

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

ECOLE SUPERIEURE DE COMMERCE

**Mémoire de fin de cycle en vue de l'obtention du diplôme de Master en sciences
Financières et Comptabilité**

Spécialité : FINANCE D'ENTREPRISE

THEME :

Le financement des grandes entreprises EURL en Algérie

Elaboré par :

DJOUAMAA Amine

Encadreur :

Mr. M. TOUATI-TLIBA

Lieu de stage : Fonds de garantie des crédits aux PME (FGAR)

Période du stage : du 05/04/2018 au 05/05/2018

2017/2018

Remerciements

Après avoir rendu grâce à Dieu le Tout Puissant, je tiens à remercier vivement tous ceux qui, de près ou de loin, ont participé à la rédaction de ce mémoire. Il

s'agit plus particulièrement de :

Monsieur **M. TOUATI-TLIBA**, mon encadreur, pour ses orientations et ses conseils. Il a su me transmettre sa rigueur et ses connaissances et son expertise.

Il fut d'une aide précieuse dans les moments les plus délicats.

Tous les enseignants de l'école supérieure de commerce, tout particulièrement et à témoigner toute ma reconnaissance à mes enseignants : monsieur **A. GLIZ** et

monsieur **B. BENILLES**, pour leur disponibilité et leur expérience

enrichissante, qui m'ont permis de mener à bien mon travail.

Je remercie également toute l'équipe de stage, plus particulièrement Mr **E.**

TEMMAM, Mlle **M. SAIDOUNE**, Mr **N. REGUIG** pour leur accueil, leur

esprit d'équipe, qui m'ont aidé pour le succès de mon stage.

Dédicaces

Je dédie ce travail à :

Mes parents ; **mon père**, l'homme de ma vie, mon exemple éternel, mon soutien moral et source de joie et de bonheur, c'est lui qui s'est toujours sacrifié pour me voir réussir, et **ma mère**, la lumière de mes jours, la source de mes efforts, la flamme de mon cœur, ma vie et mon bonheur. Aucun hommage ne pourrait être à la hauteur de l'amour dont ils ne cessent de me combler. Que Dieu le Tout

Puissant leur procure de bonne santé et de longue vie.

Mes très chères sœurs ; **IMENE, WISSEM et YASMINE**, pour leur encouragement permanent.

Aux personnes qui m'ont toujours aidé et encouragé, qui m'ont accompagné durant mon chemin d'études, mes amis et mes collègues ; **ABDELHAK, YAKOUB,**

AKTHEM et ZIRYAB.

TABLE DES MATIERES

INTRODUCTION GENERALE.....	A
Introduction	1
SECTION 1 : La petite et la moyenne entreprise (PME).....	2
1- Définition des PME.....	2
1-1- Définition des PME selon les pays développés	2
1-1-1- Définition de la PME selon l'Union Européen.....	3
1-1-2- Définition de la PME selon les Etats-Unis	4
1-2- Définition de la PME selon certains pays en voie de développement	4
1-2-1- Définition de la PME selon la Tunisie	4
1-2-2- Définition de la PME au Maroc	4
1-2-3- Définition de la PME en Algérie	5
2- Les caractéristiques des PME algériennes	6
3- Les contraintes de développement des PME en Algérie	7
3-1- Les contraintes découlant des activités informelles	7
3-2- Les contraintes financières	9
SECTION 2 : Le financement des entreprises	10
1- Les besoins de financement.....	10
1-1- Les besoins de financement liés à l'investissement.....	10
1-2- Les besoins liés à l'exploitation.....	10
2- Les sources de financement des PME.....	11
2-1- Le financement interne	11
2-1-1- Le capital social	11
2-1-2- L'autofinancement.....	11
2-1-3- L'augmentation de capital	12
2-1-3-1- Augmentation de capital par incorporation des réserves	13
2-1-3-2- Augmentation de capital par apport en nature	13
2-1-4- Les cessions d'éléments d'actifs.....	13
2-1-5- Le capital-investissement	13
2-2- Le financement externe.....	14

2-2-1- Le crédit-bail.....	14
2-2-2- L'emprunt obligataire (financement direct)	14
2-2-3- Les crédits de trésorerie	14
2-2-3-1- La facilité de caisse	15
2-2-3-2- Le découvert bancaire	16
2-2-3-3- Le crédit de relais.....	16
2-2-3-4- Le crédit de compagne (saisonnier)	17
 SECTION 3 : Le gérant associé unique (<i>the owner manager</i>)	 18
1- Les pouvoirs du gérant associé unique.....	18
2- La rémunération du gérant associé unique	19
3- L'imposition de la rémunération du gérant associé unique.....	19
 Conclusion.....	 20
 CHAPITRE 2 : REVUE DE LITTERATURE THEORIQUE ET EMPIRIQUE SUR LA STRUCTURE DU CAPITAL.....	 21
 INTRODUCTION.....	 21
 SECTION 1 : Les principales théories de la structure du capital.....	 22
1- La théorie traditionnelle	22
2- La théorie de Modigliani et Miller (1958) : la remise en cause de la structure optimale du capital.....	23
3- La théorie du compromis statique (the Static Trade-Off-Theory)	25
3-1- Les coûts d'agence	26
3-2- Les coûts de faillite	26
4- La théorie de l'agence	27
5- La théorie de l'ordre hiérarchique de financement (Pecking Order Theory)	29
6- La théorie du « Market-Timing »	30
7- La théorie du signal : la structure du capital comme signal	31
8- La théorie du cycle de vie de l'entreprise : une relation entre l'endettement et le cycle de vie des entreprises	32
 SECTION 2 : Les déterminants traditionnels de la structure du capital	 34
1- La profitabilité (rentabilité).....	34

2-	Les garanties.....	35
3-	Le risque (la volatilité).....	36
4-	La taille.....	36
5-	Les opportunités de croissance.....	38
SECTION 3 : Etudes empiriques sur la structure du capital.....		39
1-	Etudes empirique sur les pays développés	39
1-1-	L'étude de S. Titman & R. Wessels (1988).....	39
1-2-	L'étude de Rajan et Zingales (1995).....	40
1-3-	L'étude de Booth et al. (2001).....	40
2-	Etudes empiriques algériennes	41
2-1-	L'étude de Y. LAYEB (2010/2011)	41
2-2-	L'étude de K. I. AMAOUCHE	41
2-3-	L'étude de Y. KORAÏCHI (2004/2005)	41
2-4-	L'étude de M. GUERRACHE (2014/2015).....	42
	Conclusion	43
CHAPITRE 3 : ETUDES EMPIRIQUE SUR LES DETERMINANTS DE LA STRUCTURE DU CAPITAL DES GRANDES ENTREPRISES EURL		44
INTRODUCTION.....		44
SECTION 1 : Construction et descriptif de la base de données.....		44
1-	Analyse descriptive des données.....	47
SECTION 2 : Le modèle économétrique et les tests d'hypothèses.....		54
1-	Choix des variables	54
1-1-	La variable à expliquer.....	54
1-2-	Les variables explicatives	55
1-2-1-	La taille (SIZE).....	55
1-2-2-	Le secteur d'activité (SEC)	56
1-2-3-	La rentabilité (VA).....	57
1-2-4-	Les garanties (GAR).....	57
1-2-5-	L'âge (AGE).....	58
2-	Spécification du modèle économétrique	58
2-1-	Les tests à appliquer pour le modèle.....	60

2-1-1- Test de significativité d'un coefficient (le test de Student).....	60
2-1-2- Test de significativité global (le test de Fisher)	61
SECTION 3 : Les résultats empiriques de l'étude.....	62
1- Présentation des résultats	62
1-1- Total dettes (TD _i)	62
1-2- Total dettes financières (TDF _i)	63
Conclusion	67

CONCLUSION GENERALE

BIBLIOGRAPHIE

ANNEXES

Liste des tableaux

Tableau 1: les coûts de défaillance.....	27
Tableau 2: représentation de la taille de l'échantillon selon la définition de la DGE.	46
Tableau 3: représentation de la taille de l'échantillon selon la définition de l'Union Européen.	47
Tableau 4: statistiques descriptives de l'année 2014.....	47
Tableau 5: statistiques descriptives selon les dettes financières	49
Tableau 6: la matrice de corrélation entre les variables	50
Tableau 7: résultats du test de T pour échantillon indépendant	51
Tableau 8: descriptif de la structure de financement des entreprises par secteur selon les dettes financières	52
Tableau 9: tableau d'ANOVA pour les secteurs d'activité	53
Tableau 10: résultats de la régression du modèle.....	62
Tableau 11: résultats de la régression par Tobit.....	63
Tableau 12: les résultats finaux de l'étude.....	65

Liste des figures

Figure 1: situation d'un compte client bénéficiaire d'une facilité de caisse	15
Figure 2: situation d'un compte client bénéficiaire d'un découvert bancaire	16
Figure 3: la situation d'un compte client bénéficiaire d'un crédit de compagne	17
Figure 4: représentation des entreprises par secteur d'activité	45

Liste des abréviations

BAII : Bénéfice Avant Intérêts et Impôts ;

DGE : Direction des Grandes Entreprises ;

EBIT : Earnings Before Interest and Taxes ;

EBITDA : Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation, and Amortization ;

EURL : Entreprise Unipersonnelle à Responsabilité Limitée ;

GAR : Garanties ;

MCO : Moindres Carrés Ordinaires ;

M&M : Modigliani et Miller ;

PME : Petite et Moyenne Entreprise ;

POT : Pecking-Order-Theory ;

RN : Résultat Net ;

TD : Total Dettes ;

TDF : Total Dettes Financières ;

TOT : Trade-Off-Theory ;

TPE : Très Petite Entreprise ;

VA : Valeur Ajoutée ;

Résumé

Nous étudions les déterminants de la structure du capital des entreprises privées à actionnaire unique. L'échantillon est composé de 37 grandes entreprises EURL observées durant l'année 2014. Pour expliquer le taux d'endettement total, l'estimation par la méthode MCO a permis de vérifier qu'aucune variable comptable n'est significative. Par contre, pour expliquer le taux d'endettement financier, l'estimation par le modèle Tobit montre que la rentabilité, la taille, la tangibilité des actifs et le secteur industriel, ont une influence significative. Ces résultats semblent confirmer les prédictions la théorie de l'ordre hiérarchique de financement (POT).

Mots clés : Structure du capital ; Entreprises EURL ; POT ; Taux d'endettement total ; Taux d'endettement financier.

Abstract

We investigate the determinants of capital structure of private companies that have a single shareholder. The sample is made up of 37 large EURL companies during 2014. To explain the total debt ratio, the OLS estimation method made it possible to verify that no particular accounting variable is significant. On the other hand, to explain the financial debt ratio, the estimation by Tobit model shows that profitability, size, tangibility and manufacturing sector have a significant influence. These results seem to confirm the predictions of Pecking Order Theory (POT).

Key words: Capital structure, EURL Company, POT, Debt ratio, Financial debt.

Introduction générale

Introduction générale

L'entreprise est une entité économique qui combine des facteurs de production pour produire des biens ou des services destinés à être vendus aux marchés. Pour exercer son activité, l'entreprise doit engager des dépenses (réaliser des investissements matériels, l'achat des matières et des fournitures nécessaires, la rémunération de la main d'œuvre,...) avant de percevoir des recettes. Ce n'est qu'à l'issue de la production et de la commercialisation, que des recettes seront encaissées après la réalisation des ventes des produits ou des services. Donc il y a un décalage dans le temps entre les décaissements et les encaissements concernant aussi bien l'investissement que l'exploitation. Ce décalage crée des besoins de financement que l'entreprise devra couvrir en se procurant des fonds selon différentes modalités. Cela pose pour les gestionnaires une question sur le choix des modes de financement concernant l'utilisation des ressources internes pour financer les activités de l'entreprise, ou bien d'utiliser des ressources financières externes. La diversité des ressources en termes de coût, de rentabilité, et de risque, constitue la base du problème de choix de la structure de financement au sein des entreprises. Cela a incité les auteurs dans le domaine de la finance d'entreprise à chercher la combinaison optimal qui permet à l'entreprise d'augmenter sa valeur.

Depuis des années, la problématique de la structure du capital pour les entreprises intéresse le monde de la finance et a notamment donné lieu à de nombreuses théories et études. Si cet intérêt reste encore aussi marqué aujourd'hui, c'est qu'il y a des questions qui resteraient sans réponses et que cette problématique reste primordiale, notamment à cause de son impact direct sur la valeur de l'entreprise. En effet, si le choix d'une structure du capital pour une entreprise détermine sa valeur, alors elle influence aussi sa capacité à financer d'éventuels projets et donc son développement futur. Une structure financière saine est indispensable afin d'assurer une stabilité et une bonne situation financière au sein d'une entreprise.

Le débat sur la structure du capital commence en 1958 lorsque *Modigliani et Miller* démontrent l'indépendance entre la structure du capital et la valeur de l'entreprise, sous l'hypothèse de la perfection du marché financier. Cette hypothèse est trop restrictive et irréaliste puisque nous interagissons dans un monde où l'asymétrie d'information et les coûts d'agence sont omniprésents. En 1963, *Modigliani et Miller* prennent en considération la

fiscalité corporative, donc une autre conclusion est apparue c'est que la valeur de l'entreprise est une fonction croissante avec son niveau d'endettement, et un endettement maximal est donc préconisé. Ultérieurement, à l'apparition de nouvelles théories telles que la théorie du financement hiérarchique, la théorie de l'agence, la théorie du signal, qui ont montré que l'augmentation du niveau d'endettement permet aussi une augmentation de la probabilité de détresse financière et des coûts d'agence, donc la solution optimale est obtenue lorsque l'effet bénéfique marginal de la dette (l'économie d'impôt) égale à son coût marginal (coûts de faillite et coûts d'agence).

Par la suite, diverses études empiriques portant sur la structure du capital des entreprises mettraient en relief l'importance des caractéristiques des entreprises dans la détermination de leur structure financière. Ainsi, les études de *Titman & Wessels* (1988), de *Harris et Raviv* (1991), de *Rajan et Zingales* (1995), *Booth et al.* (2001) montrent l'importance plusieurs facteurs tels que la taille, la rentabilité (profitabilité), les garanties, pour déterminer une structure financière saine.

Les études réalisées sur la structure du capital sont basées sur des échantillons d'entreprises de différentes formes juridiques, de différentes tailles, de différents secteurs d'activité. Nous nous intéressons particulièrement dans ce mémoire au financement des entreprises à actionnaire unique. L'échantillon étudié est composé de grandes entreprises algériennes de la forme juridique EURL (Entreprise Unipersonnelle à Responsabilité Limitée). Dans ce cas, le gérant est l'associé unique. Il est vraisemblablement l'unique propriétaire-dirigeant. Cela neutraliserait le problème de conflit d'intérêt entre actionnaires et dirigeants.

1/ La problématique

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

- **Quelle sont les déterminants de de la structure du capital des Entreprises Unipersonnelles à Responsabilité Limitée (EURL) en Algérie ?**

La question principale peut être divisée en un ensemble de sous-questions, ceci comme suite :

- ✓ Quelles sont les différentes sources de financement des entreprises ?
- ✓ Quelles sont les théories qui expliquent la structure du capital des entreprises ?
- ✓ Quelles sont les variables qui expliquent le comportement financier des entreprises EURL algériennes ?

- ✓ Quelle est la théorie explicative du comportement financier des entreprises EURL algériennes ?

2/ Les hypothèses

Pour répondre à la question principale, un ensemble d'hypothèses peuvent être formulées comme suit:

- H₁** : Il existe une relation positive entre la taille et l'endettement des entreprises ;
- H₂** : Il existe une relation positive entre le secteur d'activité et le niveau d'endettement des entreprises ;
- H₃** : Il existe une relation négative entre la rentabilité et le niveau d'endettement des entreprises ;
- H₄** : Il existe une relation positive entre les garanties et le niveau d'endettement des entreprises ;
- H₅** : Il existe une relation positive entre l'âge et le niveau d'endettement des entreprises.

3/ Justification du choix du thème

Le choix de ce sujet a plusieurs raisons objectives et personnelles, les raisons personnelles sont résumées ci-dessous :

- ✓ Cette recherche porte sur les intérêts du chercheur ;
- ✓ Adéquation du thème avec la spécialité du chercheur ;

Concernant les raisons objectives, elles peuvent se résumer comme suit :

- ✓ Une tentative de savoir s'il existe une adéquation des théories explicatives de la structure du capital appliquées au pays développés avec la réalité des entreprises EURL privées algériennes.
- ✓ Le manque des recherches sur ce sujet, notamment les recherches sur le comportement financier des entreprises un seul associé.

4/ Organisation du travail

En se basant sur un échantillon de 37 entreprises à partir d'une liste issue de la Direction des Grandes Entreprises du service des impôts, en utilisant un modèle de régression multiple pour expliquer le ratio d'endettement total et le ratio d'endettement financier. Ce travail est composé de deux parties : partie théorique et partie empirique. Dans la partie théorique, on va définir les PME selon les pays développés et selon les pays en développement notamment l'Algérie (car la plupart des grandes entreprises algériennes sont considérées comme des PME par rapport aux pays développés), de voir les principales sources de financement des entreprises, ainsi de voir quelques principes sur le propriétaire-dirigeant. Aussi de présenter les principales théories qui expliquent la structure du capital des entreprises et ses déterminants, ainsi des études de cas étrangères et algériennes.

La partie empirique consiste à étudier l'impact de différentes variables sur la structure du capital des grandes entreprises EURL algériennes, les états financiers sont extraits de la base de données du Centre National du Registre du Commerce (CNRC).

CHAPITRE 1 :

Les petites et moyennes entreprises en Algérie et leur financement

CHAPITRE 1 : Les petites et moyennes entreprises en Algérie et leur financement

CHAPITRE 1 : Les petites et moyennes entreprises en Algérie et leur financement

Introduction

La PME constitue une composante primordiale dans l'économie de tous les pays. La flexibilité de sa structure, sa réactivité et sa capacité à s'adapter aux pressions multiples de l'environnement notamment économique, son aptitude à s'assurer une intégration économique et un développement local des régions, montrent que sa place dans l'économie gagne en importance et mettent à l'abri de toute négligence, son rôle dans le processus de développement économique et social.

Les définitions des PME diffèrent d'un pays à un autre en fonction des objectifs que visent à réaliser chaque pays sur le plan démographique, économique, financier, ...etc.

La plus part des grandes entreprises algériennes sont considérées comme des PME si on applique la définition étrangères sur eux.

A cet effet, quel que soit sa taille, l'entreprise au moment opportun doit disposer des ressources financière pour combler son déficit de trésorerie engendré par le décalage de règlement des flux financiers.

Pour cela, l'objectif de présent chapitre est d'essayer dans la première section de donner une définition de la PME selon les pays développés et selon les pays en voie de développement, ainsi précisément selon le contexte algérien, aussi de voir les contraintes de développement des PME en Algérie, plus particulièrement le rôle du secteur informel qui permet de freiner la contribution efficace des PME dans le secteur formel.

Nous tentons dans la deuxième section de clarifier la notion de financement des PME, par définir les besoins de financement liés à l'activité des entreprises, ainsi les principales sources et types de financement possibles que les entreprises utilisent pour faire face à leurs engagements.

Ainsi, on s'intéresse dans notre étude sur un échantillon des entreprises qui ont un statut juridique EURL (Entreprise Unipersonnelle à Responsabilité Limitée), donc il faut parler sur

CHAPITRE 1 : Les petites et moyennes entreprises en Algérie et leur financement

la notion du propriétaire-dirigeant ou bien le gérant associé unique (*the owner manager*), et cela va être cité dans la section 3.

SECTION 1 : La petite et la moyenne entreprise (PME)

Il n'existe pas une définition précise des PME. Dans cette section on va essayer de donner des définitions de la PME selon plusieurs pays, que ce soit des pays développés ou des pays en voie de développement, et plus précisément l'Algérie.

Aussi, cette section tente d'expliquer les contraintes de développement des PME en Algérie en se basant sur le rôle du secteur informel dans l'économie du pays, ainsi les contraintes financières.

1- Définition des PME

La définition des PME pose un problème épineux, elle a fait l'objet de plusieurs écrits et controverses, ainsi que plusieurs révisions, mais toutes les tentatives d'une définition universelle ont été abandonnées au profit des définitions élaborées en fonction des conditions propres à chaque pays.

1-1- Définition des PME selon les pays développés

Les petites et moyennes entreprises (PME) sont considérées comme le moyen le plus efficace pour une relance économique afin de créer plus de richesses et d'emplois. Dans les pays développés, les PME créent environ 70% du produit intérieur brut (PIB) et emploient environ 80% de l'effectif. Cela montre son importance et son rôle indispensable dans le développement économique et social du pays.

Parmi les définitions rencontrées, nous citons la suivantes : « *les petites et moyennes entreprises sont celles dans lesquelles les chefs d'entreprises assument personnellement et directement les responsabilités financières, techniques, et sociales de l'entreprise, quel que soit la forme juridique de celles-ci* »¹. Aussi : « *la petite et moyenne entreprise est, avant tout, une entreprise juridiquement sinon financièrement indépendante opérant dans les secteurs primaires manufacturiers ou des services et dont les responsabilités incombent le plus*

¹ Alain BORDERIE, « **Financer les PME autrement** », Maxima, Paris, 1998, P 18.

