exploitation (OI), des paiements d'intérêts (i) et du taux d'imposition des sociétés observés au cours d'une période d'échantillonnage (exemple, soit 48 %), en utilisant l'équation suivante :

$$NDT = OI - i - \frac{T}{0.48},$$

Qui découle de l'égalité,

$$T = 0.48(OI - i - NDT).$$

Avec ;

NDT : les dettes

OI : revenu d'exploitation

i: intérêts

T : impôt sur le revenu

Ces indicateurs mesurent les déductions fiscales actuelles associées avec les biens d'équipement et, par conséquent, ne saisissent que partiellement la variable de bouclier fiscal non liée à la dette suggérée par DeAngelo et Masulis⁵⁷.

Premièrement, cet attribut exclut les déductions fiscales qui ne sont pas associés à des biens d'équipement, tels que la recherche et le développement et les frais de vente. Plus important encore, l'attribut de bouclier fiscal non lié à la dette représente les déductions fiscales plutôt que les déductions fiscales nettes de la véritable dépréciation économique et des dépenses, ce qui est l'attribut économique suggéré par la théorie. Malheureusement, cet attribut préférable serait très difficile à mesurer.

SECTION 3 : Etudes empiriques sur la structure du capital

Plusieurs études au niveau mondial ont abordé le sujet des déterminants de la structure du capital, conformément aux caractéristiques relative de l'échantillon de l'étude. Dans cette

⁵⁷ H. DeAngelo and R. Masulis. "Optimal Capital Structure under Corporate and Personal Taxation." *Journal of Financial Economics* 8 (March 1980), 3-29.

section, nous présenterons ci-dessous les études empiriques les plus importantes sur les déterminants de la structure du capital réalisées aux pays développés, les pays en développement, Ensuite, des études algériennes

1- Etudes empirique sur les pays développés

Nous avons les études fait par Rajan et Zingales (1995), l'étude de Booth et al. (2001), Et-taoufik FATHI et Benoît GAILLY (2003),

1-1- L'étude de Rajan et Zingales (1995)

Rajan et Zingales (1995) ont analysé les déterminants de la structure du capital des entreprises dans les pays du G7 (États-Unis, Allemagne, Canada, Italie, France, Japon et Royaume-Uni). leur travail se concentre sur deux variables majeures : la garantie et la taille, ils voulaient connaître la relation entre le niveau du levier financier et ces deux variables.

Sur la base de données comptable des entreprises, Ils ont constaté une relation positive entre le niveau de levier financier et la variable «garantie» dans tous les pays, à l'exception de l'Italie où ils ont trouvé un niveau de signification de 10%.

En ce qui concerne la variable «taille», les deux auteurs ont constaté qu'il existe une corrélation positive entre la taille de l'entreprise et le levier financier dans tous les pays à l'exception de l'Allemagne. Ces résultats ont été interprétés à travers la loi allemande sur les faillites, qui encourage les entreprises à réduire leurs niveaux d'endettement.

D'autre part, concernant la rentabilité et les opportunités de croissance, Rajan et Zingales (1995) ont trouvé que la corrélation était négative entre ces deux variables le levier financier de tous les pays⁵⁸.

1-2- L'étude de Et-taoufik FATHI et Benoît GAILLY (2003)

Dans leur recherche, ils ont fait une analyse sur les déterminants de la structure financière de 351 PME innovantes belges sur la période 1997-2000. Ils ont utilisé, dans l'étude, un modèle d'équations structurelles afin de déterminer les facteurs explicatifs de la structure du

⁵⁸ R. G. Rajan and L. Zingales, « What Do We Know about Capital Structure? Some Evidence from International Data », The Journal of Finance, VOL L, N°5, Décembre 1995, p 1453.

capital de ces PME innovantes. Et ont trouvé que la tangibilité (qui peut être vue comme l'inverse de la spécificité de l'actif) demeure le facteur le plus déterminant pour un recours à l'endettement financier de long terme. La rentabilité est positivement corrélée avec l'endettement financier de long et de court terme et statistiquement significative au seuil de 5%, ce que ne confirme pas la prédiction théorique de la POT qui stipule que les entreprises les plus rentables font recours de moins en moins à l'endettement, surtout de long terme.

Pour la volatilité et la croissance, ils étaient négativement corrélés avec l'endettement financier de long terme. Cela nous permet de déduire que la pression des contraintes financières aux PME innovantes a accru leur préférence pour les capitaux propres, en particulier lorsqu'il n'y a aucune possibilité d'entrer sur le marché financier. Aussi, Lorsque les opportunités de croissance augmentent, les entreprises ont tendance à remplacer la dette par des capitaux propres ou à faire défaut à d'autres sources non bancaires⁵⁹.

2- Etudes empirique sur les pays en développement

2-1- L'étude de Booth, Aivazian, Demirguc-Kunt, Maksimovic (2001)

L'étude de Booth, Aivazian, Demirguc-Kunt, Maksimovic (2001) a couvert 10 pays en développement et a analysé les Structure financière des entreprises, les principales variables utilisées pour expliquer la structure du capital étaient La tangibilité, le risque, la rentabilité, la taille, et le ratio valeur comptable des capitaux propres sur la valeur marchande des capitaux propres (MTB) ou « Market-To-Book ratio », le but est de comprendre si les décisions de financement de l'entreprise diffèrent significativement entre les pays développés et les pays en développement.

Selon ces auteurs, les connaissances sur la structure de financement proviennent principalement de données relatives aux pays développés où les données présentent de nombreuses similitudes institutionnelles. Par conséquent, leur intérêt pour les pays en développement semble avoir des différences institutionnelles plus évidentes. Selon les résultats obtenus, ils ont observé qu'en général, le taux d'endettement des pays en

⁵⁹ Fathi, Et-taoufik ; Gailly, Benoît. La structure financière des PME de la haute technologie. ECON Discussion Papers ; 2003/103 (2003),p14-15

développement est affecté par les mêmes méthodes et types de variables que les pays développés⁶⁰.

2-2- L'étude de Asmawi Noor Saarani et Faridah Shahadan

Ils ont fait une analyse sur la structure du capital des petites et moyennes entreprises (PME) en Malaisie en se concentrant sur un échantillon de 334 entreprises, pour la période de cinq ans allant de 2005 à 2009.

La méthodologie a consisté à décrire la spécification du modèle, la source des données, l'hypothèse proposée, à identifier les variables et la mesure ainsi que le modèle économétrique.