CHAPITRE 1 : Les petites et moyennes entreprises en Algérie et leur financement

souvent à une personne sinon à deux ou trois personnes, en général seuls propriétaires du capital »¹.

La définition de la PME varie dans l'espace et dans le temps. Chaque pays a sa propre définition selon ses exigences et sa politique. Les critères de définition portent sur des paramètres quantitatifs et des paramètres qualitatifs. Les critères quantitatifs portent essentiellement sur le chiffre d'affaires, le nombre de salariés (l'effectif) et le total du bilan. Les critères qualitatifs sont aussi indispensables pour définir la PME à savoir le style de direction, l'organisation de gestion...etc.

1-1-1- Définition de la PME selon l'Union Européen

L'Union Européen a adopté la recommandation 2003/361/CE fixant la définition des entreprises en fonction de leurs tailles et de la nature des relations qu'elles entretiennent avec d'autres entreprises. Les définitions sont entrées en vigueur le 1^{er} janvier 2005, en remplaçant de celles la recommandation 96/280/CE. Ces définitions utilisent les concepts d'entreprises autonomes, d'entreprises partenaires et d'entreprises liées, afin de séparer les PME faisant partie d'un groupe de PME autonomes :

- ✓ La catégorie des petites et moyennes entreprises (PME) est constituée d'entreprises qui occupent moins de 250 personnes et dont le chiffre d'affaires annuel n'excède pas 50 millions d'euros ou dont le total bilan annuel n'excède pas 43 millions d'euros.
- ✓ Une petite entreprise est définie comme une entreprise qui occupe moins de 50 personnes et dont le chiffre d'affaires annuel ou le total bilan n'excède pas 10 millions d'euros.
- ✓ Une micro entreprise est définie comme une entreprise qui occupe moins de 10 personnes et dont le chiffre d'affaires annuel ou le total bilan n'excède pas 2 millions d'euros².

¹ Pierre-André JULIEN et Michel MARCHESNAY, « **La petite entreprise** », Vuibert, Paris, 1987, P56.

² <https://www.astalia.fr/2011/04/12/definition-europeenne-de-la-pme>. Consulté le 27/04/2018.

CHAPITRE 1 : Les petites et moyennes entreprises en Algérie et leur financement

1-1-2- Définition de la PME selon les Etats-Unis

Aux Etats-Unis, Small Business Administration définit les PME comme des entreprises indépendantes comptant moins de 500 employés.

Les Etats-Unis ont choisi d'établir des normes relatives à la taille pour chaque catégorie du système de classification des industries de l'Amérique de Nord¹.

1-2- Définition de la PME selon certains pays en voie de développement

Les critères retenus par les pays en voie de développement pour définir les PME sont aussi nombreux :

1-2-1- Définition de la PME selon la Tunisie

Il n'existe pas une définition unique de la PME en Tunisie. Les critères retenus selon les textes législatifs et réglementaires instituant des dispositifs d'aide à la direction des PME.

Nous pouvons alors retenir quelques définitions dont chacune se réfère à un aspect :

- ✓ Le décret 94-814 relatif aux critères pour le financement par le Fonds National de Promotion de l'Artisanat et des Petites Métiers (FONAPRAM), définit les petites entreprises comme celles ayant un coût d'investissement total qui n'excède pas 50 mille dinars tunisiens.
- ✓ Le décret 94-484 relatif à la promotion des PME par le Fonds de Promotion et de Décentralisation Industrielle (FOPRODI), définit les petites et moyennes entreprises du secteur industriel et du secteur tertiaire comme celles des entreprises ayant un investissement total de moins de 3 millions de dinars tunisiens.

1-2-2- Définition de la PME au Maroc

Il n'est pas facile de définir la PME qui se rapporte à la fois à une notion économique, de structure, et d'organisation.

¹ R. WITTERWULGE. (1998), LA PME une entreprise humaine, De Boeck université, Bruxelles, p.16.

CHAPITRE 1 : Les petites et moyennes entreprises en Algérie et leur financement

Selon le plan économique, la petite entreprise marocaine se caractérise par son incapacité à exercer une influence significative sur son marché. Selon le plan de structure, elle est marquée par la prépondérance de la personnalité de l'entrepreneur propriétaire gérant¹.

Au Maroc, il n'existe pas une définition légale de la PME mais plusieurs définitions. Au 1983, le code des investissements industriels limitait l'octroi des avantages fiscaux seul aux PMI (Petites et Moyennes Industries), la définit comme « toute entreprise dont le programme d'investissement comporte des équipements de production pour une valeur minimale de 100.000 DH et pour une valeur maximale de 5 millions de DH, et dont le coût d'investissement par emploi stable est inférieur à 70.000 DH »². Il faut souligner que cette définition ne tient pas compte du nombre des emplois créés puisqu'elle insiste sur le coût par emploi.

La définition de la loi 53-00 formant « charte de la PME » du 23 juillet 2002, les PME au Maroc doivent répondre aux deux conditions suivantes :

- Le nombre des employés est inférieur à 200 personnes.
- Le chiffre d'affaires hors taxes est inférieur à 75 millions de DH ou bien le total bilan est inférieur à 50 millions de DH au cours des deux derniers exercices.

1-2-3- Définition de la PME en Algérie

Selon le contexte algérien, le chapitre 2 de la loi n° 17-01 du 11 Rabie Ethani 1438 correspondant au 10 janvier 2017, qui définit la petite et la moyenne entreprise comme suite :

- « La moyenne entreprise est définie comme une entreprise employant de cinquante (50) à deux cent cinquante (250) personnes et dont le chiffre d'affaires annuel est compris entre quatre cents (400) millions de dinars algériens et quatre (4) milliards de dinars algériens ou dont le total du bilan annuel est compris entre deux cents (200) millions de dinars algériens et un (1) milliard de dinars algériens »³.
- « La petite entreprise est définie comme une entreprise employant de dix (10) à quarante-neuf (49) personnes et dont le chiffre d'affaire annuel n'excède pas quatre

¹ A. BOUKHROUF : « Financement des PME au Maroc moyens et enjeux », Mémoire en sciences économiques et de gestion, université de MOHEMED 1 ER OUJDA, Maroc, 2006-2007.

² Idem.

³ La loi n° 17-01 du 11 Rabie Ethani correspondant au 10 janvier 2017, l'article 8, p5.

CHAPITRE 1 : Les petites et moyennes entreprises en Algérie et leur financement

cents (400) millions de dinars algériens, ou dont le total du bilan annuel n'excède pas deux cents (200) millions de dinars algériens »¹.

- « La très petite entreprise (TPE) est définie comme une entreprise employant de un (1) à neuf (9) personnes et réalisant un chiffre d'affaires annuel inférieur à quarante (40) millions de dinars algérien, ou dont le total du bilan annuel n'excède pas vingt (20) millions de dinars algériens »².

2- Les caractéristiques des PME algériennes

Les PME jouent un rôle particulièrement important dans les économies en voie de développement. On peut résumer les caractéristiques des PME des pays en développement dans les points suivants :

- « La dominance des entreprises publiques dites nationales dans les secteurs stratégiques et la prédominance du secteur public dans la promotion des exportations et des investissements.
- Le manque d'informations économiques et des données statistiques pertinentes, actualisées sur les PME et les institutions de soutien.
- Concentration de la décision dans la petite entreprise, c'est-à-dire une personnalisation de la gestion, les décisions sont généralement prises par une seule personne qui est responsable du contrôle et du développement de l'entreprise, c'est le patron : « la petite entreprise est justement celle dans laquelle la direction, sinon le dirigeant assume la responsabilité technique et financière ; c'est-à-dire le contrôle et le développement de celle-ci.
- Une capacité de financement réduite, généralement le financement est de type familial et de voisins.
- Un nombre élevé des TPE (Très Petites Entreprises) dans le tissu des PME et le poids important du secteur informel dans l'activité économique »³.

¹ Idem, l'article 9.

² Ibid. l'article 10.

³ Pierre-André JULIEN et Michel MARCHESNAY, « **La petite entreprise** », Vuibert, Paris, 1987, P57.

CHAPITRE 1 : Les petites et moyennes entreprises en Algérie et leur financement

Considérées comme un acteur majeur des performances économiques du pays, les PME algériennes ont des caractéristiques qui varient d'un secteur d'activité à un autre, selon la dimension de l'entreprise et la région de son implantation. Elles se caractérisent par :

- Une structure financière souvent fragile et la prédominance du capital amical (familial).
- Une concentration relative dans les secteurs de la production des biens de consommation et des services.
- Compétence et qualification professionnelles des dirigeants des PME sont souvent non justifiées (faible capacité managériale).
- Manque d'informations fiables, pertinentes et actualisées.

3- Les contraintes de développement des PME en Algérie

Une étude réalisée par la Banque Mondiale (2003) fait apparaître plusieurs obstacles rencontrés par les dirigeants des PME¹, parmi ces obstacles on s'intéresse beaucoup plus sur les activités informelles et les contraintes financières.

3-1- Les contraintes découlant des activités informelles

Selon les principaux tenants de cette approche (*Benissad*, 1984 ; *Henni*, 1991, 1994), l'économie parallèle représente la forme dominante de l'économie informelle en Algérie durant la phase de la planification centralisée de l'économie algérienne. Le secteur informel est un secteur non structuré, que l'on désigne aussi sous les appellations de *l'économie souterraine* ou *d'économie parallèle*, qui renvoient à cette sphère de l'économie où les unités de production exercent hors des circuits économiques et financières formels. Cette économie parallèle renvoie à l'existence d'un double marché, un marché administré et un marché parallèle, et par conséquent un double système de prix, des prix administrés et des prix parallèle ou libres (*Henni*, 1991). L'économie parallèle recouvre un marché parallèle des biens et services, un marché parallèle de la monnaie, et un marché parallèle des facteurs de production.

¹ Voir le recueil du ministère de la PME : « **Actes des assises nationales de la PME** », Janvier 2004, Alger, p43.

CHAPITRE 1 : Les petites et moyennes entreprises en Algérie et leur financement

Malgré l'absence d'une estimation fiable sur la dimension et le poids de l'économie informelle en Algérie, l'Office National des Statistiques (ONS) a déclaré, d'après une enquête réalisée en 2007 que 2/3 des micro-entrepreneurs se déclinent en « informels » dans l'ensemble de l'activité économique. Un chiffre qui confirme l'absence d'une frontière délimitée qui désigne le formel de l'informel où l'activité spéculative dépasse fortement toute activité productrice.

De nos jours, l'environnement socioéconomique de la PME algérienne reste prédominé par le secteur informel. Ces manifestations sont diverses et concernent plusieurs domaines, à savoir :

- La non déclaration des ressources humaines, financières et même techniques et/ou technologiques.
- La fraude fiscale.
- La concurrence déloyale des importateurs qui réussissent à contourner les barrières tarifaires.

De ce constat, une question importante s'impose et de lui apporter une réponse sera très essentielle : Quels sont les raisons qui poussent ces opérateurs à exercer dans l'informel, alors que le pays semble vouloir se lancer dans une économie libre, où il y a de la place pour tous les acteurs économiques ?

L'une des principales raisons qui pousse les micro-entrepreneurs algériens à s'installer dans le secteur informel est la complexité des démarches administratives pour la création de ses affaires. Malgré les efforts fournis pour faciliter la création des entreprises ces dernières années, le parcours de l'entrepreneur quant à lui est loin d'être simplifié : les questions administratives, financières et fiscales restent toujours appréhendées par les chefs d'entreprises. Une situation qui persiste encore une fois l'unité créée, pour la condamner à rester de très petite dimension. Et le nouveau défi consiste à assurer sa survie et son fonctionnement dans un environnement économique et social rongé par la corruption¹.

La seconde raison de cette fuite vers le marché « noir » est due à l'importance des prélèvements obligatoires exagérés que supportent les entreprises déclarées, des impôts, taxes

¹ K. SI LEKHAL, Y. KORICHI, A. GABOUSSA, « Les PME en Algérie : Etat des lieux, contraintes et perspectives », 2013, p 40.

CHAPITRE 1 : Les petites et moyennes entreprises en Algérie et leur financement

et cotisations qui peuvent dépasser les 50% du chiffre d'affaires, dans le cas d'une déclaration de bénéfices. Les politiques économiques des Etats doivent mettre en place des mécanismes de protection de l'économie formelle et engager des mesures initiatives et judicieuses dont l'objectif est d'intégrer cette activité occulte dans le domaine du réel et de l'officiel¹.

3-2- Les contraintes financières

Les PME, même en économies puissante estiment que l'accès au financement, notamment de long et de moyen terme, est l'un des principaux obstacles qui sert à bloquer leur développement et leur investissement. L'accès aux sources de financement est particulièrement difficile pour les PME qui ne disposent pas de garanties suffisantes, n'ont pas de références établies, ni d'historique de crédit. Le rapport des actes des assises nationales de la PME du ministère de PME et de l'artisanat (Janvier 2014) a synthétisé les difficultés financières rencontrées par les PME algériennes comme suite :

- « L'appui des banques est inadéquat aux besoins de financement des PME, les procédures d'octroi de crédit sont lourdes et non adaptées aux nouvelles données économiques (les banques n'ayant pas encore achevé leurs transformations aux nouvelles exigences du marché libre).
- Le coût du crédit est élevé, les garanties exigées par les banquiers sont excessives et les délais de traitement des demandes de crédit et des opérations sont trop longs.
- L'inefficacité de la réglementation des changes, elle est inadaptée aux échanges de services.
- L'absence de la notion de la prise de risque partagée chez les institutions de financement.
- Un système de fiscalité ordinaire lourd, qui n'a pas une vision stratégique de développement, ni une parafiscalité qui encourage l'emploi »².

Une réalité qui pousse les dirigeants des PME à recourir souvent par nécessité aux ressources de financement familiales (autofinancement) et à celles des réseaux de financement informel, pour survivre.

¹ Idem.

² Op.cit. p 41.

CHAPITRE 1 : Les petites et moyennes entreprises en Algérie et leur financement

SECTION 2 : Le financement des entreprises

Le financement des PME a toujours été le centre des préoccupations pour les différents responsables d'entreprises. Il est d'ailleurs habituel qu'il fasse l'objet d'un volet spécifique dans les politiques économiques des pays développés, comme les pays en développement.

1- Les besoins de financement

Dans une entreprise, on trouve principalement les besoins de financement liés à l'investissement et les besoins de financement liés à l'exploitation.

1-1- Les besoins de financement liés à l'investissement

Lors de sa création, l'entreprise doit y avoir un ensemble de biens destinés à rester longtemps. Tout au long de son existence, l'entreprise doit réaliser des investissements de nature variée afin d'assurer sa survie par le renouvellement et l'adaptation de ses matériels, et son développement par l'accroissement de ses installations.

«On appelle investissement, l'engagement d'un capital dans une opération de laquelle on attend des gains futurs, étalés dans le temps »¹, c'est le moteur de l'accroissement et le développement de l'entreprise.

L'investissement est considéré comme la transformation des ressources financières en biens corporels ou incorporels, autrement dit, c'est un sacrifice de ressources financières aujourd'hui dans l'espoir d'obtenir dans le futur des recettes supérieures aux dépenses occasionnées par la réalisation de cet investissement².

1-2- Les besoins liés à l'exploitation

Quel que soit la structure financière de l'entreprise ou quel que soit son efficacité, peut se trouver confrontée à un problème de trésorerie de façon conjoncturelle ou structurelle. Ce problème peut survenir car, à court terme, l'entreprise cherche de manière permanente à assurer le financement de son actif circulant (stocks, créances, ...etc.).

¹ Mourgues. N, « **Le choix des investissements dans l'entreprise** », Edition Economica, 1994, P19.

² Bancel. F, « **Les choix d'investissement, méthodes traditionnelles** », Edition Economica, 1995, P35

CHAPITRE 1 : Les petites et moyennes entreprises en Algérie et leur financement

A cet égard, l'entreprise fait appel à des crédits permettant l'équilibrage financier dans un court délai.

2- Les sources de financement des PME

Pour faire face à ses besoins, l'entreprise a plusieurs dispositions. Tout d'abord, elle fait appel à ses propres ressources générées par le cycle d'exploitation, c'est-à-dire l'autofinancement. Mais lorsqu'elle n'arrive pas à satisfaire ses besoins en capitaux par l'autofinancement, elle fait appel à des ressources externes, qui se composent du marché financier qui finance les investissements par l'intermédiaire d'augmentation du capital ou par l'emprunt obligataire, et les établissements bancaires par l'intermédiaire des crédits à court terme, à moyen terme et à long terme.

2-1- Le financement interne

Le financement interne consiste pour l'entreprise à utiliser ses propres sources pour financer son activité (fonds propres). On trouve :

2-1-1- Le capital social

Il correspond à la somme que les associés ont décidé de consacrer de façon définitive à la constitution de leur société. Il s'agit donc de fonds qui sont destinés à rester de manière durable dans l'entreprise, et non à être remboursés à ceux qui les ont apportés. Ceux-ci ne pourront récupérer leur mise initiale qu'au jour de la liquidation de la société, si un boni peut être dégagé, ou par le biais d'une vente des titres, parts sociales ou actions, qu'ils ont reçus en échange de leurs apports. Le capital social peut être souscrit sans être totalement libéré.

2-1-2- L'autofinancement

L'autofinancement est un moyen de financement de l'entreprise par ses propres moyens, c'est la ressource qui provient de l'activité de l'entreprise et conservée par elle, il permet d'assurer la croissance de l'entreprise sans recours à un intermédiaire extérieur et sans entraîner des charges financières. C'est « *le surplus monétaire dégagé par l'activité pendant un exercice et*

CHAPITRE 1 : Les petites et moyennes entreprises en Algérie et leur financement

mis à la disposition de l'entreprise pour financer sa croissance »¹, et aussi « c'est la source de financement la plus directement accessible puisqu'il est généré par l'activité de l'entreprise »². Il a pour avantage d'assurer à l'entreprise son indépendance. C'est la forme préférée de financement des entreprises, en effet, c'est la plus facile à mettre en œuvre car il n'y a pas à obtenir l'accord des personnes extérieures à l'entreprise et qu'elle n'entraîne pas de frais.

« L'autofinancement égale à la différence entre la capacité d'autofinancement et les dividendes prélevés sur le résultat de l'exercice »³. C'est-à-dire :

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

La capacité d'autofinancement (CAF) d'une entreprise, appelée aussi cash-flow, représente l'ensemble des ressources dégagées par une entreprise au cours d'un exercice du fait de ses opérations de gestion. Dans ce sens, elle donne à l'entreprise une marge de manœuvre financière lui permettant de faire face à ses besoins de financement.

2-1-3- L'augmentation de capital

Elle permet de financer le développement de l'entreprise (investissements nouveaux) ou en cas de perte, rétablir une situation financière saine (émission de titres, introduction en bourse), capital risque (organisme financier). Si elle veut financer sa politique d'investissement, l'entreprise peut accroître son capital en augmentant le nombre de parts sociales. Cette méthode peut prendre différentes formes selon les modalités choisies :

¹ A.M.KEISER, « **Gestion financière** », édition ESKA, 1996, P383.

² L. HONORE, « **Gestion financière** », Nathan, Paris, 2000, p84.

³ Michel ALBOUY, « **Financement et coût de financement des entreprises** », Eyrolles, Paris, 1991, p95.

CHAPITRE 1 : Les petites et moyennes entreprises en Algérie et leur financement

2-1-3-1- Augmentation de capital par incorporation des réserves

Dans ce cas, l'entreprise émet de nouvelles actions sous forme d'une augmentation de capital par incorporation des réserves. Cela présente l'avantage de ne pas faire appel à des nouveaux actionnaires et donc de ne pas modifier la répartition du capital entre les actionnaires, c'est le cas notamment des entreprises familiales qui veulent garder le contrôle de leur entreprise.

2-1-3-2- Augmentation de capital par apport en nature

Il arrive qu'une entreprise augmente son capital non pas pour disposer de nouvelles ressources financières, mais en contrepartie de l'apport par un partenaire extérieur des biens réels, que ce soit des immobilisations corporelles ou incorporelles. Dans ce cas, l'augmentation de capital n'est que la contrepartie d'un apport en nature. Cela permet de ne pas faire appel à des nouveaux actionnaires pour obtenir des fonds nécessaires au rachat d'un nouveau matériel, ainsi de réduire l'endettement.

2-1-4- Les cessions d'éléments d'actifs

Elles peuvent résulter d'un renouvellement normal des immobilisations, de la nécessité d'utiliser ce procédé pour obtenir des capitaux, ou de la mise en œuvre d'une stratégie de recentrage (cessions des participations ou filiales marginales par rapport aux métiers dominant qu'elle exerce). Cette source de financement est occasionnelle, elle se produit lorsque l'entreprise renouvelle ses immobilisations par la revente d'anciens matériels.