La variable âge a montré une relation négative avec l'endettement au lieu du signe positif attendu. Ce résultat peut être interprété dans la contexte de la théorie du Pecking Order. Les entreprises plus anciennes et plus expérimentées ont besoin de moins de financement externe car elles peuvent s'appuyer davantage sur des fonds générés en interne.

Pour la variable tangibilité, le résultat a montré une relation négative avec l'endettement, même la rentabilité variable, le résultat a montré une relation négative significative avec le ratio d'endettement total.

Du point de vue de la croissance, le résultat montre une relation négative et statistiquement significative avec le taux d'endettement total⁶¹.

3- Etudes empiriques algériennes

3-1- L'étude de AMAROUCHE Khadidja Imane

Dans son article, AMAROUCHE a fait une étude sur un échantillon de 31 entreprises algériennes sous forme de sociétés par actions, observées sur une durée de 5 ans (de 1997 à 2001). Elle a ciblé notamment à tester l'impact des variables explicatives retenues dans modèle empirique sur le niveau d'endettement total. Les résultats obtenus nous montrent que le niveau du risque opérationnel est le seul facteur influençant significativement et positivement le niveau d'endettement total des entreprises objet de l'étude⁶² au seuil de (5%).

⁶⁰ Booth, Aivazian, Demirguc-Kunt, Maksimovic, capital structures in developing countries, the journal of finance Vol.56,No.1, (féb, 2001), p 87-130

⁶¹ Asmawi Noor Saarani & Faridah Shahadan, The Determinant of Capital Structure of SMEs in Malaysia: Evidence from Enterprise 50 (E50) SMEs, Asian Social Science; Vol. 9, No. 6; 2013,p70-71

⁶² K. I. AMAROUCHE, « Les déterminants de la structure du capital d'un échantillon d'entreprises

3-2- L'étude de Mourad Belkacemi (2018/2019)

Dans son travail de recherche, ce chercheur s'est intéressé par le financement des entreprises privées. Il a essayé d'apprendre les déterminants de la structure du capital des entreprises privées algériennes.

La partie empirique de ce travail porte sur un panel s'étalant sur 6 années d'activité (2010-2015) de 55 entreprises privées algériennes de grande et moyenne taille, dont le total actif est supérieur à 100 millions de DA.

Parmi les résultats de son étude, il a trouvé que :

- Les résultats du modèle de régression indiquent que la taille est un déterminant significatif (P-value = 10%) et est en relation positive avec l'endettement, la tangibilité des actifs est positivement liée au ratio d'endettement. Aussi elle est la variable la plus significative (P-value tant vers 0) et la plus influente sur le ratio de l'endettement à long et moyen terme.
- La rentabilité est statistiquement significative à moins de 1% d'erreur (p-value 0.008) et négativement liée au ratio de l'endettement à long et moyen terme.
- Les statistiques du modèle indiquent que la relation entre le ratio de l'endettement à long et moyen terme et la volatilité n'est pas significative (P-value=60%). En revanche, la volatilité du résultat est une variable significative pour les dettes à court terme (P-value =1%) avec une relation positive.
- Pour la variable économie d'impôt non liée à l'endettement, les résultats ont montré que cette variable n'est pas un déterminant significatif⁶³.

algériennes : étude sur données de panels », Université de M'hamed BOUGARA BOUMERDES, P126-136

⁶³ Mourad Belkacemi , «LES DETERMINANTS DE LA STRUCTURE DU CAPITAL : ETUDE EMPIRIQUE SUR UN ECHANTILLON D'ENTREPRISES PRIVEES ALGERIENNES », l'Ecole Supérieure du Commerce (ESC), Pôle universitaire, El Koléa, Tipaza (Algérie),p139-157

Conclusion du chapitre

L'examen de la théorie de la structure du capital met tout d'abord l'accent sur le caractère fondateur de l'article de Modigliani et Miller (1958). D'une part, c'est la base théorique du choix des modes de financement des entreprises. D'autre part, la remise en cause attendue des hypothèses restrictives éclaire les développements et ainsi la naissance de plusieurs théories qui tentent à expliquer l'endettement des entreprises.

Dans ce chapitre, nous avons présenté les différentes théories et les différents facteurs explicatifs de la structure financière et son impact sur la valeur de l'entreprise, ainsi quelques études empiriques étrangères et algériennes qui, à travers plusieurs variables, ont essayé d'expliquer le niveau d'endettement des entreprises.

CHAPITRE 3 :

**Etudes empirique sur les
déterminants de la structure du
capital des entreprises
pharmaceutiques en Algérie**

CHAPITRE 3 : Etudes empirique sur les déterminants de la structure du capital des entreprises pharmaceutiques en Algérie

Introduction du chapitre

Notre objectif est d'étudier le comportement financier des entreprises pharmaceutiques algériennes à travers plusieurs variables considérées comme déterminants de la structure financière des entreprises. Dans une première étape, nous présentons l'échantillon et les variables dans la première section. La deuxième section a pour objectif de présenter le modèle économétrique, ses variables, ainsi les tests utilisés pour voir sa signification. La troisième section a pour objectif de présenter les résultats de l'étude.

SECTION 1 : Construction et descriptif de la base de données

1- Présentation de l'échantillon

Nous avons obtenu une liste auprès du ministère de la santé de 168 entreprises pharmaceutique Algérienne qui active dans la production, de commerce, et la distribution des produits pharmaceutiques.