2-1-5- Le capital-investissement

Le capital-investissement est une activité financière qui permet à un ou plusieurs investisseurs d'entrer au capital d'une société, pour répondre ou besoin en capitaux propres d'une entreprise. Il se décline notamment sous la forme du capital-risque pour financer le démarrage de nouvelles entreprises, et du capital-développement pour en financer la croissance¹.

¹ Louis GORDON, « L'entreprise et le capital-investissement, plus qu'un partenariat : un engagement ! », 2013, p8.

CHAPITRE 1 : Les petites et moyennes entreprises en Algérie et leur financement

2-2- Le financement externe

Les fonds propres sont le plus souvent, insuffisants pour financer la totalité des investissements. L'entreprise doit donc recourir à des sources de financement externe.

2-2-1- Le crédit-bail

Le crédit-bail ou bien le leasing est différent de l'emprunt, bien qu'il serve en principe à financer le même type de biens. En effet, lorsqu'elle finance un investissement par le biais d'un emprunt, l'entreprise devient prioritaire du bien dès le premier jour. En contrepartie, elle devient débitrice de la banque. Dans le cadre d'un crédit-bail, pendant toute la durée du contrat, l'entreprise n'est pas prioritaire du bien. Il s'agit d'une simple location assortie d'une promesse de vente à l'issue de la période de location. L'organisme financier possède donc le bien, le loue à l'entreprise et s'engage à le lui vendre après une certaine période selon des conditions prédéfinies.

2-2-2- L'emprunt obligataire (financement direct)

L'emprunt obligataire est une forme de financement à l'attention d'un Etat, d'une banque, d'une entreprise ou d'une organisation gouvernementale. L'emprunteur émet des obligations que des investisseurs externes les achètent. Un intérêt est versé périodiquement, tandis que le capital sera remboursé à une date prévue. Le recours à l'emprunt obligataire permet de se financer en dehors du circuit bancaire classique. Il est notamment utilisé lorsque les conditions exigées par les banques sont difficiles à satisfaire. Un emprunt obligataire peut offrir une rémunération à taux fixe ou à taux variable.

Étant donné que le capital ne sera remboursé qu'en fin du prêt, le taux d'intérêt s'applique sur la totalité de l'emprunt.

2-2-3- Les crédits de trésorerie

Les crédits de trésorerie présentent l'avantage de ne pas immobiliser en permanence des fonds utilisés pendant les périodes de court terme. Ils sont destinés à faire face aux difficultés temporaires de trésorerie. Parmi ces crédits, nous citons :

CHAPITRE 1 : Les petites et moyennes entreprises en Algérie et leur financement

2-2-3-1- La facilité de caisse

La facilité de caisse désigne le fait pour une banque d'accorder à son client la possibilité d'avoir un compte bancaire débiteur pendant un court laps de temps, afin que ce dernier puisse faire face à des difficultés temporaires de trésorerie. Grâce aux facilités de caisse, le client de l'établissement bancaire pourra gérer ses dépenses immédiates ainsi que ses encaissements différés.

Le graphe ci-dessous indique que le compte peut fonctionner en position débitrice à concurrence d'un plafond déterminé, et cela au moment où les décalages de trésorerie sont importants. Ce compte ne tarde pas à fonctionner en position créditrice grâce aux recettes réalisées.

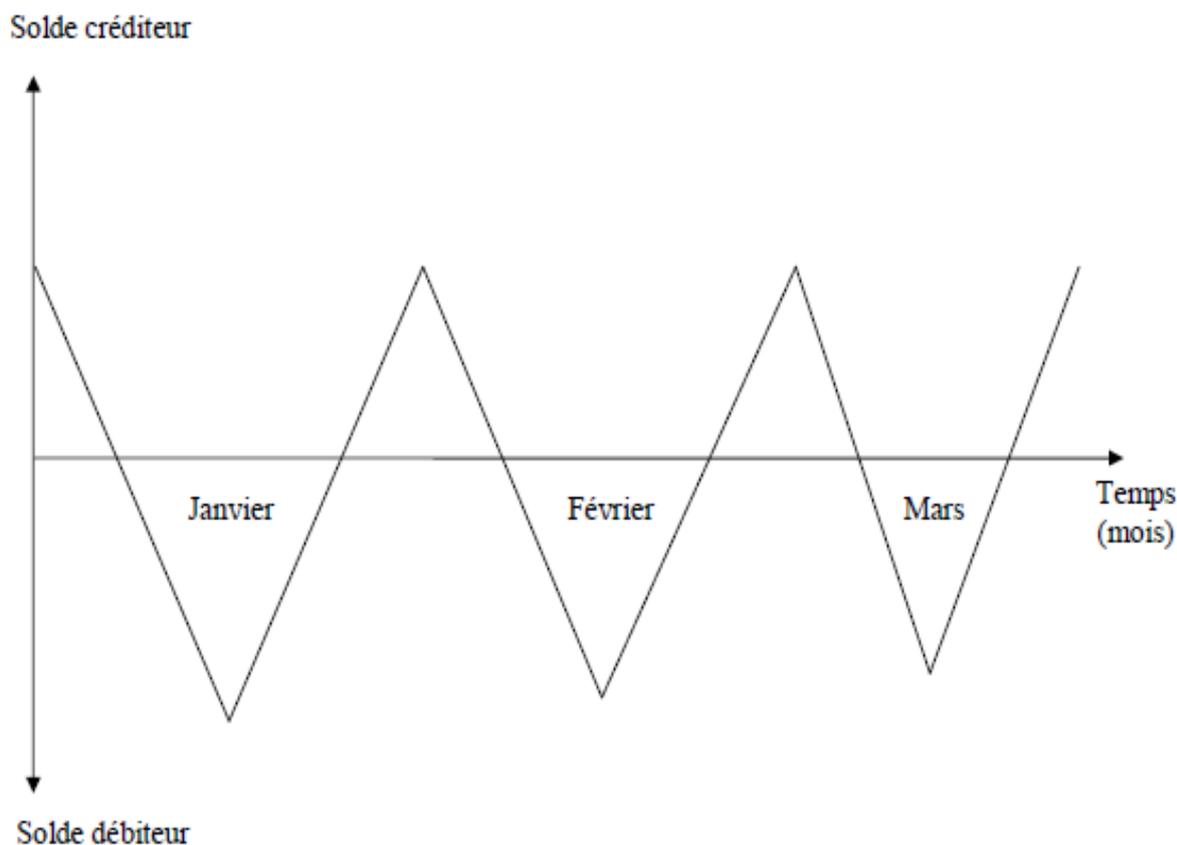


Figure 1: situation d'un compte client bénéficiaire d'une facilité de caisse¹

¹ Document du CPA, « Les crédits d'exploitation », p8.

CHAPITRE 1 : Les petites et moyennes entreprises en Algérie et leur financement

2-2-3-2- Le découvert bancaire

Le découvert est un concours bancaire destiné à financer un besoin de trésorerie né d'une insuffisance de fond de roulement. Le découvert autorise l'entreprise à présenter un compte débiteur, mais pour une durée plus longue et plus continue que la facilité de caisse¹.

En pratique, une entreprise qui bénéficie d'un découvert est autorisée à prélever sur son compte des sommes au-delà des valeurs qu'elle y a déposées selon les limites d'un plafond.

Le graphe ci-dessous montre que le compte est autorisé de fonctionner en position débitrice pour une durée de quelques mois pouvant aller jusqu'à une année.

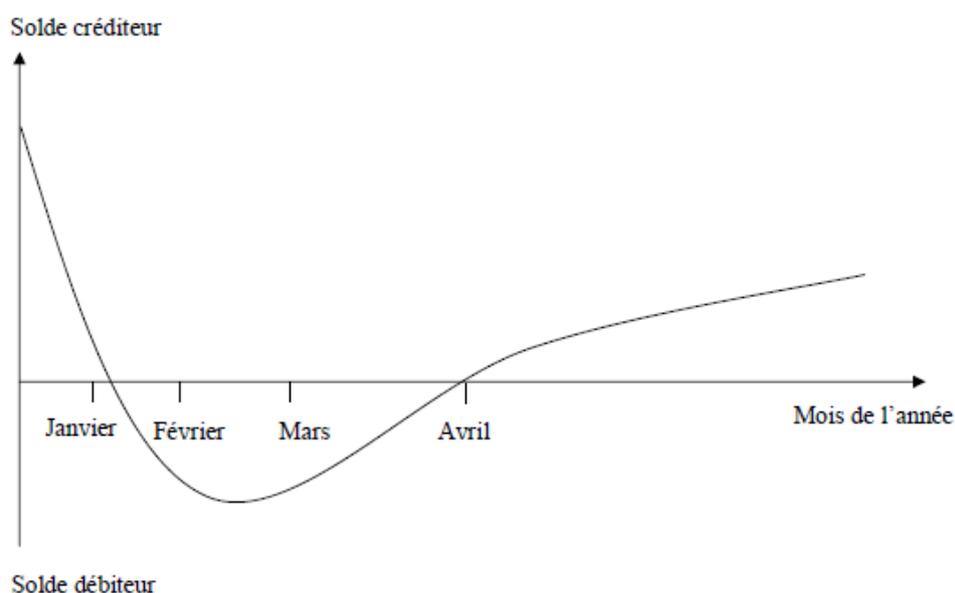


Figure 2: situation d'un compte client bénéficiaire d'un découvert bancaire²

2-2-3-3- Le crédit de relais

C'est un crédit que l'entreprise peut solliciter de sa banque. Il est considéré comme une facilité de caisse d'une durée plus longue, lié à une opération hors exploitation. Ce crédit sert de relais en attente de rentrée de fonds assez importante qui peuvent provenir soit d'une

¹ J.P.LATREYTE, «*Finance d'entreprise*», édition economica, Paris 1999, P357.

² Idem, p9.

CHAPITRE 1 : Les petites et moyennes entreprises en Algérie et leur financement

augmentation de capital, soit d'une cession d'actifs...etc. Il sert de relais à une opération financière bien précise dont les modalités ne sont pas terminées¹.

2-2-3-4- Le crédit de compagne (saisonnier)

Le crédit de compagne est un concours bancaire destiné à financer un besoin de trésorerie né d'une activité saisonnière. La raison principale du besoin de ce type de crédit est l'existence d'un cycle saisonnier. Il est utile pour les entreprises qui, dans leurs activités, sont soumises à une distorsion entre leur production et leur consommation. Autrement dit, l'entreprise sollicitant un crédit de compagne se trouve dans l'un des cas suivants :

Soit elle supporte de très importants décaissements à l'entrée de du cycle puis réaliser des ventes échelonnées dans le temps, soit elle décaisse très progressivement puis elle vend d'un coup sur le marché ses produits en fermant le cycle.

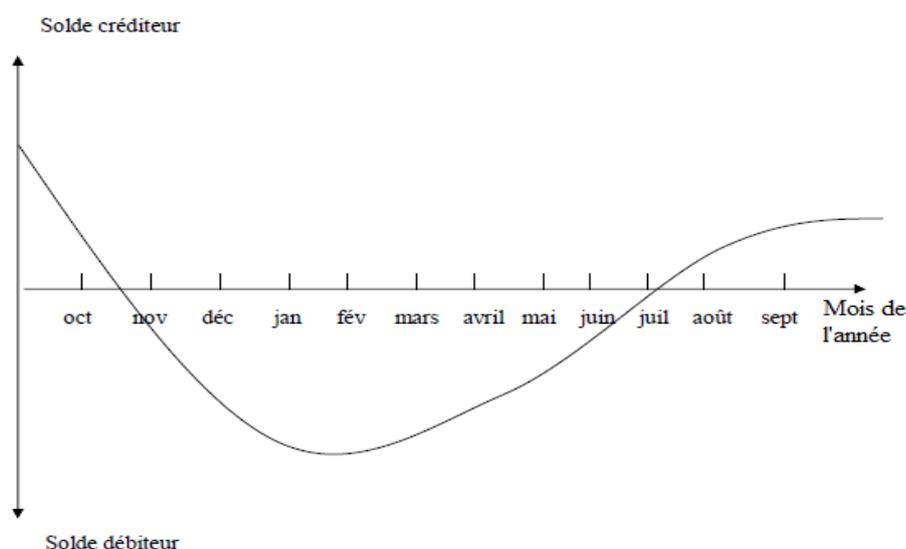


Figure 3: la situation d'un compte client bénéficiaire d'un crédit de compagne²

Le graphe ci-dessus nous montre la situation d'un compte courant d'un client qui évolue en situation débitrice pour une période importante de l'année, et ça du fait que les achats sont rapides, puis le compte du client évolue en position créditrice pour une période importante car les ventes se font par quantités modérées tout au long de l'année.

¹ Jean-Bernard EPONOU, « Structure du capital et calcul du coût moyen pondéré du capital », Paris, P13.

² Document du CPA, « Les crédits d'exploitation », p10.

CHAPITRE 1 : Les petites et moyennes entreprises en Algérie et leur financement

SECTION 3 : Le gérant associé unique (*the owner manager*)

Lorsque la totalité des actions d'une société est détenue par un seul associé, on parle donc sur l'EURL (Entreprise Unipersonnelle à Responsabilité Limitée). Si l'associé unique assume également les fonctions de direction, il est aussi appelé le gérant, qui est le seul maître à bord de l'entreprise. Il a tous les pouvoirs pour gérer l'entreprise comme bon lui semble.

Pour chaque entreprise, une personne dispose du titre de mandataire social. Dans le cas d'une EURL, il s'agit du gérant. Ce dernier accepte cette responsabilité lors d'un vote qui a permis sa nomination chaque année d'exercice. D'une part, le gérant dispose de pouvoirs qui lui permettent de mener les actions de gestion de la société au quotidien. Il est apte à signer des contrats au nom de l'entreprise, réaliser et signer des chèques, ainsi que de recruter du personnel. Le gérant dispose également du pouvoir et de la responsabilité de décider des orientations stratégiques de l'EURL. D'autre part, le gérant de l'EURL est le responsable des actions l'entreprise devant les tiers. Il porte l'image de la société auprès de l'administration et la représente¹.

Une EURL étant une entreprise à responsabilité limitée, alors la personne nommée en tant que gérant est protégée dans sa vie personnelle. Les dettes potentielles de l'entreprise ne l'impactent qu'à la hauteur de son apport au capital social.

1- Les pouvoirs du gérant associé unique

Le gérant associé unique ne doit pas confondre son patrimoine personnel avec celui de l'EURL. En tant qu'associé unique, il a tous les pouvoirs mais doit respecter la législation des contrats passés entre le gérant et l'EURL, en particulier il n'a pas le droit d'emprunter des fonds à l'EURL, même temporairement². Ensuite, il ne doit pas prélever dans les comptes de la société des sommes nécessaires au paiement de ses dépenses personnelles (voyages d'agrément, achat d'un véhicule utilisé par sa famille, travaux réalisés à son domicile...). En cas d'infraction, le gérant pourrait être condamné pour abus de biens sociaux.

¹ <https://www.captaincontrat.com/articles-creation-entreprise/gerant-eurl>

² http://www.assistant-juridique.fr/pouvoirs_associe_unique.jsp

CHAPITRE 1 : Les petites et moyennes entreprises en Algérie et leur financement

2- La rémunération du gérant associé unique

L'unique associé de l'EURL, le gérant, est considéré comme étant travailleur non salarié. Pour sa rémunération, il convient de respecter certaines règles. Si l'EURL vient à faire faillite et que les juges considèrent que la rémunération du gérant était excessive, ils estimeront qu'il y a eu confusion entre son patrimoine personnel et celui de l'EURL. Ils engageront sa responsabilité qui du coup ne sera pas limitée à ses apports. Il est donc important que le montant de sa rémunération ne mette pas en jeu la survie de l'EURL. Pour éviter cela, l'associé unique peut régulièrement revoir le montant ou le mode de calcul de sa rémunération, chaque année voire chaque mois. Chacune de ses modifications devra figurer dans le registre des décisions de l'associé unique.

3- L'imposition de la rémunération du gérant associé unique

Si l'EURL est soumise à l'impôt sur le revenu, la rémunération du gérant n'est pas déductible des bénéfices. Si l'EURL est soumise à l'impôt sur les sociétés, la rémunération du gérant est déductible des bénéfices sociaux. Il sera imposé à l'impôt sur le revenu, dans la catégorie des traitements et salaires. Ses cotisations sociales sont calculées :

- Sur le montant de ses rémunérations et éventuellement sur une partie de ses dividendes lorsque l'EURL est soumise à l'impôt sur les sociétés.
- Sur le montant du bénéfice réalisé lorsque l'EURL est soumise à l'impôt sur le revenu.

CHAPITRE 1 : Les petites et moyennes entreprises en Algérie et leur financement

Conclusion

Les PME constituent des entités hétérogènes et diversifiées, ce qui explique les multiples définitions, ainsi le manque d'une méthode unique et exacte pour appréhender ce phénomène.

Les PME sont les entités économiques les plus dynamiques, et potentiellement les unités qui réussissent le mieux à promouvoir le tissu économique. La création des entreprises constitue le moteur du renouvellement du tissu économique, de la création d'emplois, de la créativité et de l'innovation locale.

Cependant, les PME souffrent des plusieurs contraintes qui peuvent freiner son développement, à savoir ; le manque d'information, la domination du secteur informel parallèle, les obstacles administratifs et financiers. Ces derniers vont diminuer la capacité de créer la croissance, et de la faiblesse de la commercialisation.

Donc, les PME sont particulières avec la contribution à la création d'emploi et à l'innovation tout étant vulnérables, vu les différentes contraintes entravant leur développement.

La principale faiblesse pour les entreprises reste la difficulté à accéder aux crédits. Généralement, les PME préfèrent le type de financement interne pour combler au moins une partie de leurs besoins en fonds de roulement ou en équipement. Ce financement a l'avantage de les protéger contre les malentendus et la dépendance pouvant résulter d'un engagement avec d'autres organismes financiers.

Mais, il est à constater que le financement interne est rarement suffisant à financer la croissance de l'entreprise qui est amenée à s'adresser au financement externe, en particulier le secteur bancaire qui est le plus visé par les PME dans les pays en voie de développement, particulièrement l'Algérie à cause de l'insuffisance du marché financier.

CHAPITRE 2 :

**Revue de littérature théorique et
empirique sur la structure du capital**

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

Introduction

Ce chapitre permet de définir les principales théories qui expliquent la notion de structure financière, à savoir : la théorie de compromis et son développement historique (TOT), la théorie de l'ordre hiérarchique de financement (POT), la théorie de l'agence, la théorie de signal, la théorie du « Market-Timing », et la théorie du cycle de vie.

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.

Le cadre théorique mobilisé pour cet exercice est constitué des deux principales théories de la structure financière qui sont la TOT et la POT. La théorie du signal et la théorie de l'agence sont exclues du cadre théorique, car on s'intéresse à une catégorie spécifique des entreprises qui est l'Entreprise Unipersonnelle à Responsabilité Limitée qui ont un seul associé et c'est lui le dirigeant, donc la notion du conflit d'intérêt entre les actionnaires et les dirigeants est neutralisée. 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 traditionnels 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 *S. Titman & R. Wessels* (1988) *Rajan et Zingales* (1995) et l'étude de *Booth et al.* (2001), et des études empiriques algériennes, à savoir : l'étude de *M. GUERRACHE* (2014/2015), *Y. KORAÏCHI* (2004/2005), *Y. LAYEB* (2010/2011), *K. I. AMAROUCHE*.

SECTION 1 : Les principales théories de la structure du capital

La réflexion académique relative au choix et aux déterminants de la structure financière de l'entreprise connaît historiquement plusieurs approches.

L'approche néo-classique naît de l'article fondamental de Modigliani et Miller (1958) qui ont montré à priori qu'il n'y a aucune relation entre la valeur de l'entreprise et sa structure de financement. Avec l'introduction de l'impôt sur les sociétés, la valeur de l'entreprise devient une fonction croissante avec son niveau d'endettement (Modigliani et Miller 1963).

En effet, selon la théorie de *compromis* ou «*Trade-Off Theory* », la prise en compte de la fiscalité et des coûts de faillites suggère l'existence d'un ratio optimal de la dette (Target Ratio). Donc, cette théorie a mis en équilibre les avantages fiscaux et incitatifs de la dette avec les coûts de faillites et les conflits entre les actionnaires et les créanciers (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 par l'importance accordée à différents facteurs tels que la prise en compte de la fiscalité, du risque de détresse financière, des imperfections du marché, et des coûts d'agence.

1- La théorie traditionnelle

Selon cette approche, l'entreprise arrivera à minimiser son coût moyen pondéré du capital suite à une structure financière optimale qui permet de maximiser la valeur de l'actif économique de l'entreprise grâce à une utilisation prudente et efficace de l'endettement et son effet de levier.

Autrement dit, pour une entreprise faiblement endettée, la dette coûte moins cher que les fonds propres puisqu'elle est moins risquée. Et donc, la théorie traditionnelle affirme l'existence d'un coût moyen pondéré des ressources qui optimise la structure financière et par la suite maximise la valeur de rendement de l'entreprise ou de son actif économique. Cette situation financière optimale utilise un taux d'endettement et son effet de levier.

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

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

Selon l'approche traditionnelle (avant 1958), il existait un niveau d'endettement dit optimal où les effets positifs et négatifs du levier financier étaient en équilibre. Ceci permettait de minimiser le coût de financement des entreprises et de réduire au minimum le coût du capital afin de maximiser la valeur totale de l'entreprise.

Modigliani et Miller (1958)¹ ont été les premiers à mener l'analyse théorique de l'incidence de la structure financière sur la valeur de la firme.

Dans le cadre des théories financières traditionnelles, Modigliani et Miller (1958) ont montré que la valeur de l'entreprise est indépendante à sa structure de capital en se basant sur les hypothèses suivantes :

- ✓ Marché financier parfait (coûts de transactions nuls, information disponible sans coût, les investisseurs sont des *price taker*).
- ✓ Les individus peuvent prêter et emprunter au taux d'intérêt k_d sans risque qui est le même pour les entreprises.
- ✓ Le financement des entreprises s'effectue soit par émission d'actions, soit par émission d'obligation à un taux sans risque.
- ✓ L'impôt sur le bénéfice des entreprises est la seule forme d'imposition (ce modèle ne considère pas l'impôt sur le revenu des actions et des obligations des personnes).
- ✓ Le bénéfice avant intérêt et impôts (*BAII*) est supposé constant et perpétuel (afin de simplifier le modèle).

En présence d'un tel environnement, l'endettement a un effet neutre sur la valeur de l'entreprise et donc, il n'existe pas une structure optimale du capital. Ainsi, le coût moyen pondéré du capital n'est pas une fonction de la structure du capital et l'effet de levier de la dette est donc nul. La seule façon d'augmenter la valeur de l'entreprise est de choisir des projets qui ont une valeur actuelle nette (VAN) positive.

¹ F.MODIGLIANI, M.MILLER (1958), « **The cost of capital, corporation finance and the theory of investment** », AER, juin n°3.

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

Modigliani et Miller sont intéressés dans leur article (1958) sur le coût de financement des projets des entreprises et son impact sur la valeur de l'entreprise. Pour faire ressortir la relation entre la valeur totale de l'entreprise et la structure du capital, ces deux chercheurs considèrent deux entreprises appartenant à la même classe de risque et identique en tout point, sauf dans leur structure de capital. En particulier, le marché anticipe pour ces deux entreprises le même Bénéfice Avant Intérêt et Impôt, soit :

$$BAII_L = BAII_u = BAI$$

Avec :

$BAII_L$: Bénéfice Avant Intérêt et Impôt de la firme avec dette.

$BAII_u$: Bénéfice Avant Intérêt et Impôt de la firme sans dette.¹

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 est obtenue dans une optique d'équilibre partiel du marché financier. Il s'agit de comparer les investissements qui procurent le même rendement à l'investisseur².

¹ L pour *levered* (avec dette) et u pour *unlevered* (sans dette).

² A. GLIZ, « VALEUR DE L'ENTREPRISE ET METHODE DE PRIVATISATION DANS UN CONTEXTE DE TRANSITION VERS L'ECONOMIE DE MARCHE », THESE DE DOCTORAT D'ETAT EN SCIENCES ECONOMIQUES, 02 OCTOBRE 2001, P 92-94.

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

Les limites de cette première théorie qui suppose que l'on peut prêter et emprunter au même taux (que l'on soit un individu ou une entreprise) poussent *Modigliani et Miller* à modifier leur théorie en 1963. Cette fois, ils prennent en considération l'impôt corporatif et la déductibilité des frais financiers payés sur la dette. Ils ont montré qu'il existe une structure optimale du capital où le recours à la dette est au maximum.

Cette théorie a mis en balance les avantages fiscaux et incitatifs de la dette avec les coûts de faillite et les conflits entre les actionnaires et les créanciers. Le courant dominant postule l'existence d'un ratio optimal d'endettement. Ce point d'équilibre est atteint lorsque le gain marginal d'une unité supplémentaire de dette est égal à son coût marginal¹.

Historiquement, la première hypothèse à avoir été relâchée concerne l'impact fiscal. *Modigliani et Miller* montrent que pour des entreprises de même classe de risque, la valeur de la firme est une fonction croissante de l'endettement puisque le traitement fiscal de la dette autorise la déductibilité des charges d'intérêts alors que les dividendes et les gains en capital sont sujets à l'impôt sur le bénéfice des sociétés.

En effet, en absence de l'impôt sur le bénéfice des sociétés, la valeur de l'entreprise avec dettes égale à la valeur de l'entreprise sans dettes, donc la valeur de l'entreprise est indépendante à la structure du capital. C'est la thèse de neutralité de la structure du capital.

Or, en présence de l'impôt sur le bénéfice des sociétés, la valeur du marché de l'entreprise avec dettes égale à la valeur de l'entreprise sans dettes augmentée de la valeur actuelle du gain d'impôt généré par la dette. Ceci constitue une conclusion fondamentale de la finance d'entreprise. Elle signifie que l'endettement augmente la valeur de l'entreprise. Dans ce cas, la structure optimale du capital est 100% de dette.

Miller (1977) ajoute une nouvelle notion à la théorie Modigliani et Miller (1958 et 1963) en s'intéressant à l'impôt personnel. Il affirme alors que l'impôt sur le revenu a pour conséquence d'annuler les avantages fiscaux liés à la déductibilité des frais financiers : les effets positifs de l'endettement sur la valeur de l'entreprise se voient alors atténués.

¹ GAUD Philippe, JANI Elion. « Déterminants et dynamique de la structure du capital des entreprises suisses : une étude empirique ». 2002. P 3.

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

Dépendamment des taux d'imposition corporatif et personnel, l'avantage fiscal de la dette peut donc être neutralisé et même devenir négatif.

En réalité, il n'existe pas de firme ayant 100% de dette. Plusieurs facteurs ont été invoqués par la suite pour expliquer la différence entre la réalité et les implications de la théorie, notamment l'existence de *coûts d'agence* et de *coûts de faillite*.

3-1- Les coûts d'agence

La divergence d'intérêt entre les différents acteurs de l'entreprise fait naître un certain nombre de coûts appelés *coûts d'agence*.

Les coûts d'agence apparaissent dans les situations qui impliquent un effort conjoint entre deux ou plusieurs personnes. Les coûts d'agence peuvent correspondre à des coûts de surveillance supportés par le principal (actionnaire) pour limiter le comportement opportuniste de l'agent (le dirigeant) et les coûts engagés aussi par le principal pour orienter le comportement de l'agent. Le coût d'agence peut également être un coût d'opportunité qui s'assimile à la perte d'utilité subie par le principal par la suite d'une divergence d'intérêt avec l'agent.

3-2- Les coûts de faillite

Si la fiscalité favorise l'endettement des entreprises par le biais de l'augmentation de sa capacité financière, elle engendre parallèlement l'accroissement du risque de défaut des entreprises.

La théorie financière moderne a beaucoup mis l'accent sur divers coûts qu'elle présente comme des limites à l'endettement. Ainsi dites les coûts de faillite sont des coûts liés à la menace d'une cessation des paiements. Seules les entreprises endettées sont affrontées aux problèmes de faillite.

Les propositions de *Modigliani et Miller* se basent entre autres sur l'hypothèse de coût de faillite nuls. Mais, lorsque le ratio d'endettement devient très élevé, la probabilité de faillite devient également élevée, ce qui engendre des coûts de faillite pour l'entreprise qui viennent

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

réduire l'effet positif de l'endettement. Dans ce cas, l'endettement optimal résulte de l'arbitrage entre l'effet positif de l'endettement (diminution du montant de l'impôt) et de l'effet négatif de l'endettement (augmentation du coût espéré de la faillite).

La faillite de l'entreprise est une procédure judiciaire qui suit la défaillance, elle entraîne des coûts supplémentaires qui comprennent des coûts explicites dits directs (frais judiciaires d'administrations judiciaires, de liquidation) et implicites ou indirects (perte de clientèle, perte de confiance des clients ou des fournisseurs). Une fois les coûts directs multipliés par la probabilité de faillite et actualisés, leur importance n'apparaît significative qu'à la condition d'introduire des coûts indirects de faillite liés à la crainte des obligataires et des autres parties prenantes non financières d'être expropriées par les actionnaires (Titman, 1984)¹.

Tableau 1: les coûts de défaillance

	COUTS DIRECTS	COUTS 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

L'absence de conflits entre les agents dans les entreprises est peu probable. La reconnaissance des conflits d'intérêt relève la théorie de l'agence, qui met en évidence la fragilité des relations entre les agents (Fama et Miller 1972, Jensen et Meckling 1976). La définition la plus classique d'une relation d'agence est celle donnée dans l'article de Jensen et Meckling (1976) : « Une relation d'agence est un contrat par lequel une ou plusieurs personnes (le principal) engage une autre personne (l'agent) pour exécuter en son nom une tâche quelconque qui implique une délégation d'un certain pouvoir de décision à l'agent »².

¹ Op.cit. p 4.

² M.C.Jensen & W.H.Meckling, « Agency costs and the theory of the firm », *Journal of financial economics*, 1976, P308.

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

Dans une relation de coopération, les divergences d'intérêts entre le principal/mandant et l'agent/mandataire engendrent des problèmes caractéristiques d'une relation d'agence. Les principaux acteurs concernés sont : les dirigeants, les actionnaires, les créanciers.

L'idée principale est que chaque agent cherche la maximisation de son intérêt personnel avant l'intérêt général. Les actionnaires délèguent une partie de leurs pouvoirs aux dirigeants qui sont censés agir dans le but de maximiser la richesse de l'entreprise. Les dirigeants, cependant, tentent de chercher à satisfaire leurs propres intérêts en priorité.

En raison de l'asymétrie d'information, les contrats établis entre le principal et l'agent sont forcément incomplets. Donc en vue de maximiser leur utilité, les individus cherchent à profiter des lacunes des contrats.

Pour minimiser les effets négatifs de l'incomplétude des contrats (problème de l'asymétrie d'information), Jensen et Meckling (1976) soulignent l'existence des coûts appelés *les coûts d'agence*. Ces coûts se composent de : coûts de contrôle, coûts d'obligation, coûts résiduels :

- Les coûts de contrôle sont supportés par le principal, car il doit surveiller l'activité de l'agent et l'inciter à agir pour son intérêt.
- Les coûts d'obligation ou coûts d'engagement que l'agent peut avoir lui-même encouru pour mettre le principal en confiance (coûts de motivation). « Les coûts d'engagement résultent de la rédaction par la firme de rapports financiers et de la réalisation d'audits par des experts extérieurs à la firme »¹.
- Les coûts résiduels sont des coûts d'opportunité. Il s'agit de la perte de valeur qui ne peut être éliminée du fait du caractère sous optimal des décisions prises par les agents.

L'entreprise cherche toujours à réduire les coûts d'agence. Ces coûts peuvent être moindres pour des raisons telles que :

¹ H. GABRIE ET J.L. JACQUIER, « Les théories modernes de l'entreprise: l'approche institutionnelle », *Economica*, 2001, P 248.

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

- Lorsqu'il existe un actionnaire détenant une part importante du capital, le contrôle des dirigeants devient une activité profitable, et cet actionnaire sera incité à fournir un effort coûteux du contrôle.
- L'existence des entreprises privées est souvent associée à celle d'un marché des managers où la rémunération de chaque manager est étroitement liée à sa réputation. En effet, pour avoir une bonne réputation, le manager se trouve incité à se conformer au mieux à l'objectif des actionnaires ce qui permet de réduire les coûts d'agence.

Donc, la détermination d'une structure optimale de capital devrait alors s'attarder à la minimisation des coûts d'agence.

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

La théorie de l'ordre hiérarchique introduit l'asymétrie d'information comme facteur explicatif de la structure du capital de l'entreprise. *Myers & Majluf* (1984) considèrent que l'entreprise a un projet rentable à réaliser et n'a pas de fonds nécessaires pour son financement. Des difficultés de financement apparaissent en raison de l'existence d'une asymétrie d'information entre les dirigeants de l'entreprise et les investisseurs externes. Le modèle proposé par *Myers & Majluf* analyse les conséquences de l'asymétrie d'information sur le prix d'équilibre des actions sur la base du comportement rationnel des investisseurs et les managers de l'entreprise. Les décisions des dirigeants sont déterminantes dans la formation de la structure du capital, leurs objectifs dépendent de leurs implications vis-à-vis les anciens actionnaires car ils agissent en faveur de ces derniers¹.

Dans cette perspective, les nouveaux actionnaires interprètent une augmentation de capital comme un signal d'un état défavorable ce qui engendre la baisse du prix de marché de l'action de l'entreprise. En raison de cette baisse du prix des actions à l'annonce de l'émission de nouvelles actions pour financer des projets d'investissements rentables, l'entreprise pourrait renoncer à la réalisation de ces projets rentables si cette baisse du prix de l'action n'est pas compensée par la rentabilité attendue du projet. Donc ce sous-investissement est une

¹ 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.

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

forme de sélection adverse. Cependant, les anciens actionnaires préfèrent la situation d'investissement car elle augmente leur richesse (malgré la baisse de la valeur de l'entreprise). Pour éviter la réduction des prix des actions, les dirigeants privilégient les sources de financement interne (autofinancement). S'il y a nécessité de recourir au financement externe, alors le financement par dette est privilégié. Si ces deux sources de financement ne suffisent pas à obtenir les sommes nécessaires, alors l'entreprise procèdera à l'émission de nouvelles actions.

Une hypothèse fondamentale de *Myers & Majluf* (1984) est que les titres de la firme sont évalués sur un marché qui préexiste déjà au moment où le dirigeant effectue son choix financier. Cette hypothèse sous-entend que toutes les entreprises peuvent avoir accès librement au marché financier puisque leurs actions sont évaluées à priori. Donc l'hypothèse d'un accès possible aux marchés financiers est implicitement admise.

En conclusion, la théorie de l'ordre hiérarchique de financement souligne le fait que les entreprises les plus performantes auront moins tendance à s'endetter du fait de leur capacité à s'autofinancer. Les flux de trésorerie excédentaires ont alors de la valeur puisqu'ils permettent à l'entreprise de se financer en évitant les coûts ayant trait à l'asymétrie d'information de toute forme de financement externe.

6- La théorie du « Market-Timing »

La théorie du « Market-Timing » développée principalement dans les études de *Becker et Wurgler (2002)* démontre l'effet du « timing des marchés » sur la structure du capital. Ainsi, les dirigeants utiliseraient les conditions du marché afin de choisir les sources de financement les plus adéquates. La levée de fonds grâce à l'émission d'actions sera alors favorisée lorsque les prix du marché sont élevés. Notons que la prise en compte de du « timing des marché » peut modifier la hiérarchie des sources de financement ordonnées par la théorie de l'ordre hiérarchique de financement. Donc, la sélection des sources de financement n'est pas déterminée par un ratio cible d'endettement mais par l'attitude des dirigeants qui se montrent opportunistes et profitent des conditions favorable du marché¹.

¹ Géraldine MINIAO, « **Les déterminants de la structure du capital des BRCIS** », HEC Montréal, Aout 2012, p 8-9.

7- La théorie du signal : la structure du capital comme signal

Une approche par la stratégie du signal a été appliquée aux déterminants de la structure financière. Les auteurs marquants de ce courant théorique sont notamment *Ross (1977)*, *Harris et Raviv (1991)*. Face à des opportunités de développement et/ou un besoin de consolidation de la structure financière, les entreprises sont parfois contraintes à lever des fonds auprès d'agents externes. Sous l'hypothèse des asymétries d'information, la théorie du signal considère que certains indicateurs sont interprétés par les investisseurs potentiels comme des signaux émis par l'entreprise sur ses capacités financières. A titre d'exemple, une entreprise n'aurait pas besoin de s'endetter si elle distribue un montant important de dividendes à ses actionnaires. Le montant des dividendes serait perçu comme un signal émis aux banques sur les liquidités excédentaires dont dispose l'entreprise (Jensen, 1986). Les modèles établis dans le cadre de la théorie du signal nous ont, plus particulièrement éclairés sur la signalisation par la structure financière¹.

L'idée principale est que la structure du capital serait une solution efficiente pour informer les bailleurs de fonds sur la vraie valeur de l'entreprise. Deux moyens fondamentaux de signal ont été identifiés : la part du capital détenue par le dirigeant et le taux d'endettement. Ainsi, l'implication de l'entrepreneur dans le financement de l'entreprise est un signal positif émis aux investisseurs potentiels. De même, une bonne capacité de dettes sous-entend une bonne aptitude à honorer ses engagements à une échéance prédéterminée (Ross, 1977).

La théorie du signal peut également expliquer le poids de l'endettement dans le passif de certaines entreprises. Cette théorie suppose que les agents internes à l'entreprise, plus informés que les agents externes qui sont principalement les banques dans le cas des PME, ont intérêt à transmettre une partie de l'information à ces derniers par l'intermédiaire d'un signal afin d'accéder à la dette. *Rosse (1977)* préconise une solution de signalisation par le niveau de l'endettement de la firme : l'entreprise qui a un niveau d'endettement plus élevé est présumée être de bonne qualité, et entreprend des projets d'investissement rentables. *Leland et Pyle (1977)* préconisent une solution de signalisation repose sur le degré d'implication du

¹ A. TRABELSI, « LES DÉTERMINANTS DE LA STRUCTURE DU CAPITAL ET LES PARTICULARITÉS DU FINANCEMENT DANS LES PME : UNE ETUDE SUR DONNÉES FRANÇAISES », 2006, p31

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

dirigeant lui-même dans le financement des projets d'investissement, cette implication révèle que le dirigeant est un bon manager et, en conséquence, les créanciers ont la conviction que le projet envisagé par ce type de dirigeant est rentable sinon ils n'auraient pas dû engager leurs fonds¹.

8- La théorie du cycle de vie de l'entreprise : une relation entre l'endettement et le cycle de vie des entreprises

La relation entre l'endettement et le cycle de vie des entreprises est une question très à propos quand vient le temps de sonder l'équilibre de la structure financière de l'entreprise. Tout comme l'être humain, celle-ci connaît diverses phases de vie qui se succèdent pour former un cycle. De la même façon, il est approprié de penser que la situation économique de l'exploitation évoluera conformément à son stade de développement, à sa maturité, à son âge et aux choix qui auront été effectués tout au cours de son existence. Donc, cette théorie explique la relation entre l'âge de l'entreprise et son niveau d'endettement.

A propos de l'âge de l'entreprise, ce dernier correspond à la différence entre l'année d'observation et la date de création de l'entreprise : plus celle-ci est âgée, plus son capital informationnel est important. Selon la théorie du financement hiérarchique, et en supposant que la capacité d'autofinancement de la petite entreprise est une fonction croissante de son âge, nous pouvons inférer que les entreprises plus âgées ont recourt moins intensive à l'endettement. Inversement, la théorie du compromis (coûts de faillite et théorie de l'agence) présuppose l'existence d'une relation positive entre l'âge de l'entreprise et le taux d'endettement, du fait que les entreprises plus âgées ont une meilleur réputation et une plus grande expérience qui peuvent conduire à la réduction des coûts d'agence en raison du signal positif sur la bonne qualité des investissements potentiels².

¹ Adair, P. & Adaskou, M, « **Théories financières et endettement des PME en France : Une analyse en panel.** *Revue internationale P.M.E.* », 24(3-4), 2011, p 143.

² Adair, P. & Adaskou, M, « **Théories financières et endettement des PME en France : Une analyse en panel.** *Revue internationale P.M.E.* », 24(3-4), 2011, p 146.

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

La théorie du cycle de vie a essayé d'expliquer le comportement financier des entreprises. Au stade de démarrage, l'entreprise est généralement confrontée à des difficultés d'accès aux financements externes dues à certaines caractéristiques de l'entreprise et de l'entrepreneur. Par exemple : les caractéristiques liées au désir de garder le contrôle de l'entreprise. Cette condition amène le propriétaire-dirigeant à financer son entreprise par des fonds propres. En outre, le financement est surtout basé sur les fonds propres et sur les dettes. Il s'agit principalement du début de la phase de croissance de l'entreprise et en conséquence, les fonds propres seuls ne suffisent pas.

Au stade de croissance, l'entreprise aura trois principales sources de financement à utiliser, à savoir : l'autofinancement, l'endettement et l'ouverture du capital. Avec cette dernière, l'entrée d'autres acteurs est inévitable. Pour éviter cette situation, l'entrepreneur peut décider de choisir les sources de financement externes qui ne lui feront pas perdre le contrôle de son entreprise.

Au stade de maturité, l'entreprise aura l'accès à plusieurs sources de financement et est censée avoir un historique afin de mettre les différents partenaires en confiance. Ainsi, la transparence informationnelle est censée être présente. Aussi, les entreprises sont censées avoir des garanties importantes afin d'avoir les prêts dont elles ont besoin¹.

¹ M. DJIBRILLA HAMIDOU, « **Les facteurs déterminants du diagnostic financier des PME : cas de 119 PME camerounaises** », Université de QUEBEC, Décembre 2014, P 31-32.