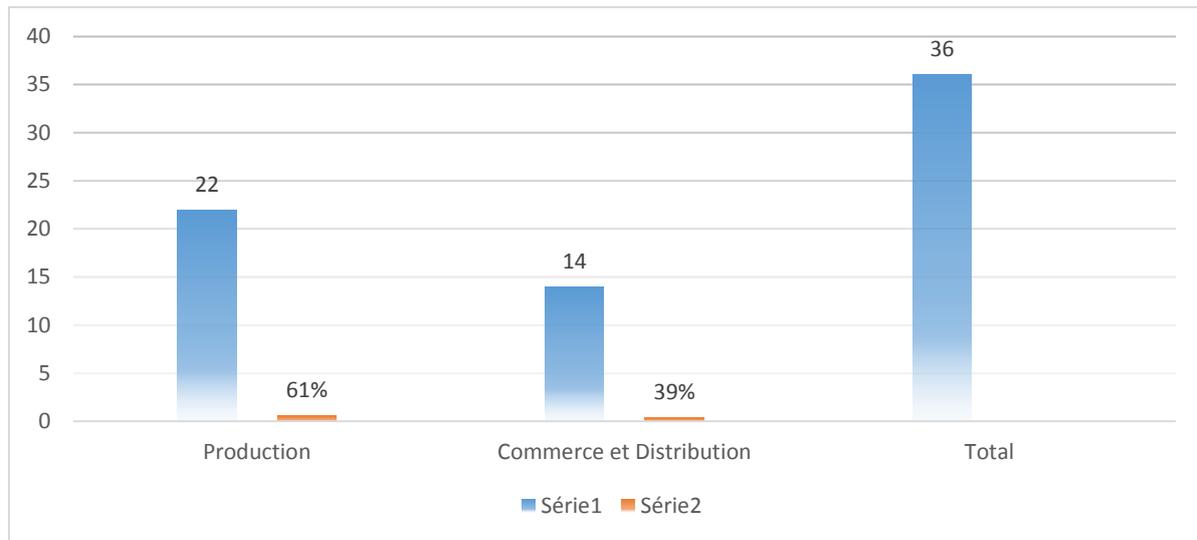
Lors de la collecte d'information comptable (bilan, compte de résultat) au près du Centre National du Registre de Commerce (CNRC), seuls 56 entreprises disposent de la totalité des états financiers pour les données 2014/2017.

Notre échantillon final est composé de 36 entreprises. Car parmi les 56 entreprises, il y avait un manque au niveau des états financiers.⁶⁴

Le nombre d'entreprises par secteur est représenté comme suite :

⁶⁴ - Des entreprises qui ont un total des fonds propres négatifs.
- Des entreprises ayant un manque d'information au niveau du TCR.

Figure 5 : Représentation des entreprises par secteur d'activité



Source : Traitement des données selon Excel

Notre échantillon est composé de 36 entreprises de différents secteurs d'activité, et qui sont situées dans différents wilayas : 13 entreprises situés à Alger, 08 à Constantine, 02 à Setif, 02 à El tarf, 2 à Oran, 1 à Blida, 1 à Batna, 1 à Oum El Bouaghi, 1 à Blida, 1 à Tipaza, 1 à Chlef, 1 à Medea, 1 à Bouira, 1 à Sidi Bel Abbès.

2- Les variables

Selon l'ensemble des hypothèses à tester sur les déterminants de la structure de financement de l'entreprise, présenté par la littérature empirique internationale, nous avons sélectionné une liste de déterminant potentiel selon cette méthodologie.

2-1- Les variables à expliquer

Les deux variables à expliquer sont : les dettes à court terme et total dette, les deux rapportés au total du bilan.

La dette à court terme correspond à l'endettement de l'entreprise durant l'exercice, ainsi le total des dettes correspond à l'ensemble de l'endettement financier à long terme et celui à court terme. Les deux variables de l'endettement sont définies :



$$DT = \frac{\text{total dettes}}{\text{Total bilan}}$$

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

2-2- Les variables explicatives

Les variables explicatives qui peuvent expliquer la dette financière sont les suivantes :

2-2-1- Rentabilité (RENT) :

La rentabilité est un facteur très important pour expliquer le choix de financement entre les fonds propres et l'endettement.

Lorsqu'une entreprise a une forte rentabilité, elle aura une forte probabilité de rembourser ses dettes, ce qui reflète une relation positive entre la rentabilité et l'endettement, alors le financement par les dettes est favorisé dans ce cas-là.

Cependant, lorsque le taux de profit est élevé, cela favorise le financement par les fonds propres d'où une relation négative entre la rentabilité et l'endettement.

La rentabilité est représentée par des différentes mesures, nous citerons :

- Résultat net / Total actif ;
- Résultat net / Fonds propres ;
- Résultat net / Chiffre d'affaires ;

Nous avons choisi pour notre étude la mesure de rentabilité suivante :

$$\text{RENT} = \frac{\text{Résultat Net}}{\text{Total actif}}$$

L'hypothèse à tester est donc :

H1 : Il existe une relation négative entre la rentabilité et l'endettement financier des entreprises.

2-2-2- Les garanties (GAR) :

Les garanties correspondent aux immobilisations corporelles détenues par l'entreprise, celle-ci jouent un rôle clé dans la détermination de la structure de financement. Elle fournit des garanties aux prêteurs en cas de détresse financière.

Cette variable a pour but de voir l'impact sur le choix de financement des entreprises.

La variable garanties est mesurer par :

$$\text{GAR} = \frac{\text{Immobilisation corporelle}}{\text{Total Actif}}$$

L'hypothèse à tester est la suivante :

H2 : Il existe une relation positive entre les garanties et l'endettement des entreprises.

2-2-3- Non-Debt-Tax Shield (NDTSH) :

Le fait de s'endetter crée un bouclier fiscal. L'économie d'impôt non lié à la dette de l'entreprise (Non Debt Tax Shield) correspond à la réduction de l'impôt sur le revenu qui résulte de la déduction admissible du revenu imposable, c'est-à-dire les intérêts sur la dette étant une dépense déductible.

$$\text{NDTSH} = \frac{\text{Dotation, provision et perte de valeur}}{\text{Total Actif}}$$

H3 : Il existe une relation positive entre NDTSH et le niveau d'endettement des entreprises.

2-2-4- Age :

L'âge de l'entreprise est la différence entre l'année d'observation et celle de sa création. La capacité d'autofinancement augmente avec l'âge, son endettement diminue aussi. C'est pour cela que les entreprises âgées ont une meilleure réputation et une plus grande expérience, cela favorise le financement par dettes.

Nous voulons savoir l'impact de la variable âge sur l'endettement financier de l'entreprise.

L'hypothèse à tester est la suivante :

H4 : Il existe une relation positive entre l'âge et le niveau d'endettement des entreprises.

2-2-5- PROD :

Est une variable binaire, qui prend la valeur 1 si l'entreprise exerce la production comme activité, et la valeur 0 si non.

Nous voulons savoir l'impact du type d'activité sur l'endettement financier de l'entreprise.

L'hypothèse à tester est la suivante :

H5 : les entreprises de production d'endettent moins.

3- Description statistique des variables :

Cette partie présente quelques caractéristiques statistiques des variables des entreprises constituant notre échantillon. Il s'agit principalement des moyennes, des écarts types ainsi que des valeurs minimales et maximales des distributions.

Les variables présentées sont des ratios comptables extraites à partir des bilans et des comptes de résultats.

Tableau 3 : Statistiques descriptives.