SECTION 2 : Les déterminants traditionnels de la structure du capital

Les déterminants dits traditionnels de la structure financière des entreprises ont fait l'objet de prédictions théoriques quant à leurs rapports avec la structure financière des entreprises. Dans cette section, on s'intéresse aux déterminants suivants : la profitabilité, les garanties, le risque, la taille, les opportunités de croissance.

1- La profitabilité (rentabilité)

La référence en matière d'analyse théorique de la relation existante entre la profitabilité et la structure financière est incontestablement l'analyse de Myers (1984) dans le cadre de *Pecking Order Theory*. Selon Myers, la rentabilité passée et présente joue un rôle dans la détermination de la structure du 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 profitabilité et l'endettement. Cette prédiction est confirmée par de nombreux travaux empiriques notamment (Rajan & Zingales, 1995), (Booth et al, 2001)...etc. En effet, 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 le cadre de *Trade-Off-Theory*, il existe une relation positive entre la rentabilité et l'endettement. Une entreprise rentable aura une préférence pour la dette car les intérêts sont déductibles de son résultat fiscal. Si la rentabilité passée est une bonne approximation de la rentabilité future, une entreprise très rentable aura une probabilité plus forte de rembourser ses dettes¹. En effet, plus la rentabilité est élevée, plus il y a une incitation de réduire le montant de l'impôt. Pour réduire ce dernier, l'entreprise peut recourir à l'endettement. Donc la rentabilité et l'endettement sont positivement liés.

¹ GAUD, Philippe, JANI, Elion. « *Déterminants et dynamique de la structure du capital des entreprises suisses : une étude empirique* ». 2002. P 11.

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

La théorie de *Pecking Order* suggère que les entreprises rentables devraient utiliser leurs bénéfices pour financer leurs projets d'investissement. Dans ce cas, les entreprises les plus rentables ont tendance d'être moins endettées.

Plusieurs approches permettent de mesurer la rentabilité. Ici la rentabilité de tous les actifs a été retenue mesurée par le ratio résultat avant intérêts et impôts sur total actif (Rajan et Zingales 1995, Booth et al. 2001).

2- Les garanties

Les garanties, qui représentent les actifs corporels ou bien les actifs tangibles ont un impact sur le niveau d'endettement car ils sont moins sujets aux asymétries d'informations, et indiquent si l'entreprise a une bonne valeur de liquidation, c'est-à-dire les pertes financières liées à sa liquidation sont relativement faibles. Ils offrent donc plus de garanties aux créanciers. *Scott (1977)* suggère que les entreprises devraient être encouragées à investir massivement sur des actifs corporels en raison des avantages qui y sont associés et qu'une entreprise peut augmenter la valeur des actions en émettant de la dette avec des garanties en expropriant de la richesse aux autres créanciers non garantis¹. Ainsi, les firmes ont une incitation à émettre de la dette garantie et on s'attend à une corrélation positive entre les garanties et le niveau d'endettement.

Selon *Trade-Off-Theory*, les actifs corporels agissent comme une garantie et fournissent une sécurité aux prêteurs en cas de détresse financière (Pandey, 2001). Cette garantie protège également les prêteurs contre le problème de *l'aléa moral* provoqué par le conflit actionnaires-prêteurs (Jensen & Meckling, 1976).

Le point de vue de *Pecking Order Theory* est un peu ambigu sur ce sujet. Dans un premier temps, une entreprise qui a un niveau important d'actifs corporels, aura facilement l'accès à la dette, donc il existe une relation positive entre la tangibilité de l'actif et l'endettement. Dans un deuxième temps, une entreprise qui a un niveau faible d'actifs corporels fournit beaucoup moins de garanties et donc plus sensible aux asymétries d'informations. Par conséquent, elle va préférer la dette, plus précisément la dette à court terme qui est un véhicule de financement externe moins sensible aux asymétries d'informations (Harris et Raviv 1991).

¹ PERVEZ. A, SABEEN. M, « *International Journal of Business and Social Research (IJBSR)*, Volume 3, N°5 », May, 2013, P 46

Autrement dit, si une entreprise doit aller sur le marché de l'emprunt pour obtenir des fonds, il est seulement avantageux pour elle d'émettre de la dette sécurisée c'est-à-dire avec des garanties. Les coûts associés à la vente de dettes non garanties peuvent être assez élevés en raison de l'asymétrie d'information, décourageant ainsi les entreprises émettant de la dette non garantie. On peut donc dire qu'il y a une relation négative entre la tangibilité de l'actif et l'endettement.

3- Le risque (la volatilité)

Du point de vue de la TOT, un risque accru (la volatilité des profits), augmente la probabilité de détresse financière. Cela entraînera une restriction des crédits bancaires dans la mesure où les banques, en tant que bailleurs de fonds, sont soumises aux problèmes de sélection adverse et de l'aléa moral, seront plus réticentes. *Mazur (2007)* clarifie en disant que les entreprises ayant une grande volatilité des cash-flows, donc un risque élevé, ont une plus grande probabilité de faillite. En plus, dit-il, un risque de défaillance potentiel lié à la volatilité élevée des revenus cause chez les gestionnaires averse au risque l'évitement de niveaux d'endettement excessifs.

Du côté de la POT, la volatilité des résultats peut amener les firmes à constituer une réserve d'actifs facilement mobilisables afin de ne pas souffrir du problème de sous-investissement dans le futur (Gaud & Jani, 2002). Autrement dit, les entreprises à forte volatilité des résultats essaient d'accumuler des liquidités au cours des bons exercices pour éviter de sous-investir plus tard (Mazur, 2007). Il s'ensuit que la volatilité du résultat devrait également être négativement associée à l'endettement.

En somme, cet état de fait suggère aussi bien pour la TOT que la POT une relation négative entre le ratio d'endettement et le risque.

4- La taille

La taille est considérée comme l'un des facteurs discriminants quant au choix de la structure de financement des entreprises et c'est peut-être le déterminants sur lequel les différents auteurs sont plus en adéquation en terme de significativité puisque tous sont d'accord pour dire que le facteur « taille » détient un fort pouvoir explicatif. Néanmoins, son effet reste

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

ambigu selon *Rajan et Zingales* (1995). En effet, d'un côté, les grandes entreprises sont diversifiées et donc moins risquées, ce qui leur permet un accès facile à l'endettement, et d'un autre côté, 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.

À ce propos, la théorie TOT prédit une relation positive entre la taille des entreprises et l'endettement dans la mesure où les grandes entreprises ont un risque de faillite moins élevé et donc des coûts de faillite relativement faibles (*Rajan et Zingales*, 1995). De plus, les grandes entreprises sont plus avantageuses par le fait qu'elles sont capables de détenir plus de dettes puisqu'elles détiennent un meilleur accès au marché du crédit par rapport aux entreprises de petite taille.

L'approche fondée sur l'asymétrie d'information, autrement dit *Pecking Order Theory* peut, selon *Rajan et Zingales* (1995), expliquer une relation négative entre la taille et l'endettement. Elle stipule que l'asymétrie d'information entre les managers et le marché du crédit pour les grandes firmes est faible. Ce fait explique que les très grandes entreprises soient plus aptes à utiliser des instruments financiers beaucoup plus sensibles à l'information, telles que les actions. Autrement dit, ces grandes entreprises ont une tendance à fournir davantage d'informations aux bailleurs de fonds que les petites entreprises. Par conséquent, les coûts de contrôle devraient être plus faibles pour elles (les grandes entreprises). Il faut ajouter à cela le fait, que ces grandes entreprises ont une tendance à avoir une plus grande capacité à emprunter que les petites entreprises¹.

Toutefois, la taille doit être inversement liée au niveau d'asymétrie d'information entre les dirigeants et les investisseurs externes (*Rajan & Zingales*, 1995). Cela se traduit par le fait que les grandes entreprises aient tendance à libérer plus d'information au public. Par conséquent, elles favoriseront le financement par fonds propres justifiant ainsi d'une relation négative entre la taille et l'endettement.

Donc la théorie du Trade-off (*Trade-Off-Theory*) s'oppose à la théorie de l'ordre hiérarchique de financement (*Pecking Order Theory*) concernant la relation entre la taille des entreprises et leur niveau d'endettement. Cependant, la majorité des études ont été réalisées sur des échantillons d'entreprises des pays développés.

¹ Soumaya Hergli, Frédéric Teulon, « **Déterminants de la structure du capital : le cas tunisien** », *Gestion* 2000 2013/5 (Volume 30), p. 49-73.

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

En ce qui concerne les pays en voie de développement, la majorité des études ont trouvé les mêmes résultats que la théorie du compromis statique lorsqu'il s'agit d'analyser l'impact de la taille de l'entreprise sur sa structure du capital. *Booth et al (2001)* rapportent une relation positive entre la taille et la structure de financement dans leur échantillon qui est composé des entreprises situées dans dizaine de pays en voie de développement sur une période étalée de 1980 jusqu'à 1990.

5- Les opportunités de croissance

Une nouvelle fois dans la polémique sur les déterminants de la structure du capital, plusieurs théories prédisent des relations inverses entre les opportunités de croissance et le niveau d'endettement. En effet, alors que la théorie de l'agence et la théorie du compromis statique suggèrent une relation négative entre les opportunités de croissance et l'endettement, la théorie du financement hiérarchique souligne une relation positive.

Du point de vue de la théorie du compromis statique, la relation négative entre l'endettement et les opportunités de croissance s'explique par le fait que les coûts de détresse financière augmentent avec la croissance prévue forçant les gestionnaires à réduire la dette dans leur structure financière. *Rajan et Zingales (1995)* confirme ce résultat.

La théorie du financement hiérarchique souligne une relation positive entre l'endettement et les opportunités de croissance. En effet, les entreprises ayant des fortes options de croissance et un besoin de financement important feront prioritairement appel à l'endettement. Les sources de financement les moins sujettes aux asymétries d'informations comme par exemple l'endettement à court terme, seront privilégiées¹. Ces entreprises demandent plus des crédits bancaires et posséderont par conséquent un ratio de fonds propres plus faible. Autrement dit, les ressources internes des entreprises en croissance ne pouvant suffire pour financer leur valeur actuelle nette (VAN) positive et les possibilités d'investissement, elles auront à lever des financements extérieurs. Si c'est le cas, elles prendront la dette avant d'émettre des actions. Dans ce cas, les opportunités de croissance devraient être positivement liées au levier

¹ Op.cit.

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

d'endettement¹. *Booth et al.* (2001) souligne une relation positive entre les opportunités de croissance et le niveau d'endettement, soutenant alors la théorie de l'ordre hiérarchique de financement.

SECTION 3 : Etudes empiriques sur la structure du capital

Nous présentons par la suite des études empiriques sur les déterminants de la structure du capital réalisées aux pays développés, ainsi des études algériennes.

1- Etudes empirique sur les pays développés

Notamment les études de *S. Titman & R. Wessels* (1988), *Rajan et Zingales* (1995), *Booth et al.* (2001).

1-1- L'étude de S. Titman & R. Wessels (1988)

D'après une étude menée sur 469 entreprises américaines où l'information sur l'ensemble des variables du modèle était disponible pour une période entre 1974 et 1982, en utilisant trois mesures du levier financier comme variable dépendante : les dettes à long terme, les dettes à court terme, les dettes convertibles, qui sont rapportés à la valeur comptable des fonds propres.

Lorsqu'ils ont utilisé les dettes à long terme comme une variable à expliquer, ils ont trouvé qu'il existe une relation positive significative avec la rentabilité, et une relation négative significative avec la taille des entreprises.

Lorsqu'ils ont utilisé les dettes à court terme comme une variable à expliquer, ils ont trouvé qu'il y a une relation négative significative avec la taille, et lorsqu'ils ont utilisé les dettes convertibles comme variable cible, ils n'ont trouvé aucun résultat significatif.

¹ G. S. KOUAO, « INCIDENCE DES FACTEURS INSTITUTIONNELS DANS L'ÉVOLUTION DE LA STRUCTURE FINANCIÈRE DES ENTREPRISES : Cas d'entreprises françaises cotées à la bourse de Paris », 2011, p 42.

1-2- L'étude de *Rajan et Zingales* (1995)

Rajan et Zingales (1995) ont fait une analyse sur les déterminants de la structure du capital des entreprises des pays du G7 (USA, Allemagne, Canada, Italie, France, Japon, Royaume Uni), et ont trouvé, en se basant sur les données comptables des entreprises, une relation positive entre le niveau du levier financier et la variable « garantie » dans tous les pays à l'exception de l'Italie (niveau de signification de 10%). Concernant la variable « taille », ces deux auteurs ont trouvé une relation positive entre la taille des entreprises et le levier financier pour tous les pays à l'exception de l'Allemagne. Ils ont expliqué ce résultat par les lois de faillite en Allemagne qui incitent les entreprises de diminuer le niveau d'endettement. Concernant la rentabilité et l'opportunité de croissance, Rajan et Zingales (1995) ont trouvé que ces deux variables ont une relation négative avec le levier financier pour tous les pays¹.

1-3- L'étude de *Booth et al.* (2001)

Booth et al. (2001) estiment que la connaissance sur la structure de financement vient principalement des données relatives aux pays développés qui, selon eux, ont de nombreuses similarités institutionnelles. D'où l'intérêt qu'ils ont porté aux pays en développement qui semblent avoir des différences institutionnelles plus marquées.

Leur étude porte sur 10 pays en développement pour lesquels ils analysent l'impact sur la structure financière des entreprises à travers plusieurs variables explicatives, à savoir : la tangibilité de l'actif, le risque, la profitabilité, la taille, et le ratio « valeur comptable des fonds propres rapporté à la valeur de marché des fonds propres » ou « *Market-To-Book ratio* (MTB) ». L'objectif étant de savoir si les décisions de financement des entreprises diffèrent significativement entre les pays développés et les pays en développement.

D'après les résultats obtenus, *Booth et al.* (2001) observent qu'en général, les ratios d'endettement dans les pays en développement sont affectés de la même façon et par les mêmes types de variables que dans les pays développés.

¹ 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.

2- Etudes empiriques algériennes

Notamment les études de : *Y. LAYEB* (2010/2011), *Y. KORAÏCHI* (2004/2005), *K. I. AMAROUCHE*, *M. GUERRACHE* (2014/2015) :

2-1- L'étude de Y. LAYEB (2010/2011)

Dans son thèse de doctorat, ce chercheur a fait une étude en se basant sur un échantillon de 126 entreprises PME (Petites et Moyennes Entreprises) pour une période étalée du 2006 jusqu'à 2009. Il a essayé d'expliquer l'endettement total des entreprises, et il a trouvé qu'il existe une relation positive entre la taille des entreprises et le niveau d'endettement total, et qu'il n'existe aucune relation des garanties et des opportunités de croissance avec le taux d'endettement total des entreprises, cela a été expliqué par la fluctuation de l'activité des petites et moyennes entreprises¹.

2-2- L'étude de K. I. AMAOUCHE

K. I. AMAROUCHE a fait une étude sur un échantillon de 31 entreprises algériennes pour la période de 1997 à 2001. Elle a essayé d'expliquer le taux d'endettement des entreprises. Les résultats obtenus de cette étude indiquent l'existence d'un seul facteur explicatif significatif au seuil de (5%) influençant positivement le niveau d'endettement total des entreprises algériennes : c'est le niveau du risque opérationnel².

2-3- L'étude de Y. KORAÏCHI (2004/2005)

Dans son thèse de doctorat, ce chercheur s'est intéressé par le financement des entreprises PME en Algérie en utilisant un échantillon composé de 128 petites et moyennes entreprises pour une période étalée du 2001 jusqu'à 2003. Il a trouvé que le choix entre l'endettement et les fonds propres s'explique par le choix prioritaire des sources de financement.

1. العايب، إشكالية تمويل المؤسسات الاقتصادية: دراسة حالة المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الجزائر، أطروحة مقدمة لنيل شهادة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة منتوري قسنطينة، 2010/2011، ص 384-390

² 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, P126-135.

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

Lorsqu'il a utilisé l'endettement total comme variable à expliquer, il a trouvé qu'il existe une relation positive entre cette variable et la rentabilité, et aussi une relation positive significative avec le secteur de BTP et du transport, ainsi qu'une relation négative avec l'opportunité de croissance.

Lorsqu'il a utilisé l'endettement à long terme comme variable à expliquer, il a trouvé qu'il existe une relation négative significative entre cette variable et la taille de l'entreprise, et aussi avec le secteur d'hôtellerie, ainsi qu'une relation positive significative avec le secteur de commerce. Lorsqu'il a utilisé l'endettement à court terme, il a trouvé qu'il existe une relation positive significative entre cette variable et les garanties et aussi avec le secteur des prestations, ainsi qu'une relation négative significative avec l'opportunité de croissance¹.

2-4- L'étude de M. GUERRACHE (2014/2015)

L'étude de M. GUERRACHE vise à expliquer le comportement financier d'un échantillon d'entreprises algériennes pour une période étalée entre 2005 et 2008. Ces entreprises ont été sélectionnées pour plusieurs raisons, très probablement à cause des changements fiscaux survenus dans cette période. L'intérêt de son étude est d'essayer de trouver la théorie la plus interprétative du comportement financier des entreprises privées algériennes.

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

- Il existe une relation positive significative entre les dettes de long et de moyen terme et les garanties (0.124) tel que, selon lui, les entreprises qui disposent de fortes garanties auront facilement l'accès à l'endettement bancaire. Ainsi, Il existe une relation inverse entre l'endettement total et les garanties avec un niveau de signification faible (-0.089). Ceci, selon lui, à cause de l'augmentation des crédits à court terme (la plus grande proportion de l'endettement total est constituée des dettes à court terme), ceci a été confirmé par la relation inverse avec un fort degré de signification entre l'endettement total et l'endettement à court terme (-0.178).

1. ي. قريشي ، سياسات تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الجزائر: دراسة ميدانية، أطروحة دكتوراه دولة في العلوم الاقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر، 2005/2004، ص ص 269-276

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

- Aucune relation significative entre la taille et l'endettement de long et de moyen terme, car, selon lui, il y a un manque de confiance entre les banques et les entreprises. Ainsi, une relation positive significative entre la taille et l'endettement à court terme.
- Il existe une relation négative significative entre la rentabilité et l'endettement total, aussi avec l'endettement de long et de moyen terme, ce qui confirme, selon lui, la théorie de l'ordre hiérarchique de financement telle que les entreprises qui ont une forte rentabilité préfèrent de se financer par l'autofinancement, si ceci est insuffisant, elle recourent à l'endettement¹.

Conclusion

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.

La revue des théories de la structure du capital souligne dans un premier temps le caractère fondateur de l'article de Modigliani et Miller (1958). D'une part, elle pose les bases des théories financières du choix des modes de financement de l'entreprise. 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.

قراش محمد, "محددات السياسة المالية للمؤسسات الجزائرية الخاصة. دراسة حالة لعينة من المؤسسات الجزائرية في الفترة بين 2005 و 2008", أطروحة لنيل شهادة الدكتوراه في علوم التسيير, المدرسة العليا للتجارة, 2015/2014, ص 282-284

CHAPITRE 3 :

**Etude empirique sur les déterminants de
la structure du capital des grandes
entreprises EURL**

CHAPITRE 3 : Etudes empirique sur les déterminants de la structure du capital des grandes entreprises EURL

CHAPITRE 3 : Etudes empirique sur les déterminants de la structure du capital des grandes entreprises EURL

Introduction

Notre objectif est d'étudier le comportement financier des entreprises EURL privées algériennes à travers plusieurs variables considérées comme déterminants de la structure financière des entreprises.

Dans une première démarche, nous allons présenter notre échantillon, notre base de données qui nous a permis d'avoir les informations financières et comptables sur l'ensemble des entreprises, ainsi de décrire l'échantillon et ses caractéristiques, cela est va être présenté 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

L'échantillon est composé de 37 grandes entreprises EURL (Entreprise Unipersonnelle à Responsabilité Limitée) des différents secteurs d'activité à savoir : le secteur de l'industrie, de commerce, de para pétrolier, de BTP, et de prestation. La liste de ces entreprises est obtenue de la Direction des Grandes Entreprises (DGE). Les états financiers de ces entreprises (bilan et TCR) ont été tirés de la base de données du CNRC (Centre National du Registre de Commerce) pour l'année 2014. Le nombre d'entreprise été plus grand que celle qu'on dispose, soit : 128 entreprises, mais à cause de la non disponibilité des informations financière pour la plupart des entreprises sur plusieurs périodes, nous avons choisi l'année qui nous a donné l'information sur le plus grand nombre d'entreprises.

Les entreprises qui ont été nettoyées ne disposent pas de la totalité des données nécessaires pour faire notre étude à cause de :

CHAPITRE 3 : Etudes empirique sur les déterminants de la structure du capital des grandes entreprises EURL

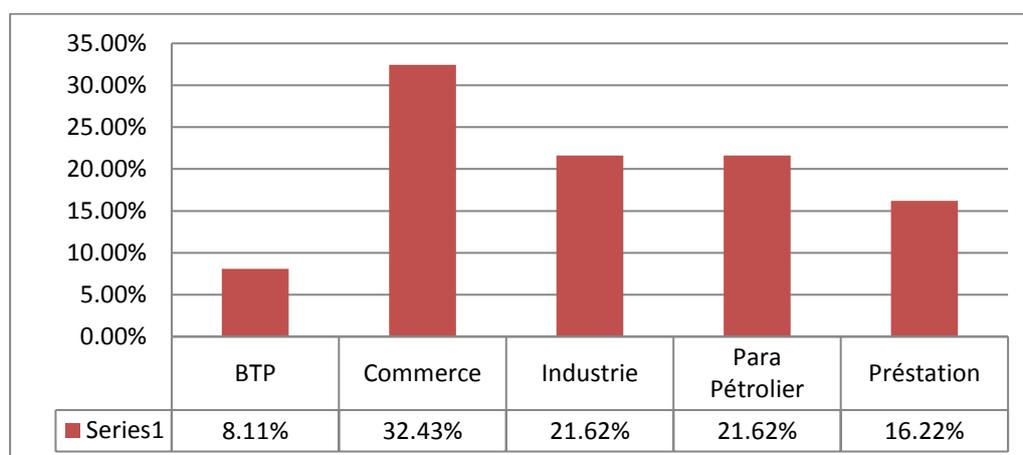
- L'indisponibilité de la totalité des informations dans la base de données du CNRC, soient 49 entreprises, que leurs bilans ou leurs TCR n'existent plus dans cette base, donc ces entreprises ont été nettoyées.
- Les entreprises qui ont un chiffre d'affaire nul ont été éliminées, soient 26 entreprises qui ont été nettoyées.
- Les entreprises qui ont un total des fonds propres négatif ont été éliminées, soient 16 entreprises.

Le choix des grandes entreprises a pour objectif réduire l'aspect informel des transactions réalisées par les entreprises. Plus l'entreprise est grande, plus le côté informel sera diminué (déclaration fiscale, déclaration des salariés à la sécurité sociale,...etc.).

Le choix du statut juridique EURL (Entreprises Unipersonnelle à Responsabilité Limitée) c'est à cause de neutraliser l'effet des conflits d'intérêt entre les parties prenantes (les actionnaires et les managers), car l'EURL a un seul gérant est c'est lui l'associé unique de l'entreprise que l'on appelle « le gérant associé unique », aussi d'éliminer l'impact de la théorie du signal concernant le signal aux investisseurs financiers externes.

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

Figure 4: représentation des entreprises par secteur d'activité



Source : Traitement des données selon Excel.

CHAPITRE 3 : Etudes empirique sur les déterminants de la structure du capital des grandes entreprises EURL

Notre échantillon est composé de 37 entreprises de différents secteurs d'activité, et qui sont situées dans différents wilayas : 31 entreprises situées à la wilaya d'Alger, 03 entreprises situées à Blida, 03 entreprises à Boumerdès, 02 entreprises situées à Ouargla, une seule entreprise située à Batna, une seule entreprise située à TiziOuzou, et une seule entreprise située à Saïda.

La Direction des Grandes Entreprises (DGE), source de notre échantillon, a pris le critère du chiffre d'affaires annuel selon la définition de l'article 32 de la loi de finances pour l'année 2002, qui prend comme seuil 100 millions de DA¹. Concernant notre échantillon, selon cette définition, on a :

Tableau 2: représentation de la taille de l'échantillon selon la définition de la DGE.

Petites entreprises	Moyennes entreprises	Grandes entreprises	Total
2	5	30	37
5.41%	13.51%	81.08%	100%

Avant l'année 2014, les entreprises constituant notre échantillon étaient grandes selon le classement de la DGE, mais probablement à cause de la crise économique à la fin de l'année 2013, cette dernière a touché une grande partie des entreprises et, par conséquent, ont devenu de moyennes ou petites entreprises.

Par rapport à la définition de l'Union Européen, selon le critère du chiffre d'affaires, une grande entreprise est celle qui réalise un chiffre d'affaires qui excède 50 millions euros. En appliquant cette définition sur notre échantillon on obtient :

¹ Loi n°01-21 du 07 Chaoual 1422 correspondant au 22 décembre 2001 portant loi de finance pour 2002, l'article 32, P14-15.

CHAPITRE 3 : Etudes empirique sur les déterminants de la structure du capital des grandes entreprises EURL

Tableau 3: représentation de la taille de l'échantillon selon la définition de l'Union Européen.

TPE	PE	ME	GE	Total
16	12	6	3	37
43.24%	32.43%	16.22%	8.11%	100%

1- Analyse descriptive des données

Cette partie présente quelques caractéristiques statistiques d'un ensemble de variables qui indiquent la situation financière des entreprises constituant notre échantillon. Il s'agit principalement des moyennes, des écarts types ainsi que des valeurs minimales et maximales des distributions. A partir des données extraites des bilans et des comptes de résultats, sont calculés certains ratios financiers. Les valeurs données dans le tableau 3 sont indiquées par ratio sur l'ensemble des données.

Tableau 4: statistiques descriptives de l'année 2014

Variable	Obs	Mean	Std. Dev.	Min	Max
FP	37	0,310	0,223	0,003	0,743
TD	37	0,690	0,223	0,257	0,997
emp&dfin	37	0,074	0,153	0,000	0,627
TDF	37	0,109	0,170	0,000	0,627
Detcom	37	0,278	0,218	0,000	0,864
Detbanc	37	0,035	0,072	0,000	0,292
Autresdettes	37	0,210	0,216	0,000	0,850
VA	37	0,360	0,296	-0,064	0,977

CHAPITRE 3 : Etudes empirique sur les déterminants de la structure du capital des grandes entreprises EURL

EBITDA	37	0,081	0,252	-0,659	0,571
EBIT	37	0,009	0,220	-0,767	0,332
RAI	37	-0,001	0,216	-0,768	0,332
GAR	37	0,341	0,254	0,000	0,994
RN	37	-0,011	0,185	-0,768	0,269
AGE	37	15,595	8,745	3,000	47,000
SIZE	37	19,775	1,971	14,922	24,072

Source : Traitement des données selon le programme Stata 13.

Les emprunts et les dettes financières observées représentent en moyenne (7.4%) du total du bilan. Cela témoigne d'une importance de l'endettement financier (endettement à long et à moyen terme) dans le financement de ces entreprises.

De même, les dettes commerciales, les dettes bancaires à court terme, et les autres dettes (qui sont des dettes à court terme) représentent respectivement (27.8%), (3.5%) et (21%) du total bilan. Cela indique que les crédits fournisseurs mesurés comme le montant des dettes commerciales rapporté au total de l'actif, sont des concurrents directs du financement bancaire de court terme. Il est préféré au crédit bancaire chaque fois qu'il est moins coûteux ou plus disponible. Cet endettement important (l'endettement à long et à moyen terme ainsi que l'endettement à court terme) peut s'expliquer par une capacité d'autofinancement limitée.

Concernant le total des dettes financières qui est la somme des emprunts et des dettes financières de long et de moyen terme avec les dettes bancaires à court terme, indique une moyenne de (10,9%). Mais la moyenne des dettes financières à long terme est supérieure à celle des dettes bancaires à court terme.

Par ailleurs, le ratio (Immobilisations corporelles / Total bilan) indique une moyenne de (34%) du total bilan. Cela reflète l'importance de l'activité de l'investissement de ces entreprises et la nécessité de faire appel à des ressources externe pour les couvrir.

Dans une première démarche, les entreprises vont être classées selon la détention des dettes financières, cela pour tester l'existence d'une différence significative ou non entre ces

CHAPITRE 3 : Etudes empirique sur les déterminants de la structure du capital des grandes entreprises EURL

entreprises concernant l'obtention des dettes financières en utilisant plusieurs variables qui peuvent expliquer ce phénomène. Les données sont présentées dans le tableau suivant :

On définit la variable « *dummydetfin* » qui prend les valeurs suivantes :

$$dummydetfin \begin{cases} 1 & \text{si les dettes financières} > 0 \\ 0 & \text{si les dettes financières} = 0 \end{cases}$$

Tableau 5: statistiques descriptives selon les dettes financières

Statistiques de groupe

	<i>dummydetfin</i>	N	Moyenne	Ecart-type
VA	1	22	0,273	0,2414
	0	15	0,488	0,329
EBITDA	1	22	0,077	0,213
	0	15	0,086	0,309
EBIT	1	22	0,018	0,209
	0	15	-0,003	0,241
RAI	1	22	0,001	0,202
	0	15	-0,004	0,242
RN	1	22	-0,0087	0,195
	0	15	-0,0152	0,175
GAR	1	22	0,426	0,237
	0	15	0,216	0,232
Age	1	22	15,86	9,741
	0	15	15,2	7,35
SIZE	1	22	20,648	1,886
	0	15	19,638	1,413

Source : d'après le traitement statistique des variables selon le programme SPSS.

CHAPITRE 3 : Etudes empirique sur les déterminants de la structure du capital des grandes entreprises EURL

Le tableau ci-dessus donne une statistique descriptive pour les variables qui peuvent expliquer la détention des dettes financières pour les entreprises constituant notre échantillon. Il montre le nombre d'entreprises qui de ce type de financement et celles qui n'ont pas, ainsi que leurs moyennes, leurs écart-type, et leurs erreurs standard moyenne.

D'après les résultats obtenus, on remarque qu'il existe 22 entreprises qui ont des dettes financières et 15 entreprises qui ne disposent pas. En remarque aussi que la moyenne des garanties (*GAR*), de la taille (*SIZE*) et de l'âge (*AGE*) des entreprises qui ont des dettes financières est supérieure à celle des entreprises qui ne disposent pas de dettes financières.

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

Tableau 6: la matrice de corrélation entre les variables

Ce tableau présente les coefficients de corrélation de Pearson pour les variables qui vont être utilisées dans les régressions. (Voir l'annexe 3).

	<i>TD</i>	<i>TDF</i>	<i>VA</i>	<i>GAR</i>	<i>AGE</i>	<i>SIZE</i>
<i>TD</i>	1					
<i>TDF</i>	0,452***	1				
<i>VA</i>	-0,219	-0,410**	1			
<i>GAR</i>	0,265	0,433***	-0,376**	1		
<i>AGE</i>	-0,052	0,229	0,26	0,376*	1	
<i>SIZE</i>	-0,055	0,204	-0,155	-0,097	0,069	1

Source : D'après le traitement statistique des données selon le programme SPSS.

(***) : Degré de signification à (1%) ; (**) : Degré de signification à (5%) ; (*) : Degré de signification à (10%).

Ce tableau montre la corrélation entre les différentes variables :

Pour le total des dettes financières (*TDF*), on remarque que la rentabilité est négativement corrélée à l'endettement financier (-0.410), donc plus l'entreprise est rentable, plus elle recourra à l'autofinancement. Les garanties (*GAR*) sont positivement liées à l'endettement

CHAPITRE 3 : Etudes empirique sur les déterminants de la structure du capital des grandes entreprises EURL

financier (0.433). Donc les entreprises qui ont un niveau important de garanties auront facilement l'accès à l'endettement. En outre, la taille (*SIZE*) est aussi positivement corrélée avec cette variable, ceci peut être dû à la bonne réputation de ces entreprises qui permet de faciliter l'accès à la dette bancaire.

Le test de Student (test T pour un échantillon indépendant) a donné les résultats présentés dans le tableau suivant:

Tableau 7: résultats du test de T pour échantillon indépendant

Test d'échantillons indépendants			
	Test-t pour égalité des moyennes		
	T	ddl	Sig.
VA	-2,29	35	0,028**
EBITDA	-0,099	35	0,921
EBIT	0,282	35	0,779
RAI	0,051	35	0,960
RN	0,103	35	0,919
GAR	2.657	35	0,012**
AGE	0,224	35	0,824
SIZE	1,761	35	0,087*

Source : Traitement statistique des données selon le programme SPSS.

(*) : Degré de signification à (10%) ; (**) : Degré de signification à (5%) ; (*) : Degré de signification à (10%) ;

Comme variables explicatives de l'endettement financier, et d'après les résultats du test de Student, on remarque que la variable VA (valeur ajoutée / Chiffre d'affaires), qui est une mesure de rentabilité, présente un coefficient positif significatif au seuil de (5%), cela veut dire qu'il y a une différence entre la structure du capital des entreprises selon le critère de la valeur ajoutée, donc les entreprises suffisamment rentables choisissent de se financer par leurs fonds propres.

CHAPITRE 3 : Etudes empirique sur les déterminants de la structure du capital des grandes entreprises EURL

La variable SIZE mesuré par Ln(CA), qui représente la taille des entreprises selon leur chiffre d'affaires, présente un coefficient positif significatif au seuil de (10%), cela veut dire qu'il existe une différence entre la structure du capital des entreprises selon le critère de la taille, donc les grandes entreprises ont facilement l'accès au financement par les dettes bancaires.

En outre, la variable GAR qui correspond aux garanties présente un coefficient positif significatif au seuil de (5%), cela veut dire que les actifs corporels présentent de fortes garanties pour les banques ce qui permet de faciliter l'accès à l'endettement. Les autres variables ne sont pas significatives.

D'après le (tableau 4) et d'après les résultats du test, on peut dire que les entreprises de grande taille peuvent avoir un endettement financier élevé par rapport aux entreprises de taille petite, ceci a été confirmé selon le test qui nous a donné un résultat significatif (0.087*).

Le secteur d'activité, comme une variable explicative de l'endettement des entreprises, peut avoir une influence sur la structure financière des entreprises du fait que chaque secteur est caractérisé par des modes de fonctionnement propres et constitue un indicateur synthétique du risque lié à l'activité principale de l'entreprise. Cette variable est mesurée par des indicatrices sectorielles suivantes : (IND, COM, PARAPET, PRES, BTP).

Le tableau ci-dessous nous donne une description des entreprises par secteur selon la détention des fonds propres et l'endettement financier.

Tableau 8: descriptif de la structure de financement des entreprises par secteur selon les dettes financières

		N	Moyenne	Ecart-type	Minimum	Maximum
FP	1 IND	8	0,225	0,273	0,003	0,743
	2 COM	12	0,292	0,191	0,056	0,624
	3 PARAPET	8	0,311	0,216	0,085	0,7
	4 PRES	6	0,406	0,258	0,156	0,743
	5 BTP	3	0,412	0,18	0,219	0,575
	Total	37	0,31	0,223	0,003	0,743

CHAPITRE 3 : Etudes empirique sur les déterminants de la structure du capital des grandes entreprises EURL

TDF	1 IND	8	0,253	0,211	0,014	0,627
	2 COM	12	0,163	0,176	0	0,5
	3 PARAPET	8	0,006	0,01	0	0,029
	4 PRES	6	0,004	0,007	0	0,018
	5 BTP	3	0	0	0	0
	Total	37	0,109	0,17	0	0,627

Sources : Traitement statistique des données selon le programme SPSS

D'après les résultats, on remarque que le secteur de l'industrie et le secteur de commerce ont une moyenne de dettes financières respectivement (25.3%) et (16.3%), ces moyennes sont importantes par rapport aux autres secteurs, à savoir, le secteur de para pétrolier (0.6%), le secteur de prestation (0.4%) et le secteur de BTP (0%).

Cependant, les trois derniers secteurs ont des moyennes de détention des fonds propres, à savoir, para pétrolier (31.1%), prestation (40.6%), BTP (41.2%), qui sont importantes par rapport aux deux autres secteurs, à savoir, l'industrie (22.5%) et le commerce (29.2%).

On constate que par rapport à la détention des fonds propres, il n'existe aucune différence significative entre les entreprises appartenant aux différents secteurs d'activité. Mais, concernant la détention des dettes financières, on constate qu'il existe une différence significative entre ces entreprises de secteurs différents. Le tableau d'ANOVA ci-dessous confirme ce résultat :

Tableau 9: tableau d'ANOVA pour les secteurs d'activité

		Somme des carrés	ddl	Moyenne des carrés	F	Signification
FP	Inter-groupes	0,147	4	0,037	0,717	0,587
	Intra-groupes	1,646	32	0,051		
	Total	1,793	36			
TDF	Inter-groupes	0,387	4	0,097	4,738	0,004***
	Intra-groupes	0,653	32	0,020		
	Total	1,040	36			

Source : traitement statistique des données selon le programme SPSS.

(***) : Degré de signification à (1%) ;

CHAPITRE 3 : Etudes empirique sur les déterminants de la structure du capital des grandes entreprises EURL

Le tableau d'ANOVA montre que le secteur d'activité a un impact sur la structure financière des entreprises par rapport à la détention de la dette financière avec un degré de signification de (0.004***).

On remarque que les secteurs « industrie » et « commerce » sont différents par rapport aux autres secteurs concernant la détention des dettes financières. (Voir l'annexe 1).

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

Nous tentons de faire une régression linéaire multiple qui est fréquemment utilisée dans les études de la structure du capital afin d'appréhender les décisions des entreprises en matière de structure de financement.

1- Choix des variables

La littérature empirique internationale présente un ensemble d'hypothèses à tester sur les déterminants de la structure de financement des entreprises. En suivant cette méthodologie, nous avons obtenu une liste de déterminants potentiels.

1-1- La variable à expliquer

La variable à expliquer est le total des dettes financières rapporté au total du bilan. Le total des dettes financières correspond à somme de l'endettement financier à long terme et l'endettement financier à court terme. L'intérêt de choisir cette variable est de mesurer le poids de l'endettement financier par rapport à l'ensemble de sources de financement possibles de l'entreprise.

CHAPITRE 3 : Etudes empirique sur les déterminants de la structure du capital des grandes entreprises EURL

Les mesures de l'endettement sont :

➤ **Mesure 1 :**

$$TD_i = \frac{\text{Total dettes}}{\text{Total bilan}}$$

➤ **Mesure 2 :**

$$TDF_i = \frac{\text{Total dettes financières}}{\text{Total bilan}}$$

Tout d'abord on va essayer d'expliquer l'endettement total des entreprises, ensuite l'endettement financier des entreprises, ceci à travers plusieurs variables explicatives.

1-2- Les variables explicatives

Les variables explicatives qui peuvent être comme déterminants de la dette financière sont les suivantes :

1-2-1- La taille (SIZE)

La taille (SIZE) peut jouer un rôle déterminant dans le choix de financement entre fonds propres ou dette. Les grandes entreprises sont moins exposées au risque de faillite que les entreprises de petite taille, par conséquent, la taille doit être positivement au levier financier.

Cependant, elle peut être également un indicateur d'information pour les investisseurs externes ce qui devrait augmenter la part des fonds propres plutôt que la part des dettes.

CHAPITRE 3 : Etudes empirique sur les déterminants de la structure du capital des grandes entreprises EURL

La mesure de la taille choisie est la suivante :

$$SIZE_i = Ln(CA)$$

CA : Chiffre d'affaires ;

L'hypothèse à tester est donc :

H₁ : Il existe une relation positive entre la taille et l'endettement des entreprises.

1-2-2- Le secteur d'activité (SEC)

Dans notre étude, nous disposons de cinq (05) secteurs d'activités sont les suivants :

- ✓ Le secteur industriel : IND.
- ✓ Le secteur de commerce : COM.
- ✓ Le secteur de prestation : PRES.
- ✓ Le secteur de BTP : BTP.
- ✓ Le secteur de para pétrolier : PARAPET.

Nous voulons par la suite de voir l'influence du secteur d'activité dans le choix de financement entre les dettes financières et les fonds propres (voir le tableau 6 et 7).

Cette mesure est utilisée dans les études de *Titman et Wessels* (1988).

L'hypothèse à tester est donc :

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

CHAPITRE 3 : Etudes empirique sur les déterminants de la structure du capital des grandes entreprises EURL

1-2-3- La rentabilité (VA)

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

En effet, 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. Cependant, une entreprise qui a une forte rentabilité, aura une forte probabilité de rembourser ses dettes, ceci favorise le financement par les dettes, d'où une relation positive entre la rentabilité et l'endettement.

Les mesures de rentabilité sont diverses, nous citerons comme exemples :

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

La mesure de rentabilité choisie pour cette étude est la suivante :

$$VA_i = \frac{\text{Valeur ajoutée}}{\text{Chiffre d'affaires}}$$

L'hypothèse à tester est donc :

H₃ : Il existe une relation négative entre la rentabilité et l'endettement financier des entreprises.

1-2-4- Les garanties (GAR)

Les garanties jouent un rôle primordial dans la détermination de la structure de financement des entreprises. Elles correspondent à la détention de l'entreprise des actifs corporels qui fournissent une sécurité aux prêteurs en cas de détresse financière.

CHAPITRE 3 : Etudes empirique sur les déterminants de la structure du capital des grandes entreprises EURL

Nous voulons voir l'existence d'un impact de cette variable sur le choix de financement (dettes ou fonds propres) des entreprises constituant notre échantillon.

La mesure des garanties est la suivante :

$$GAR_i = \frac{\text{Immobilisations corporelles}}{\text{Total actifs}}$$

L'hypothèse à tester est la suivante :

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

1-2-5- L'âge (AGE)

L'âge des entreprises correspond à la différence entre l'année d'observation et l'année de création. En effet, plus l'entreprise est âgée, plus sa capacité d'autofinancement augmente, et donc le niveau d'endettement diminue. Cependant, les entreprises âgées ont une meilleure réputation et une plus grande expérience, ce qui favorise le financement par dettes.