Statistiques descriptives

Variables	N	Minimum	Maximum	Moyenne	Ecart-type
DT	135	0,0013	1,6997	0,7486	0,3059
DACT	131	-0,0544	1,2779	0,5363	0,3513
RENT	130	-2,0721	0,2324	-0,0819	0,03525
Gar	144	0	1	0,338	0,3658
NDTSH	134	0	136,2834	1,3471	12,26
N valide (listwise)	127				

Source : Traitement des données selon le logiciel SPSS

La dette totale observée représente en moyenne 74.89% du total du bilan, cela démontre l'importance de l'endettement total (dette à court terme ainsi qu'à long terme) dans le financement de ces entreprises.

Concernant la dette à court dont la moyenne est de 53.63% du total du bilan, cela indique qu'elle est majoritaire par rapport à celle à long terme.

La moyenne de la variable rentabilité est -8.19%, cela signifie que parmi notre échantillon plusieurs entreprises ont réalisé des résultats nets négatifs. La moyenne des garanties de 33.80% montre que les immobilisations représentent un tiers du total bilan.

SECTION 2 : Le modèle économétrique et les tests d'hypothèses

1- Structure de Financement des entreprises par type d'activité

Tableau 4 : Structure de Financement des entreprises par type d'activité.

	Production		Commerce et distribution	
	Dette à long terme	Dette à court terme	Dette à long terme	Dette à court terme
Moyenne	26%	45%	13%	59%
Ecart type	32%	34%	29%	39%

Source : traitement des données selon Excel.

D'après ce tableau, en moyenne les entreprises qui font la production ont des dettes à court terme de 45% contrairement aux autres entreprises de commerce qui ont 59%.

En moyenne, le niveau des dettes à long terme des entreprises de production est de 26% contre, et les autres entreprises de commerce est de 13%.

On conclue que la structure des dettes d'une entreprise a une relation avec son activité (Production/commerce et distribution). D'où les entreprises de production s'intéressent beaucoup plus à des dettes à long terme, contrairement aux entreprises de commerce qui s'intéresse aux dettes à court terme dans leurs financements.

Ce tableau montre la fréquence des dettes à long termes nulle pour chaque type d'entreprise (activité).

Tableau 5 : Fréquence des dettes à long termes nulles.

	Production	Commerce et distribution
Dette à long terme non nulle	56	24
Dette à long terme nulle	32	32
Total observation	88	56

Source : traitement des données selon Excel.

Sur 88 observations des entreprises du secteur de production, il y a 32 observations dont la dette à long terme est nulle. De même, sur 56 du secteur de commerce 32 ont la dette à long terme nulle.

2- Quelques tests statistiques :

Chaque entreprise a un nombre d'observation de 4 années, ce qui élargie notre échantillons. Pour reconstitué une observation par entreprise, et pour un avoir un échantillon aléatoire nous avons calculé la moyenne des 4 années pour chaque variable (dette à court terme, total dette) de chaque entreprise.

D'après ce tableau on remarque que la structure financière des entreprises, triées par le critère production, de notre échantillon est comme suit :

Dummy production $\left\{ \begin{array}{l} 1 \text{ si l'entreprise est productive} \\ 0 \text{ si l'entreprise est commerciale} \end{array} \right.$

Tableau 6 : Statistiques descriptives pour l'endettement total selon la variable indicatrice production.

Statistiques de groupe

	Production	N	Moyenne	Ecart-type	Err,stand,moyenne
Moy Total dette	1	22	0,7356	0,2498	0,0532
	0	14	0,7801	0,1228	0,0328

On a 22 entreprises exerçant comme activité la production, en moyenne le capital est composé de 73% de dette.

Par contre pour les entreprises de commerce et distribution, le capital est constitué de prêt de 78% de totale dette.

En moyenne, les entreprises commerciales et de distribution ont un niveau d'endettement plus que les entreprises de production (près de 5% de différence).

2-1- Test T pour égalité des moyennes pour la dette total

Tableau 7 : Test d'échantillons indépendants.

		Test-t-pour égalité des moyennes				
		t	ddl	Sig,(bilatérale)	Différence moyenne	Différence écart-type
Moy total dette	Hypothèse de variances égales	-0,617	34	0,514	-0,044	0,0719

On remarque qu'avec les données en disposition, on ne peut pas trouver une différence entre les entreprises qui font la production, et les entreprises qui font une autre activité (commerce et distribution) concernant la variable dette total (les moyenne de dettes total sont égaux pour les deux types d'entreprises (production/ commerce et distribution)).

On remarque qu'il n'y a pas une différence significative entre les entreprises du secteur d'activité production et autres entreprises concernant la dette totale.

Tableau 8 : Statistiques descriptives pour la dette à court terme selon la variable indicatrice production.

	Production	N	Moyenne	Ecart-type	Err,stand,moyenne
Moy Dette à court terme	1	22	0,4531	0,2631	0,0561
	0	14	0,6846	0,2366	0,0632

En ce qui concerne la dette à court terme, on trouve que les entreprise qui font d'autre activité sont beaucoup plus endettées penché à la dette à court terme que celle qui font la production, soit respectivement 68% de capitaux sont des dettes à court terme contre 45% pour les entreprise productive.

2-2- Test T pour égalité des moyennes pour la dette à court terme

De ce test d'échantillon indépendant, la variable dummy production est statistiquement significative en relation négative avec la dette à court terme.

Tableau 9 : Test d'échantillon indépendant

		Test-t-pour égalité des moyennes				
		t	Ddl	Sig,(bilatérale)	Différence moyenne	Différence écart-type
Moy Dette à court terme	Hypothèse de variances égales	-2,671	34	0,012	-0,2314	0,0866

La significativité est inférieure à 5% (0.012), alors on rejette l'hypothèse H0.

On peut affirmer qu'il y a une différence significative à 5% entre les entreprises qui font la production et les autres entreprises concernant la variable dette à court terme.

3- Matrice de corrélation entre les variables :

Le tableau de corrélation entre les variables est présenté comme suit :

Ce tableau présente les coefficients de corrélation de Pearson pour les variables qui vont être utilisées dans les régressions.

Tableau 10 : Matrice de corrélation entre les variables.

	DACT	DT	RENT	GAR	NDTSH	AGE
DACT	1					
DT	0,550**	1				
RENT	-,099	-0,106	1			
GAR	-0,163	0,201*	,000	1		
NDTSH	0,005	-0,043	0,05	0,052	1	
AGE	0,281**	0,81	0,176*	-,217*	0,025	1

(**) La corrélation est significative au niveau 0.01 (bilatéral).