Nous voulons par la suite de voir l'impact de l'âge des entreprises sur leur choix de financement (dettes ou fonds propres).

L'hypothèse à tester est la suivante :

H5 : Il existe une relation positive entre l'âge et le niveau d'endettement des entreprises.

2- Spécification du modèle économétrique

Nous allons utiliser la régression linéaire multiple pour expliquer l'endettement total des entreprises. L'estimation des paramètres est effectuée par la méthode des moindres carrés ordinaires (MCO).

CHAPITRE 3 : Etudes empirique sur les déterminants de la structure du capital des grandes entreprises EURL

Lorsque la variable à expliquer est le taux d'endettement financier, la méthode MCO ne peut pas être utilisée car la variable contient des valeurs minimales égales à zéro (15 sur 37 valeurs). Donc pour régler ce problème, nous allons opter pour le modèle **Tobit**.

Le modèle Tobit, également appelé le modèle de régression censurée, est un modèle conçu pour estimer les relations linéaires entre les variables lorsqu'il existe une censure à gauche ou à droite dans la variable dépendante. L'estimation par ce modèle se fait par la méthode du maximum de vraisemblance.

Nous disposons des données relatives à $N = 37$ entreprises sur une seule période (2014), $T = 1$. La variable à expliquer correspond à l'endettement des entreprises mesuré par deux ratios : le rapport entre l'endettement total et le total du bilan (TD_i), et le rapport entre le total des dettes financières et le total du bilan (TDF_i). Soient les variables explicatives suivantes :

- $SIZE_i$: correspond à la taille de l'entreprise i ;
- SEC_i : correspond au secteur k de l'entreprise i ;
- VA_i : correspond à la rentabilité de l'entreprise i en utilisant la valeur ajoutée rapportée au chiffre d'affaires ;
- GAR_i : correspond au garanties de l'entreprise i ;
- AGE_i : correspond à l'âge de l'entreprise i ;
- IND_i : Une variable binaire qui correspond au secteur de l'industrie ;
- COM_i : Une variable binaire qui correspond au secteur de commerce ;

La forme générale du premier modèle peut prendre la forme suivante :

$$TD_i = \beta_0 + \beta_1 * SIZE_i + \beta_2 * VA_i + \beta_3 * GAR_i + \beta_4 * AGE_i + \beta_5 *$$

$$IND_i + \beta_6 * COM_i + \varepsilon_i$$

CHAPITRE 3 : Etudes empirique sur les déterminants de la structure du capital des grandes entreprises EURL

Avec :

ε_i : Le terme d'erreur aléatoire relatif à l'entreprise i ;

$i = 1, \dots, 37$;

La forme générale du deuxième modèle peut prendre la forme suivante :

$$TDF_i = \beta_0 + \beta_1 * SIZE_i + \beta_2 * VA_i + \beta_3 * GAR_i + \beta_4 * AGE_i + \beta_5 * IND_i + \beta_6 * COM_i + \varepsilon_i$$

2-1- Les tests à appliquer pour le modèle

2-1-1- Test de significativité d'un coefficient (le test de Student)

Le test-t de Student est un test statistique permettant de comparer les moyennes entre deux groupes d'échantillons. La statistique de Student permet de tester la significativité des paramètres d'un modèle économétrique. Pour notre modèle, on va tester l'hypothèse suivante :

$$\begin{cases} H_0: \beta_j = 0 \\ H_1: \beta_j \neq 0 \end{cases} \quad \text{avec: } j = 0, \dots, 6$$

- Si H_0 est vérifiée, alors le coefficient n'est pas significatif.
- Si H_1 est vérifiée, alors le coefficient est significatif.

La statistique de test est :

$$\frac{\hat{\beta}_j - \beta_j}{se(\hat{\beta}_j)} \rightsquigarrow t_{n-k-1}$$

n : la taille de l'échantillon ;

CHAPITRE 3 : Etudes empirique sur les déterminants de la structure du capital des grandes entreprises EURL

k : le nombre de variables du modèle ;

La règle de décision est la suivante :

➤ Si $t_{calculée} > t_{tabulée}$, alors on rejette H_0 et on accepte H_1 .

2-1-2- Test de significativité global (le test de Fisher)

La statistique de *Fisher* permet de tester la significativité de l'ensemble des coefficients d'un modèle. Ce test nous donne la significativité d'un modèle. Pour notre modèle, on va tester l'hypothèse suivante :

$$\begin{cases} H_0: \beta_1 = \beta_2 = \beta_3 = \beta_4 = \beta_5 = \beta_6 = 0 \\ H_1: \text{au moins un coefficient} \neq 0 ; \end{cases}$$

La statistique du teste est donnée comme suite :

$$\frac{SCE/k}{SCR/n - k - 1} \rightsquigarrow F_{(k, n-k-1)}$$

SCE : Somme des Carrés des Erreurs ;

SCR : Somme des Carrés des Résidus ;

n : la taille de l'échantillon ;

k : le nombre de variables du modèle

La règle de décision est la suivante :

Si $F_{calculée} > F_{tabulée}$, alors on accepte H_1 , donc il y a au moins un coefficient non nul, le modèle est significatif.

CHAPITRE 3 : Etudes empirique sur les déterminants de la structure du capital des grandes entreprises EURL

SECTION 3 : Les résultats empiriques de l'étude

1- Présentation des résultats

Après avoir spécifié le modèle économétrique à estimer à partir des méthodes de régression multiple. Dans une première démarche, on va essayer d'expliquer l'endettement total des entreprises en utilisant l'estimation par la méthode des moindres carrés ordinaires (MCO), ensuite on va essayer d'expliquer leur endettement financier (la somme des dettes financières à long et à moyen terme et les dettes financières à court terme) en utilisant l'estimation par le modèle Tobit.

1-1- Total dettes (TD_i)

Le tableau suivant présente les résultats du modèle de régression par MCO qui explique l'endettement total :

Tableau 10: résultats de la régression du modèle

TD	Coef.	Std. Err.	T	P>t
GAR	0,124	0,201	0,62	ns
SIZE	-0,009	0,023	-0,37	ns
VA	-0,111	0,170	-0,65	ns
IND	0,082	0,124	0,66	ns
COM	0,040	0,123	0,32	ns
_cons	0,846	0,448	1,89	*
R ²	0.1000			

Source : D'après le traitement statistique des données selon le programme Stata 13.

(***) : Degré de signification à (1%) ; ns : non significatif.

Les résultats montrent que le coefficient de détermination est très faible ($R^2 = 10\%$) et qu'aucune variable explicative n'est significative.

Apparemment, aucune variable observée n'est capable d'expliquer le taux d'endettement. Cela a été confirmé précédemment dans le tableau 5 qui indique qu'aucune variable explicative n'est corrélée avec la variable cible.

CHAPITRE 3 : Etudes empirique sur les déterminants de la structure du capital des grandes entreprises EURL

1-2- Total dettes financières (TDF_i)

Le modèle Tobit permet de donner les résultats suivants :

Tableau 11: résultats de la régression par Tobit

TDF	Coef.	Std. Err.	T	P>t
GAR	0,304	0,167	1,82	*
SIZE	0,035	0,019	1,78	*
VA	-0,313	0,127	-2,46	**
IND	0,166	0,082	2,03	*
_cons	0,627	0,414	1,51	ns
chi2(4)	21,76			
Prob>chi2(4)	0.0002			
R²	0.9302			

Source : d'après le traitement statistique des données selon le programme Stata 13.

(***) : Degré de signification à (1%) ; (**) : degré de signification à (5%) ; ns : non significatif ;

D'après les résultats du tableau 10, on peut expliquer la relation entre les variables indépendantes et la variable cible comme suite :

A- La rentabilité (VA) :

La rentabilité est l'une des variables qui ont été interprétées théoriquement. Selon la théorie de compromis (TOT), il existe une relation positive entre cette variable et le niveau du levier financier vu que les entreprises qui ont une forte rentabilité préfèrent le financement par endettement à cause des avantages fiscaux qu'elles vont procurer de cette décision. Alors que, selon la POT, il existe une relation négative entre cette variable et le niveau du levier financier vu que les entreprises qui ont une forte rentabilité préfèrent de se financer par ses propres moyens (l'autofinancement). Cependant, plusieurs études ont trouvé une relation négative entre la rentabilité et l'endettement. Parmi ces études : (*Rajan et Zingales 1995, P. Gaud et E. Jani 2002, Booth et al. 2001*).

CHAPITRE 3 : Etudes empirique sur les déterminants de la structure du capital des grandes entreprises EURL

Selon notre étude, on remarque qu'il existe une relation négative significative (à 5%) avec le niveau d'endettement financier des entreprises (coefficient = -0.313). Ce résultat semble être en adéquation avec la théorie de financement hiérarchique (POT). Les entreprises suffisamment rentables (VA importante) utilisent plus l'autofinancement, ceci a pour conséquence de réduire le taux d'endettement bancaire.

B- Les garanties (GAR)

Plusieurs études ont montré une relation positive entre les garanties et le niveau du levier financier, à savoir (*Rajan et Zingales 1995, P. Gaud et E. Jani 2002*). Cela est dû au fait que les actifs en nature représentent de fortes garanties permettant à l'entreprise de renforcer son levier financier.

Le résultat de notre étude indique une relation positive significative (à 10%) entre les garanties (GAR_i) et l'endettement financier (coefficient = 0.304). cela peut être dû au fait que les entreprises qui ont de fortes garanties peuvent avoir facilement l'accès à l'endettement bancaire.

C- La taille (SIZE)

La plupart des études ont montré qu'il y a une relation positive entre la taille et le niveau du levier financier car cela permet de réduire les coûts de faillite. *Rajan et Zingales 1995* ont confirmé cette relation pour tous les pays constituant les données de leur étude, à l'exception de l'Allemagne, cela s'explique selon eux, par le fait que les banques allemandes bénéficient de la protection de la législation allemande en cas de faillite, ce qui réduit ces coûts d'une part, et d'autre part, les petites entreprises allemandes ont un accès facile à l'endettement (*P. Gaud et E. Jani 2002*). Cette relation peut aussi avoir une autre interprétation, elle peut être due au facteur de réputation, tel que les grandes entreprises qui ont une bonne réputation peuvent profiter de cette dernière pour apporter de nouvelles ressources financières, ce facteur permet de renforcer la confiance entre la banque et l'entreprise ce qui facilite le processus de l'obtention de la dette.

CHAPITRE 3 : Etudes empirique sur les déterminants de la structure du capital des grandes entreprises EURL

Concernant notre étude, il existe une relation positive significative (à 10%) entre la taille et l'endettement financier (coefficient = 0.035), il semble en adéquation avec la TOT, qui a expliqué ce résultat par le fait que les grandes entreprises devraient avoir tendance à être plus diversifiées et donc à moins être exposées au risque de détresse financière. Notre résultat peut être dû au fait que les grandes entreprises ont une bonne réputation qui entraîne une confiance avec les banques, ce qui facilite le financement par l'endettement bancaire.

D- Le secteur industriel (IND)

En outre, le secteur industriel (IND_i) présente une relation positive significative avec le niveau d'endettement financier (coefficient = 0.207). Ce résultat peut être dû au fait que les banques, dans le processus d'octroi des prêts à long et à moyen terme aux entreprises opérant dans ce secteur, prennent en considération les actifs en natures (les garanties), vu que les entreprises opérant dans ce secteur ont une structure d'actifs composé essentiellement des investissements en nature par rapport aux autres secteurs. Cela leur permet de fournir ces actifs comme garanties pour obtenir un financement bancaire à long et à moyen terme, ceci est confirmé par la forte corrélation entre ces deux variables (0.342). (Voir l'annexe 3).

D'après ce résultat, le modèle final peut s'écrire de la forme suivante :

$$\widehat{TDF}_i = 0.627 - 0.313 * VA_i + 0.035 * SIZE_i + 0.166 * IND_i + 0.304 * GAR_i$$

(0.414) (0.127) (0.019) (0.082) (0.167)

Le tableau ci-dessous présente les résultats de l'étude :

Tableau 12: les résultats finaux de l'étude

	TD	TDF
VA	ns	-0,313** (0,127)
SIZE	ns	0,035* (0,019)
IND	ns	0,166* (0,082)

CHAPITRE 3 : Etudes empirique sur les déterminants de la structure du capital des grandes entreprises EURL

GAR	ns	0,304* (0,167)
AGE	ns	ns
COM	ns	ns

Source : Récapitulatif des résultats de l'étude en utilisant EXCEL ;

(**): Degré de signification à (5%) ; (*) : Degré de signification à (10%) ; ns : non significatif ;

Pour l'endettement total, nous avons opté pour une régression multiple en utilisant l'estimation par la méthode des moindres carrés ordinaires (MCO). Les résultats obtenus montrent qu'aucune variable observée n'est capable d'expliquer le taux d'endettement. Contrairement aux études empiriques algériennes déjà citées, *Y. LAYEB (2010/2011)* a trouvé une relation positive entre la taille et le taux d'endettement, *K.I AMAROUCHE* a trouvé comme variable explicative le risque opérationnel, *Y. KORAÏCHI (2004/2005)* a trouvé que la rentabilité et les secteurs (BTP et transport) ont une relation positive avec l'endettement total, tandis qu'une relation négative entre l'opportunité de croissance et la variable cible.

CHAPITRE 3 : Etudes empirique sur les déterminants de la structure du capital des grandes entreprises EURL

Conclusion

Les études sur la structure du capital ont pris une part importante dans la finance d'entreprise. Cette étude, qui est basée sur un échantillon de 37 grandes entreprises EURL privées algériennes pour l'année 2014, a pour objectif de déterminer l'impact des caractéristiques spécifiques aux l'entreprises sur leur structure financière à l'aide des plusieurs variables explicatives.

La variable à expliquer est l'endettement des entreprises à travers deux mesures : le total des dettes rapporté au total du bilan (TD_i) et le total des dettes financières rapporté au total du bilan (TDF_i).

Pour l'endettement total, nous avons utilisé la méthode MCO pour estimer le modèle. Les résultats obtenus indiquent qu'aucune variable observée n'est capable d'expliquer le taux d'endettement. Nous n'avons trouvé aucune variable qui explique ce dernier.

Pour le total des dettes financières (TDF_i), nous avons utilisé le modèle Tobit pour estimer le modèle. Les résultats obtenus montrent que les garanties, la taille et le secteur industriel sont positivement liés à l'endettement financier des entreprises, tandis qu'une relation négative entre la rentabilité et la variable cible.

La TOT et la POT semble être les théories qui expliquent le comportement financier des entreprises objet de notre étude.

Conclusion générale

Conclusion générale

Conclusion générale

Le choix de la structure de financement pour les entreprises est considéré comme l'un des sujets les plus fréquemment discutés, chacun essayant de défendre sa vision concernant l'existence ou l'inexistence d'une structure du capital optimal au sein des entreprises. Avant l'étude de *Modigliani et Miller* 1958, le problème de choix d'une meilleure structure de financement a été considéré comme une perspective principalement basée sur le principe de l'effet de levier. En 1958, *M&M* ont essayé d'expliquer le comportement financier des entreprises sur la base d'un ensemble d'hypothèses, qui ont été considérées comme la raison fondamentale de l'émergence de plusieurs orientations visant à les renverser.

Au milieu de ce grand élan des théories explicatives de la structure du capital, nous avons essayé de répondre à la problématique formulée comme suit:

Quelles sont les déterminants de la structure du capital des Entreprises Unipersonnelles à Responsabilité Limitée (EURL) en Algérie ?

La présente étude a pour objectif principal de dresser une liste de déterminants de la structure du capital d'un échantillon composé de 37 grandes entreprises algériennes de statut juridique EURL. Nous avons pu évaluer l'impact de quelques facteurs sur le levier financier des entreprises. Notons aussi que l'utilisation de deux variables dépendantes, l'endettement total et l'endettement financier, rapportés au total du bilan. A l'aide d'un modèle de régression basée sur deux méthodes d'estimation, l'estimation du taux d'endettement par la méthode MCO, et l'estimation du taux d'endettement financier par le modèle Tobit.

1/ Résultats de la recherche :

Cette étude repose sur certaines hypothèses qu'on avait testé, qui nous a donné les résultats suivants :

- **Pour le taux d'endettement total :**

Aucune variable n'est capable d'expliquer le taux d'endettement total des entreprises.

Conclusion générale

- **Pour le taux d'endettement financier :**

L'hypothèse de l'existence d'une relation entre la taille et le taux d'endettement est confirmée. En effet, la taille est positivement liée avec l'endettement financier des entreprises. La réputation des grandes entreprises permet de renforcer la confiance avec les banques, ce qui facilite l'accès au financement bancaire.

L'hypothèse de l'existence d'une relation entre le secteur d'activité et le taux d'endettement financier est confirmée. En effet, le secteur industriel présente un impact positif significatif sur l'endettement financier des entreprises. Ce résultat peut être dû au fait que les banques prennent en considération les garanties, vu que les entreprises opérant dans ce secteur ont une structure d'actifs composé essentiellement des investissements en nature par rapport aux autres secteurs. Cela leur permet de fournir ces actifs comme garanties pour obtenir un financement bancaire à long et à moyen terme.

En outre, l'hypothèse de l'existence d'une relation entre la rentabilité et le taux d'endettement est confirmée. En effet, la rentabilité est négativement liée avec l'endettement financier des entreprises. Les entreprises suffisamment rentables (valeur ajoutée importante) choisissent le financement par leurs ressources internes, ce qui permet de réduire le taux d'endettement bancaire.

L'hypothèse de l'existence d'une relation entre les garanties et le taux d'endettement financier est confirmée. En effet, les garanties sont positivement liées avec l'endettement financier des entreprises. Les actifs en nature constituent des garanties pour les créanciers qui peuvent garantir leur remboursement en cas de liquidation de l'entreprise, et qui permettent aux entreprises de renforcer leur endettement financier.

Cependant, l'hypothèse de l'existence d'une relation entre l'âge et le taux d'endettement financier est infirmée. Aucune relation entre l'âge et le niveau de levier financier des entreprises.

Lorsqu'on a utilisé l'endettement total des entreprises comme variable à expliquer, nous n'avons trouvé aucune variable capable d'expliquer le taux d'endettement.

Conclusion générale

2/ Les limites de l'étude :

Les principales limites de cette recherche sont la taille de l'échantillon, ainsi la période d'observation. Les résultats de l'étude sont basés sur un petit échantillon de 37 entreprises observées que pendant l'année 2014.

BIBLIOGRAPHIE

BIBLIOGRAPHIE

A- Références en langue nationale :

1. قراش محمد, "محددات السياسة المالية للمؤسسات الجزائرية الخاصة. دراسة حالة لعينة من المؤسسات الجزائرية في الفترة بين 2005 و 2008", أطروحة لنيل شهادة الدكتوراه في علوم التسيير, المدرسة العليا للتجارة, 2015/2014.
2. ي. العايب, إشكالية تمويل المؤسسات الاقتصادية: دراسة حالة المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الجزائر, أطروحة مقدمة لنيل شهادة دكتوراه علوم في العلوم الاقتصادية, كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير, جامعة منتوري قسنطينة, 2011/2010.
3. ي. قريشي, سياسات تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الجزائر: دراسة ميدانية, أطروحة دكتوراه دولة في العلوم الاقتصادية, كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير, جامعة الجزائر, 2005/2004.

B- Références en langue étrangère :

1. A. BOUKHROUF : « Financement des PME au Maroc moyens et enjeux », Mémoire en sciences économiques et de gestion, université de MOHEMED 1 ER OUJDA, Maroc, 2006-2007.
2. A. GLIZ, « VALEUR DE L'ENTREPRISE ET METHODE DE PRIVATISATION DANS UN CONTEXTE DE TRANSITION VERS L'ECONOMIE DE MARCHE », THESE DE DOCTORAT D'ETAT EN SCIENCES ECONOMIQUES, 02 Octobre 2001.
3. 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.
4. A.M.KEISER, « Gestion financière », édition ESKA, 1996.
5. Adair, P. & Adaskou, M, « Théories financières et endettement des PME en France : Une analyse en panel. *Revue internationale P.M.E.* », 24(3-4), 2011.
6. Alain BORDERIE, « Financer les PME autrement », Maxima, Paris, 1998.
7. Bancel. F, « Les choix d'investissement, méthodes traditionnelles », Edition Economica, 1995.
8. Document du CPA, « Les crédits d'exploitation ».

BIBLIOGRAPHIE

9. F.MODIGLIANI, M.MILLER (1958), « The cost of capital, corporation finance and the theory of investment », AER, juin n°3.
10. G. S. KOUAO, « INCIDENCE DES FACTEURS INSTITUTIONNELS DANS L'ÉVOLUTION DE LA STRUCTURE FINANCIÈRE DES ENTREPRISES : Cas d'entreprises françaises cotées à la bourse de Paris », 2011.
11. GAUD, Philippe, JANI, Elion. « *Déterminants et dynamique de la structure du capital des entreprises suisses : une étude empirique* ». 2002.
12. Géraldine MINIAO, « Les déterminants de la structure du capital des BRCIS », HEC Montréal, Aout 2012.
13. H. GABRIE ET J.L. JACQUIER, « Les théories modernes de l'entreprise: l'approche institutionnelle », Economica, 2001.
14. J.P.LATREYTE, « *Finance d'entreprise* », édition economica, Paris 1999.
15. Jean-Bernard EPONOU, « Structure du capital et calcul du coût moyen pondéré du capital », Paris.
16. K. SI LEKHAL, Y. KORICHI, A. GABOUSSA, « Les PME en Algérie : Etat des lieux, contraintes et perspectives », 2013.
17. 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.
18. L. HONORE, « Gestion financière », Nathan, Paris, 2000.
19. La loi n° 17-01 du 11 Rabie Ethani correspondant au 10 janvier 2017 portant loi d'orientation sur le développement de la petite et moyenne entreprise (PME).
20. Loi n°01-21 du 07 Chaoual 1422 correspondant au 22 décembre 2001 portant loi de finance pour 2002, l'article 32.
21. Louis GORDON, « L'entreprise et le capital-investissement, plus qu'un partenariat : un engagement ! », 2013.

BIBLIOGRAPHIE

22. M. DJIBRILLA HAMIDOU, « Les facteurs déterminants du diagnostic financier des PME : cas de 119 PME camerounaises », Université de QUEBEC, Décembre 2014.
23. M.C.Jensen & W.H.Meckling, « Agency costs and the theory of the firm », *Journal of financial economics*, 1976.
24. Michel ALBOUY, « Financement et coût de financement des entreprises », Eyrolles, Paris, 1991.
25. Mourgues. N, « Le choix des investissements dans l'entreprise », Edition Economica, 1994.
26. PERVEZ. A, SABEEN. M, « *International Journal of Business and Social Research (IJBSR)*, Volume 3, N°5 », May 2013.
27. Pierre-André JULIEN et Michel MARCHESNAY, « La petite entreprise », Vuibert, Paris, 1987.
28. 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.
29. Soumaya Hergli, Frédéric Teulon, « Déterminants de la structure du capital : le cas tunisien », *Gestion 2000* 2013/5 (Volume 30).
30. Voir le recueil du ministère de la PME : « Actes des assises nationales de la PME », Janvier 2004, Alger.

C- Site internet :

- 1) http://www.assistant-juridique.fr/pouvoirs_associe_unique.jsp.
- 2) <https://www.astalia.fr/2011/04/12/definition-europeenne-de-la-pme>.
- 3) <https://www.captaincontrat.com/articles-creation-entreprise/gerant-eurl>.

ANNEXES

ANNEXES

ANNEXE 1 : La taille de notre échantillon par rapport à l'Union Européen.

EUR/DZD = 135.9460

N°RC	CA en EURO	Taille d'entreprise
06B0342876	22252,67	TPE
98B0802239	80378,54	TPE
06B0973127	142492,21	TPE
99B0122719	176352,07	TPE
01B0122960	262232,82	TPE
97B0002161	590488,50	TPE
07B0975123	682760,33	TPE
05B0969638	746403,96	TPE
00B0044089	768020,87	TPE
97B0002223	948372,82	TPE
99B0006312	959750,64	TPE
99B0722746	1154668,97	TPE
98B0044980	1168715,35	TPE
09B0124192	1270939,81	TPE
05B0969531	1782695,24	TPE
07B0973899	1919091,82	TPE
02B0723470	2251174,65	PE
01B0122979	2923308,87	PE
97B0002244	2962221,06	PE
07B0124013	3134179,65	PE
00B0803201	3307874,79	PE
00B0012269	4707561,26	PE
05B0969232	5140717,97	PE
98B0003295	5313448,91	PE
99B0008601	6242925,29	PE
02B0018528	7063313,83	PE
97B0222003	7166570,19	PE
05B0971250	8338194,20	PE
98B0003392	12042663,48	ME
98B0722397	14787099,15	ME
98B0802200	19541863,02	ME

ANNEXES

97B0742003	19847701,98	ME
98B0005752	20208821,61	ME
00B0013083	33917753,57	ME
02B0017659	58118320,05	GE
07B0974131	115848057,17	GE
04B0967814	209446085,53	GE

ANNEXE 2 : Comparaison sectorielle selon les dettes financières

Comparaisons multiples

LSD

Variable dépendante	(I) secteur	(J) secteur	Différence de moyennes (I-J)	Erreur standard	Signification	Intervalle de confiance à 95%	
						Borne inférieure	Borne supérieure
TDF	1	2	,09061	,06521	,174	-,0422	,2234
		3	,24687*	,07143	,002	,1014	,3924
		4	,24919*	,07716	,003	,0920	,4063
		5	,25313*	,09672	,013	,0561	,4501
	2	1	-,09061	,06521	,174	-,2234	,0422
		3	,15625*	,06521	,023	,0234	,2891
		4	,15857*	,07143	,034	,0131	,3041
		5	,16252	,09222	,088	-,0253	,3504
	3	1	-,24687*	,07143	,002	-,3924	-,1014
		2	-,15625*	,06521	,023	-,2891	-,0234
		4	,00232	,07716	,976	-,1548	,1595
		5	,00626	,09672	,949	-,1908	,2033
	4	1	-,24919*	,07716	,003	-,4063	-,0920
		2	-,15857*	,07143	,034	-,3041	-,0131
		3	-,00232	,07716	,976	-,1595	,1548
		5	,00394	,10102	,969	-,2018	,2097
	5	1	-,25313*	,09672	,013	-,4501	-,0561
		2	-,16252	,09222	,088	-,3504	,0253
		3	-,00626	,09672	,949	-,2033	,1908
		4	-,00394	,10102	,969	-,2097	,2018

ANNEXES

Comparaisons multiples

LSD

Variable dépendante	(I) secteur	(J) secteur	Différence de moyennes (I-J)	Erreur standard	Signification	Intervalle de confiance à 95%	
						Borne inférieure	Borne supérieure
TDF	1	2	,09061	,06521	,174	-,0422	,2234
		3	,24687*	,07143	,002	,1014	,3924
		4	,24919*	,07716	,003	,0920	,4063
		5	,25313*	,09672	,013	,0561	,4501
	2	1	-,09061	,06521	,174	-,2234	,0422
		3	,15625*	,06521	,023	,0234	,2891
		4	,15857*	,07143	,034	,0131	,3041
		5	,16252	,09222	,088	-,0253	,3504
	3	1	-,24687*	,07143	,002	-,3924	-,1014
		2	-,15625*	,06521	,023	-,2891	-,0234
		4	,00232	,07716	,976	-,1548	,1595
		5	,00626	,09672	,949	-,1908	,2033
	4	1	-,24919*	,07716	,003	-,4063	-,0920
		2	-,15857*	,07143	,034	-,3041	-,0131
		3	-,00232	,07716	,976	-,1595	,1548
		5	,00394	,10102	,969	-,2018	,2097
	5	1	-,25313*	,09672	,013	-,4501	-,0561
		2	-,16252	,09222	,088	-,3504	,0253
		3	-,00626	,09672	,949	-,2033	,1908
		4	-,00394	,10102	,969	-,2097	,2018

*. La différence moyenne est significative au niveau 0.05.

1/industrie ; 2/commerce ; 3/parapétrolier ; 4/prestation ; 5/BTP.

N°RC	FP	TD	Emp&dfin	Detcom	TDF	Detbanc	Autres dettes	VA	EBITDA	EBIT	RAI	Rnet	GAR	AGE	SEC	Ln(CA)
98B0044980	0,1377	0,8623	0,1133	0,5212	0,1326	0,0193	0,1834	0,5361	0,1333	0,1027	0,1091	0,0837	0,2636	20	Industrie	18,8837
99B0722746	0,7433	0,2567	0	0,1382	0,0361	0,0361	0,0676	0,7083	0,1198	0,0486	0,0493	0,0382	0,6416	24	Industrie	18,8716
97B0002244	0,0285	0,9715	0,6267	0	0,6267	0,0000	0,0140	0,1481	0,0774	0,0600	0,0178	0,0178	0,9945	30	Industrie	19,8137
00B0803201	0,0054	0,9946	0,1569	0,2894	0,4411	0,2842	0,2637	-0,0173	-0,1253	-0,1802	-0,2019	-0,1543	0,2704	3	Industrie	19,9241
99B0006312	0,1872	0,8128	0,0139	0,3578	0,0139	0	0,4411	0,3512	0,0887	-0,0481	-0,0499	-0,0500	0,8832	24	Industrie	18,6867
00B0044089	0,0034	0,9966	0,2795	0,2790	0,2795	0	0,4368	-0,0637	-0,6416	-0,7669	-0,7675	-0,7675	0,4187	8	Industrie	18,4638
98B0802200	0,5450	0,4550	0,1561	0,1375	0,1561	0	0,1482	0,0096	0,0528	0,0333	0,0059	0,0041	0,2748	14	Industrie	21,7003
00B0013083	0,1517	0,8483	0,3392	0,3029	0,3392	0	0,1906	0,5193	0,3943	0,2246	0,0464	0,0344	0,2865	17	Industrie	22,2517
00B0012269	0,4569	0,5431	0	0,4307	0,0116	0,0116	0,0563	0,4938	0,1343	0,1051	0,1037	0,0770	0,2297	14	Para Pétrolier	20,2769
04B0967814	0,1022	0,8978	0,0002	0,0247	0,0184	0,0182	0,8503	0,1520	0,1110	0,0848	0,0808	0,0622	0,4620	9	Commerce	24,0722
97B0222003	0,1556	0,8444	0	0,0063	0	0	0,2764	0,9771	0,0368	0,0204	0,0204	0,0138	0,0021	11	Prestation	20,6972
05B0969638	0,2541	0,7459	0	0,0197	0,0289	0,0289	0,6449	0,6812	0,2910	-0,0019	0,0185	-0,0462	0,1904	9	Para Pétrolier	18,4353
05B0969232	0,6243	0,3757	0	0,0771	0,0898	0,0898	0,1900	0,2014	0,1795	0,1763	0,1417	0,1065	0,2090	8	Commerce	20,3650
99B0122719	0,0853	0,9147	0	0,0526	0	0	0,7628	0,7221	0,4659	0,0180	0,0180	0,0122	0,2524	15	Para Pétrolier	16,9925
09B0124192	0,4228	0,5772	0	0,3658	0	0	0,1220	0,3201	-0,1821	-0,2244	-0,2245	-0,1736	0,2119	6	Para Pétrolier	18,9675
99B0008601	0,2193	0,7807	0	0,0182	0	0	0,6642	0,8659	-0,1127	-0,0225	-0,0225	-0,0241	0,1176	15	BTP	20,5592
01B0122960	0,1109	0,8891	0	0,8640	0	0	0,0217	0,6573	0,2895	0,0271	0,0271	0,0179	0,2185	19	Para Pétrolier	17,3892
07B0975123	0,2183	0,7817	0	0,6589	0,0183	0,0183	0,0177	0,1972	0,0812	0,0745	0,0714	0,0714	0,0801	7	Prestation	18,3462
06B0973127	0,6472	0,3528	0	0,1864	0	0	0,1524	0,1114	-0,6589	-0,6589	-0,6589	-0,4961	0	8	Prestation	16,7793
98B0802239	0,1724	0,8276	0,0053	0	0,0053	0	0,0000	0,4501	0,3806	0,2688	0,2688	0,2688	0,4308	16	Prestation	16,2068
97B0002223	0,4906	0,5094	0,0000	0,2579	0	0	0,1712	0,0871	-0,1452	-0,1371	-0,1371	-0,1371	0,8740	22	Commerce	18,6748
97B0002161	0,0562	0,9438	0,4996	0,1657	0,4996	0	0,1477	0,1108	-0,2034	-0,2258	-0,2248	-0,2246	0,6776	14	Commerce	18,2010
07B0973899	0,4683	0,5317	0	0,2786	0	0	0,2515	0,1765	0,0028	-0,0011	0,0026	0,0017	0,2327	7	Commerce	19,3796
06B0342876	0,0981	0,9019	0	0,5513	0	0	0,3421	0,3886	0,3587	0,3319	0,3319	0,1339	0,5101	8	Para Pétrolier	14,9225
98B0003295	0,4467	0,5533	0,0384	0,2765	0,1461	0,1077	0,1114	0,2338	0,1957	0,1890	0,1785	0,1367	0,6414	16	Commerce	20,3980
98B0003392	0,7434	0,2566	0	0,0069	0	0	0,1208	0,9541	0,2805	0,2788	0,2788	0,2148	0,0627	16	Prestation	21,2162
02B0017659	0,1433	0,8567	0	0,6361	0,0603	0,0603	0,0880	0,0404	0,0226	0,0234	0,0089	0,0068	0,3301	12	Commerce	22,7902
05B0971250	0,1882	0,8118	0	0,4882	0	0	0,0771	0,0291	-0,1271	-0,2072	-0,2143	-0,1781	0,1414	9	Commerce	20,8486
98B0005752	0,4966	0,5034	0	0,2509	0	0	0,1595	0,4001	0,1389	0,1216	0,1217	0,0879	0,0624	20	Prestation	21,7339
98B0722397	0,4417	0,5583	0	0,5158	0	0	0,0070	0,2134	0,1480	0,0844	0,0844	0,0650	0,1699	16	BTP	21,4215
05B0969531	0,5750	0,4250	0	0,1051	0	0	0,2523	0,7758	0,5706	0,2180	0,2180	0,1546	0	24	BTP	19,3059
02B0723470	0,2997	0,7003	0,0048	0,5538	0,1362	0,1314	0,0016	0,1247	0,0646	0,0604	0,0445	0,0341	0,6391	25	Commerce	19,5392
07B0124013	0,3574	0,6426	0	0,5070	0,0000	0	0,1225	0,6353	0,2223	0,1031	0,1007	0,0799	0,3862	32	Para Pétrolier	19,8701
07B0974131	0,0825	0,9175	0,0220	0,2219	0,3140	0,2920	0,2284	0,0364	-0,0139	-0,0123	-0,0103	-0,0103	0,5173	7	Commerce	23,4800
02B0018528	0,4149	0,5851	0,1196	0,2082	0,2369	0,1172	0,1180	0,0717	0,0287	0,0197	0,0126	0,0085	0,4495	12	Commerce	20,6827
01B0122979	0,7002	0,2998	0	0,2207	0,0096	0,0096	0,0508	0,6351	0,0789	0,0301	0,0315	0,0302	0,1739	13	Para Pétrolier	19,8005
97B0742003	0,1842	0,8158	0,3687	0,3171	0,4490	0,0803	0,0134	0,3839	0,2517	0,1274	0,0678	0,0812	0,2987	47	commerce	21,7159

ANNEXE 3 : Les données de l'étude.

ANNEXE 4 : La corrélation de Pearson.

Corrélations

		TD	TDF	VA	GAR	AGE	SIZE	IND	COM
TD	Corrélation de Pearson	1	,452**	-,219	,265	-,052	-,055	,201	,056
	Sig. (bilatérale)		,005	,193	,113	,761	,745	,232	,740
	N	37	37	37	37	37	37	37	37
TDF	Corrélation de Pearson	,452**	1	-,410*	,433**	,229	,204	,450**	,219
	Sig. (bilatérale)	,005		,012	,007	,172	,226	,005	,192
	N	37	37	37	37	37	37	37	37
VA	Corrélation de Pearson	-,219	-,410*	1	-,376*	,260	-,155	-,155	-,528**
	Sig. (bilatérale)	,193	,012		,022	,120	,358	,361	,001
	N	37	37	37	37	37	37	37	37
GAR	Corrélation de Pearson	,265	,433**	-,376*	1	,322	-,097	,342*	,318
	Sig. (bilatérale)	,113	,007	,022		,052	,569	,038	,055
	N	37	37	37	37	37	37	37	37
AGE	Corrélation de Pearson	-,052	,229	,260	,322	1	,069	,116	,006
	Sig. (bilatérale)	,761	,172	,120	,052		,684	,494	,973
	N	37	37	37	37	37	37	37	37
SIZE	Corrélation de Pearson	-,055	,204	-,155	-,097	,069	1	,013	,382*
	Sig. (bilatérale)	,745	,226	,358	,569	,684		,937	,020
	N	37	37	37	37	37	37	37	37
IND	Corrélation de Pearson	,201	,450**	-,155	,342*	,116	,013	1	-,364*
	Sig. (bilatérale)	,232	,005	,361	,038	,494	,937		,027
	N	37	37	37	37	37	37	37	37
COM	Corrélation de Pearson	,056	,219	-,528**	,318	,006	,382*	-,364*	1
	Sig. (bilatérale)	,740	,192	,001	,055	,973	,020	,027	
	N	37	37	37	37	37	37	37	37

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

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

ANNEXE 5 : Estimation du TD_i par MCO.

```
. reg totaldet va gar age size IND COM
```

Source	SS	df	MS			
Model	.200258562	6	.033376427	Number of obs =	37	
Residual	1.59296474	30	.053098825	F(6, 30) =	0.63	
Total	1.7932233	36	.049811758	Prob > F =	0.7061	
				R-squared =	0.1117	
				Adj R-squared =	-0.0660	
				Root MSE =	.23043	

totaldet	Coef.	Std. Err.	t	P> t	[95% Conf. Interval]	
va	-.0736506	.1906852	-0.39	0.702	-.4630817	.3157805
gar	.1898057	.2221031	0.85	0.400	-.2637893	.6434008
age	-.0027406	.005293	-0.52	0.608	-.0135503	.0080691
size	-.0048906	.0240165	-0.20	0.840	-.0539388	.0441577
IND	.0666671	.1355229	0.49	0.626	-.2101075	.3434418
COM	-.0007693	.1450055	-0.01	0.996	-.2969101	.2953714
_cons	.7774415	.4691281	1.66	0.108	-.1806459	1.735529

ANNEXE 5.1 : Estimation du TDF_i par Tobit.

```
. tobit totaldettesfinancieres va size GAR age IND COM , ll
```

Tobit regression	Number of obs =	37
	LR chi2(6) =	25.61
	Prob > chi2 =	0.0003
Log likelihood = 1.1103026	Pseudo R2 =	1.0949

totaldette-s	Coef.	Std. Err.	t	P> t	[95% Conf. Interval]	
va	-.2159706	.1728734	-1.25	0.221	-.5685482	.136607
size	.0170668	.0203787	0.84	0.409	-.0244958	.0586294
GAR	.2110555	.1790154	1.18	0.247	-.1540488	.5761597
age	.0032184	.0043049	0.75	0.460	-.0055615	.0119983
IND	.2560861	.0985251	2.60	0.014	.0551429	.4570293
COM	.153211	.1056191	1.45	0.157	-.0622005	.3686225
_cons	-.4185512	.4082701	-1.03	0.313	-1.251224	.4141212
/sigma	.1637196	.0253561			.1120056	.2154336

```
Obs. summary:      15 left-censored observations at totaldette-s<=0
                   22 uncensored observations
                   0 right-censored observations
```

ANNEXE 5.1 (suite)

```
. tobit totaldettesfinancieres va size GAR age IND , ll
```

```
Tobit regression                Number of obs   =        37
                               LR chi2(5)          =        23.45
                               Prob > chi2         =        0.0003
Log likelihood = -.02919554      Pseudo R2       =        1.0025
```

totaldette-s	Coef.	Std. Err.	t	P> t	[95% Conf. Interval]	
va	-.3805763	.1373196	-2.77	0.009	-.6602871	-.1008655
size	.0260925	.0196778	1.33	0.194	-.0139898	.0661748
GAR	.1893384	.1815096	1.04	0.305	-.1803847	.5590614
age	.0054243	.0041144	1.32	0.197	-.0029564	.013805
IND	.1725892	.0793564	2.17	0.037	.0109456	.3342328
_cons	-.4992528	.4084308	-1.22	0.230	-1.331199	.3326934
/sigma	.1677331	.026123			.1145224	.2209438

```
Obs. summary:      15 left-censored observations at totaldette-s<=0
                   22 uncensored observations
                   0 right-censored observations
```

```
. tobit totaldettesfinancieres va size GAR IND , ll
```

```
Tobit regression                Number of obs   =        37
                               LR chi2(4)          =        21.76
                               Prob > chi2         =        0.0002
Log likelihood = -.81620137      Pseudo R2       =        0.9302
```

totaldette-s	Coef.	Std. Err.	t	P> t	[95% Conf. Interval]	
va	-.3133429	.1272964	-2.46	0.019	-.5723295	-.0543563
size	.034524	.0194264	1.78	0.085	-.0049993	.0740472
GAR	.303606	.1667423	1.82	0.078	-.0356338	.6428458
IND	.165959	.0819493	2.03	0.051	-.0007682	.3326862
_cons	.626628	.4138191	1.51	0.139	-1.468549	.2152933
/sigma	.1738612	.0271082			.1187093	.2290132

```
Obs. summary:      15 left-censored observations at totaldette-s<=0
                   22 uncensored observations
                   0 right-censored observations
```