(*) La corrélation est significative au niveau 0.05 (bilatéral). Incomplètes = 127

Toutes les variables sont rapportées au Total du bilan.

DACT : Dette à court terme

DT : Total dette

RENT : Rentabilité (Résultat Net)

GAR : Garanties

NDSH : Non Debt Taxe Shield

Age

4- Spécification du modèle économétrique :

Nous disposons des données relatives de $N= 36$ entreprises sur $T= 4$ périodes (2014-2017), $i=1, \dots, N$ désigne l'indice des entreprises, $t=1 ; \dots, T$ désignent l'indice des périodes, la variable à expliquer correspond à l'endettement des entreprises mesuré par deux ratios ; le rapport entre la dette total et le total du bilan ($DTit$), et le rapport entre les dettes à court terme et le total du bilan ($DACTit$).

Soit les variables explicatives suivantes :

RENTit : correspond à la rentabilité de l'entreprise i à l'année t .

GARit : correspond aux garanties de l'entreprise i à l'année t .

NDTSHit : est l'économie d'impôt non lié à l'endettement de l'entreprise i à l'année t .

AGEit : correspond à l'entreprise i à l'année t .

PRODit : est une variable binaire qui correspond à l'activité de l'entreprise (production ou autres) de l'entreprise i à la période t .

Le modèle qui explique les dettes total peut être représenté par la forme général suivante :

$$DTit = \beta_0 + \beta_1 RENTit + \beta_2 GARit + \beta_3 NDTSHit + \beta_4 AGEit + \beta_5 PRODit + \zeta_{it}.$$

Avec :

B_0 : est un coefficient constant, β_k ($K=1, \dots, 5$) sont les coefficients des variables explicatives.

ζ_{it} est le terme d'erreur aléatoire relative à l'entreprise i à l'année t ; $i=1, \dots, 36$; $t=1, \dots, 4$.

Le modèle qui explique les dettes à court terme peut être représenté comme suit :

$$DACTit = \beta_0 + \beta_1 RENTit + \beta_2 GARit + \beta_3 NDTSHit + \beta_4 AGEit + \beta_5 PRODit + \zeta_{it}.$$

Section 3 : les résultats empiriques de l'étude

1- La régression linéaire

1-1- Dette total (DT)

Tableau 11 : Résultats de la régression (Dette totale).

Modèle	Coef	Err.stand	t	Sig.
(Constante)	,677	,059	11,578	,000
RENT	-,109	,083	-1,306	,194
GAR	,206	,075	2,735	,007
NDSH	-,266	,672	-,396	,692
AGE	,011	,006	1,868	,064
PROD	-,060	,058	-1,037	,302
R² = 0,084				

Le coefficient de détermination est très faible (8.4%), ainsi les deux variables garantie et âge, sont les seules qui peuvent expliquer la dette total. Au niveau de 10%, l'âge de l'entreprise est significatif.

Aussi, au seuil de 1%, la variable garantie est positivement significatives (c'est à dire : plus l'entreprise possède de garantie, plus elle bénéficie des dettes).

Tableau 12 : ANOVA pour la dette totale.

	Somme des carrés	ddl	Moyenne des carrés	D	Sig.
Régression	0,9878	5	0,1975	2,2387	0,055
Résidu	10,6781	121	0,0882		
Total	11,6659	126			

Le tableau d'ANOVA montre que le modèle de régression est significatif avec un degré de signification de (0.055).

1-2- Dette à court terme (DACT)

Pour expliquer la dette à court terme par les différentes variables qui sont : rentabilité, garantie, Non-Debt-tax Shiled, âge, production. Le tableau 12 présente les résultats du modèle de régression.

Tableau 13 : Résultats de la régression (Dette à court terme).

Modèle	Coef	Err.stand	T	Sig.
(Constante)	,595	,062	9,668	,000
RENT	-,102	,088	-1,166	,246
GAR	-,070	,079	-,885	,378
NDSH	,664	,707	,940	,349
AGE	,026	,006	4,037	,000
PROD	-,263	,061	-4,341	,000
R²= 0,231				

Aucune variable observé n'est capable d'expliquer la dette à court terme, sauf les deux variables âge et la variable indicatrice production qui sont parfaitement significatives. Plus l'entreprise est âgée, plus le montant de ses dettes à court terme augmente de (0.026), par contre les dettes à court terme des entreprises du secteur de production sont inférieures à celles du secteur de commerce de (-0.263) ce qui confirme les résultats précédent du test T, une relation négative entre les dettes à court terme et l'activité de production.

Tableau 14 : ANOVA pour la dette à court terme.

	Somme des carrés	Ddl	Moyenne des carrés	D	Sig.
Régression	3,559	5	0,7118	7,28	,000
Résidu	11,83	121	0,097		
Total	15,39	126			

Le tableau d'ANOVA montre que le modèle de régression est significatif avec un degré de signification de 0.000.

2- Présentation des résultats :

Après avoir spécifié le modèle économétrique à estimer à partir des méthodes de régression multiples sur les données de panel appliquer aux programmes statistiques (SPSS), nos résultats concernant les différentes régressions effectuées sont présenté comme suit :

1-1- Dette total (DT) :

D'après les résultats du tableau 12, on peut expliquer la relation entre les variables indépendantes et la variable cible comme suit :

➤ Garantie (GAR) :

Les résultats de notre étude indiquent que la garantie est la variable la plus significative (0.007) et la plus influente sur le ratio de la dette total. Elle est positivement liée au ratio d'endettement total. Le coefficient de cette variable explicative implique qu'un changement de 1% dans le rapport garanti de l'entreprise a pour conséquence un changement de 20.6% du ratio de la dette total. Cela peut être dû au fait que les entreprises qui ont de fortes garanties peuvent avoir facilement l'accès à l'endettement bancaire.

Plusieurs études ont montré une relation positive entre les garanties et le niveau du levier financier, similaire à nos résultats, à savoir Rajan et Zingales 1995 ainsi que l'étude de Mourad Belkacemi de l'année 2018/2019.

➤ Age :

La variable âge a montré une relation positive avec l'endettement total. Ce résultat différé du contexte de la théorie du Pecking order, qui démontre que les entreprises les plus anciennes et les plus expérimentés ont besoin du financement externe, car elles peuvent s'appuyer d'avantages sur des fond généré en interne.

Cette relation positive peut être due au fait que les entreprises plus matures et plus expérimentées ont l'accès facile à l'endettement.

Les résultats de notre étude sont contraires aux résultats d'études déjà citées d'Asmawi Noor Faarani et Faridah Shahadan, que les leurs ont démontré une relation négative entre l'âge et l'endettement.

D'après la régression, les variables ; rentabilité, Non-debt-tax shield et production, n'expliquent pas la dette totale.

1-2- Dette à court terme (DACT) :

D'après les résultats du tableau 13, on peut détecter deux variables explicatives parfaitement significatives qui sont :

➤ Age :

Les résultats du modèle de régression indiquent que l'âge est un déterminant très significatif (t-value tant vers 0), donc elle est plus influente sur le ratio dette à court terme. Elle est positivement liée à ce ratio.

Cette relation indique que, plus l'entreprise est ancienne et expérimentée, plus elle fait appel aux dettes à courts termes.

➤ Production (variable Dummy) :

Cette variable a pour but de distinguer les entreprises dont l'activité est la production et ceux dont l'activité est le commerce et distribution.

Nos résultats montrent que cette variable est parfaitement et négativement corrélée avec la dette à court terme. C'est-à-dire qu'il y a une différence dans la structure des dettes à court terme entre les deux activités, où les dettes à court terme baissent de 26.3% lorsque l'entreprise est productive.

Les autres variables ne sont pas significatives pour ce modèle, contrairement aux études empiriques qui ont déjà été faites, la variable rentabilité n'est pas significative.

3- Tableau récapitulatif des résultats de l'étude

Tableau 15 : Tableau récapitulatif.

Variable	DT	DACT
RENT	Non significative	Non significative
GAR	Significatif à 1%	Non significative
NDTSH	Non significative	Non significative
AGE	Significatif à 10%	Significatif à 1%
PROD	Non significative	Significatif à 1%

Conclusion générale

Conclusion générale

Les entreprises font face à une problématique majeure concernant leurs modes de financement, pour arriver à une combinaison optimale qui minimise le cout du capital, et par conséquent maximisé la valeur de l'entreprise.

Le sujet de la structure du capital a fait l'objet de plusieurs travaux après la remise en question progressive des hypothèses de base du modèle Modigliani et Miller (1958). Ces travaux ont permis par la suite à de nouvelle hypothèse de surgir.

Aux alentours de ces vastes théories de la structure de captal, nous essayons de répondre à la problématique suivante :

Quels sont les déterminants de l'endettement des entreprises pharmaceutiques en Algérie ?

Notre étude s'est principalement basé sur 36 entreprises pharmaceutiques Algériennes, et en se réfèrent sur les différentes théories, nous avons mis en place plusieurs variables pouvant être comme déterminant de la structure de capital.

A l'aide d'un modèle de régression linéaire, nous évaluons l'impact de ces variables sur le taux d'endettement des entreprises.

Résultats de la recherche :

Les résultats de l'analyse des déterminants des taux d'endettement total et des taux d'endettement à court terme sont présentés respectivement dans les deux paragraphes suivants:

Taux d'endettement à court terme :

D'abord, l'hypothèse de l'existence d'une différence de taux d'endettement à court terme entre les entreprises productives et les entreprises commerciales est vérifiée. En effet, les entreprises du secteur de production ont significativement moins de dette à court terme. Ce résultat peut être dû au fait que les entreprises commerciales ont toujours un besoin de financement du au cycle d'exploitation, contrairement aux entreprises du secteur de production qui n'ont pas généralement un besoin important du cycle d'exploitation.

Ensuite, l'hypothèse de l'influence de l'âge de l'entreprise sur le choix de financement est vérifiée. La relation entre la variable âge et les dettes à court terme est positive. Cela peut être expliqué par le fait que les entreprises matures sont plus expérimentées. Elles peuvent donc avoir un accès facile à l'endettement.

Enfin, les deux hypothèses de l'existence de relations entre, d'une part, la rentabilité et les garanties, et le taux d'endettement à court terme d'autre part, sont infirmées.

Taux d'endettement total :

Premièrement, l'hypothèse de l'influence de l'âge de l'entreprise sur son niveau d'endettement est vérifiée. L'âge est positivement lié avec l'endettement total des entreprises.

En deuxième lieu, l'hypothèse de l'existence d'une relation entre les garanties et le taux d'endettement total, est confirmé. En occurrence, les garanties sont positivement liées à l'endettement total. Cela est expliqué par le fait que la possession des actifs en nature, constitue des garanties pour les créanciers en cas de non remboursement, ce qui facilite l'accès à l'endettement pour les entreprises.

Finalement, les hypothèses concernant la nature d'entreprise (du secteur de production ou commerciale) et la rentabilité ne sont pas vérifiées.

Les limites de l'étude :

Les limites de cette recherche est principalement le manque d'information par rapport aux états financiers qui a réduit l'échantillon initial.

BIBLIOGRAPHIE

Références

- "The Capital Structure Puzzle." *Journal of Finance* 39 (July 1984), 575-92.
- « Le marché financier en Algérie, état des lieux et perspectives de son développement », M.BEKADA Mohamed, Maître assistant «A », Université d'Oran 2.
- Aboubaker Khaled, «Algérie- La consommation de médicaments en croissance annuelle de 9,3% depuis 2008 », *MAGHREBMERGENT* quotidien national d'information, 30 Septembre 2017.
- AMRI MALIKA « les contrats de financement dans la banque islamique » mémoire de master Toulouse 2009.
- Asmawi Noor Saarani & Faridah Shahadan, *The Determinant of Capital Structure of SMEs in Malaysia: Evidence from Enterprise 50 (E50) SMEs*, *Asian Social Science*; Vol. 9, No. 6; 2013, p70-71.
- Aswath Damodaran : « Pratique de la finance d'entreprise », Groupe de Boeck, Paris, 2010, Page 21.
- Booth, Aivazian, Demircuc-Kunt, Maksimovic, *capital structures in developing countries*, the *journal of finance* Vol.56, No.1, (feb, 2001), p 87-130.
- Bréchet et Desreumaux, 2001.
- Copain G « capital-risque en France, un mode ou une institution » *revue de financier* ; juillet 1986, p.14.
- Durand, D. 1955. « The cost of debt and Equity Funds for Business ». 2éme éd. Par *The management of corporate capital*. p. 91-116.
- ETUDE EMPIRIQUE SUR UN ECHANTILLON D'ENTREPRISES PRIVEES ALGERIENNES », l'Ecole Supérieure du Commerce (ESC), Pôle universitaire, El Koléa, Tipaza (Algérie), p139-157.
- F.MODIGLIANI, M.MILLER (1958), « The cost of capital, corporation finance and the theory of investment », *AER*, juin n°3.
- Fathi, Et-taoufik ; Gailly, Benoît. *La structure financière des PME de la haute technologie*. *ECON Discussion Papers* ; 2003/103 (2003), p14-15.
- G.Petit-Ditailis ; « le risque du crédit bancaire ».
- GAUD Philippe, JANI Elion. « Déterminants et dynamique de la structure du capital des entreprises suisses : une étude empirique ». 2002. P 3.
- GAUD, Philippe, JANI, Elion. « Déterminants et dynamique de la structure du capital des entreprises suisses: une étude empirique ». 2002. P 11.
- Georges Langlois, Michel Mollet : « Manuel de gestion financière », Berti Editions, Paris, 2011, Page 309.
- Géraldine MINIAO, « Les déterminants de la structure du capital des BRCIS », HEC Montréal, Aout 2012,p 89.
- Gérard Charreaux, Op. Citée, Page 144.
- Gérard Hirigoyen : « Stratégie et finance », *Approche par la création de valeur*, *Encyclopédie de gestion*, sous la direction de Yves Simon-Patrick Joffre, Economica, 1997, Page 3071.
- Guy Van Loyé : « Finance et théorie des organisations », Economica, 1998, Page 83.
- H. DeAngelo and R. Masulis. "Optimal Capital Structure under Corporate and Personal Taxation."*Journal of Financial Economics* 8 (March 1980), 3-29.
- H. GABRIE ET J.L. JACQUIER, « Les théories modernes de l'entreprise: l'approche institutionnelle », Economica, 2001, P 248.
- Hélène Rainelli-Le Montagner : « Nature et fonction de la théorie financière », Finance PUF, Paris, 2003, Page 71.

- J. Scott. "Bankruptcy, Secured Debt, and Optimal Capital Structure." *Journal of Finance* 32.
- Jacqueline Delahaye, Florence Delahaye « Finance d'entreprise », Dunod, Paris, 2007, Page 103.
- Jean-Florent Rérolle, Op. Citée, Page 112.
- Jean-froïçois Grevais, 2004.
- K. I. AMAROUCHE, « Les déterminants de la structure du capital d'un échantillon d'entreprises algériennes : étude sur données de panels », Université de M'hamed BOUGARA BOUMERDES, P126-136.
- L pour levered (avec dette) et u pour unlevered (sans dette).
- L. HONORE, « Gestion financière », Nathan, Paris, 2000, p84.
- La loi de finance française numéro 66-455 du 02/07/ 1996 relative aux pratiques du C-B.
- LACHMANN Jean « financer l'innovation des PME », Ed ECONOMICA ; paris 1996 p.38.
- Le décret exécutif n° 97-472 du 8 décembre 1997, journal officiel de la république Algérienne Démocratique et Populaire : conventions et accords internationaux-lois et decret, arrêtés, décisions, avis, communications et annonces.
- LESPARTICULARITÉS DU FINANCEMENT DANS LES PME : UNE ETUDE SUR DONNÉES FRANÇAISES », Université PARIS IX DAUPHIN EDOGEST, 2006, p41.
- M. Jensen and W. Meckling. "Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure." *Journal of Financial Economics* 3 (October 1976), 305-60.
- M.C.Jensen & W.H.Meckling, « **Agency costs and the theory of the firm** », *Journal of financial economics*, 1976, P308.
- Mazen Kebewar. La structure du capital et la profitabilité : Une étude empirique sur données de panel françaises. 2012. hal-00751212.
- MOUGENOT Gilles « tout savoir sur le capital risque » ; 2ème édition, Ed Giuliano, paris, 2002, p.18.
- Mourad Belkacemi, « LES DETERMINANTS DE LA STRUCTURE DU CAPITAL :
- Myers and N. Majluf. "Corporate Financing and Investment Decisions When Firms Have Information Investors Do Not Have." *Journal of Financial Economics* 13 (June 1984), 187-221.
- Myers S. C. et N. S. Majluf. 1984. « Corporate Financing and Investment Decisions when Firms have Informations that Investors do not have ». *Journal of Financial Economics*, Vol. 13, p. 187-221.
- Nguyen, Tran Dinh Khoi. Ramachandran, Neelakantan. Capital Structure in Small and Medium-sized Enterprises: The Case of Vietnam *ASEAN Economic Bulletin*, Volume 23, Number 2, August 2006, p193-194.
- PATRICK CHABERT, « 10 CHIFFRES POUR SAISIR LE MALAISE ECONOMIQUE ALGERIEN », LA REVUE DE PRESSE DE LANGUE FRANÇAISE, N°32, P9, JUIN 2016.
- Patrick Piget : « Décisions d'investissement, incertitude et informations », *Economica*, 2011, Page 103.
- Patrick Piget, Op. Citée, Page 104.
- Presentation du système de sécurité sociale Algérien, « REPUBLIQUE ALGERIENNE DEMOCRATIQUE ET POPULAIRE MINISTERE DU TRAVAIL , DE L'EMPLOI ET DE LA SECURITE SOCIALE », 2010, P7.

- R. G. Rajan and L. Zingales, « What Do We Know about Capital Structure? Some Evidence from International Data », The Journal of Finance, VOL L, N°5, Décembre 1995, p 1453.
- S. Grossman and O. Hart. "Corporate Financial Structure and Managerial Incentives." In J. McCall (ed.), The Economics of Information and Uncertainty. Chicago: University of Chicago Press, 1982.
- S. Myers. "Determinants of Corporate Borrowing." Journal of Financial Economics 9 (November 1977), 147-76.
- Schwartz E. et R. Aronson. 1967. « Some Surrogate Evidence in Support of the Concept of Optimal Financial Structure ». Journal of Finance, Vol. 22, (March), p. 10-18.
- Soumaya Hergli, Frédéric Teulon, « Déterminants de la structure du capital : le cas tunisien », Gestion 2000 2013/5 (Volume 30), p. 49-73.
- Swarbrick et Boylan, 1996.
- Sylvie Chalayer-Rouchon. Identification et motivations des pratiques de lissage des entreprises françaises cotées en bourse. Sciences de l'Homme et Société. Université Jean Monnet - Saint-Etienne, 1994. Français. P 206-207.
- TRABELSI, « LES DÉTERMINANTS DE LA STRUCTURE DU CAPITAL ET

Sites internet :

- <https://www.eyrolles.com/Entreprise/Livre/finance-et-theorie-des-organisations-9782717837216/>
- <https://www.daf-mag.fr/Definitions-Glossaire/Fonds-propres-245448.htm>
- <https://actufinance.fr/guide-banque/caracteristiques-credit.html>
- <https://wikimemoires.net/2012/02/le-capital-risque/#:~:text=Le%20capital%20risque%20est%20une,majeur%20dans%201%27%20C3%A9conomie%20et>
- www.dictionnaire-juridique.com
- <http://casnos.com.dz/presentation>

TABLE DES MATIERES

Liste des Tableaux.....	I
Liste des figures.....	II
Liste des abréviations.....	III
Résumé.....	IV
Abstract.....	IV
INTRODUCTION GENERALE.....	A-B-C
CHAPITRE 1: LE FINANCEMENT DES ENTREPRISES.....	1
INTRODUCTION DU CHAPITRE.....	2
SECTION 1: L'impact de la politique de financement sur la création de valeur.....	2
1- Le besoin de financement d'une entreprise.....	3
1-1- Financement externe.....	3
1-2- Financement interne.....	4
2- Le coût des ressources.....	4
3- L'apport de financement par fonds propre à la valeur.....	4
3-1- Définition de fond propre de l'entreprise.....	4
3-2- Le coût des fonds propres et la valeur de l'entreprise.....	5
4- L'apport de financement par la dette et sa contribution à la valeur de l'entreprise.....	7
SECTION 2 : Le financement des entreprises en Algérie.....	9
1- Le capital social.....	9
2- L'autofinancement.....	10
3- Le financement par crédit bancaire.....	10
3-1- Définition du crédit bancaire.....	10
3-2- Caractéristiques du crédit bancaire.....	11
4- Financement par capital investissement.....	11
4-1- Définition du capital investissement.....	12
4-2- Caractéristiques du capital investissement.....	12
4-2-1- Intervention en fond propres.....	12
4-2-2- Opération sans garanties.....	12
4-2-3- Opération réalisées à une durée limitée.....	13
4-2-4- Opération sans rémunération immédiate.....	13
5- Financement par crédit-bail (leasing).....	13
5-1- Définition du crédit-bail.....	13
5-1-1- Définition selon le droit Anglo-Saxon.....	13
5-1-2 Définition selon le droit latin.....	14
5-1-3- Définition selon le droit musulman.....	14
5-2- Caractéristiques du crédit-bail.....	14
SECTION 3 : l'industrie pharmaceutique en Algérie.....	15
1- L'industrie pharmaceutique mondiale.....	16

2- L'industrie pharmaceutique en Algérie.....	17
2-1 Les différents types de médicaments sur le marché Algérien.....	18
2-1-1- Les médicaments nationaux.....	18
2-1-2- Les médicaments importés.....	18
2-2- La sécurité sociale en Algérie.....	19
CONCLUSION DU CHAPITRE.....	21
CHAPITRE 2 : Revue de littérature sur la structure du capital	
INTRODUCTION DU CHAPITRE.....	23
SECTION 1 : Les principales théories de la structure du capital.....	24
1- La théorie traditionnelle.....	24
2- La théorie de Modigliani et Miller (1958) : la remise en cause de la structure optimale du capital.....	26
3- La théorie du compromis (Trade-Off-Theory).....	28
3-1- La théorie du compromis statique (the Static Trade-Off-Theory).....	29
3-1-1- Les coûts d'agence.....	30
3-1-2- Les coûts de faillite.....	32
4- La théorie de l'agence.....	32
5- La théorie de l'ordre hiérarchique de financement (Pecking Order Theory).....	34
6- La théorie du Market-Timing.....	35
7- La théorie du signal.....	36
SECTION 2 : Les déterminants traditionnels de la structure du capital.....	38
1- Valeur des actifs en garantie (Les garanties).....	38
2- La rentabilité (rentabilité).....	39
3- La volatilité (Le risque).....	40
4- La taille.....	41
5- Les opportunités de croissance.....	42
6- Boucliers fiscaux non liés à la dette (Non-debt-tax shield).....	43
SECTION 3 : Etudes empiriques sur la structure du capital.....	44
1- Etudes empiriques sur les pays développés.....	44
1-1- L'étude de Rajan et Zingales (1995).....	45
1-2- L'étude de Et-taoufik FATHI et Benoît GAILLY (2003).....	45
2- Etudes empiriques sur les pays en développement.....	46
2-1- L'étude de Booth, Aivazian, Demircug-Kunt, Maksimovic (2001).....	46
2-2- L'étude de Asmawi Noor Saarani et Faridah Shahadan.....	46
3- Etudes empiriques algériennes.....	47
3-1- L'étude de AMAROUCHE Khadidja Imane.....	47
3-2- L'étude de Mourad Belkacemi (2018/2019).....	47
CONCLUSION DU CHAPITRE.....	48
CHAPITRE 3 : Etudes empiriques sur les déterminants de la structure du capital des entreprises pharmaceutiques en Algérie	
INTRODUCTION DU CHAPITRE.....	50
SECTION 1 : Construction et descriptif de la base de données.....	50
1- Présentation de l'échantillon.....	50
2- Les variables.....	51

2-1- Les variables à expliquer.....	51
2-2- Les variables explicatives.....	52
2-2-1- Rentabilité (RENT)	52
2-2-2- Les garanties (GAR).....	52
2-2-3- Non-Debt-Taxe Shield (NDTSH).....	53
2-2-4- Age.....	53
2-2-5- PROD.....	54
3- Description statistique des variables.....	54
SECTION 2 : Le modèle économétrique et les tests d'hypothèses.....	55
1- Structure de Financement des entreprises par type d'activité.....	55
2- Quelques tests statistiques.....	56
2-1- Test T pour égalité des moyennes pour la dette totale.....	57
2-2-Test T pour égalité des moyennes pour la dette à court terme.....	58
3- Matrice de corrélation entre les variables.....	58
4- Spécification du modèle économétrique.....	59
SECTION 3 : les résultats empiriques de l'étude.....	60
1- La régression linéaire.....	60
1-1- Dette totale.....	60
1-2- Dette à court terme.....	61
2- Présentation des résultats.....	62
2-1- Dette total (DT).....	62
2-2- Dette à court terme (DACT).....	63
3- Tableau récapitulatif des résultats de l'étude.....	64
CONCLUSION GENERALE	66
BIBLIOGRAPHIE.	
TABLES DES MATIERES.	

