

**République algérienne démocratique et populaire**  
**Ministère de l'Enseignement Supérieur et de la Recherche Scientifique**  
**Université Mohamed Boudiaf à M'sila**

**Faculté: des Sciences économiques et commerciales et de gestion**

**Domaine: des Sciences économiques et commerciales et de gestion**

**Département : Finance et Comptabilité**

**Branche : Finances et comptabilité**



**numéro:.....**

**Spécialisation: Comptabilité et Audit**

**Mémoire de fin d'études élaboré en vue de l'obtention du diplôme de Master Académique**

**Réalisé par:**

**Ben khonata chaima**

# **la déterminant de la structure financière des entreprises algériennes**

**Devant le jury:**

	<b>Université de M'Sila</b>	<b>Président</b>
<b>Gharbi hamza</b>	<b>Université de M'Sila</b>	<b>Rapporteur</b>
	<b>Université de M'Sila</b>	<b>Examineur</b>

**Année Universitaire :2020/2021**

## **Remercient**

Je remercie mon bon dieu qui m'a permis de Nemer à bien cette recherche scientifique et qui mon impaire santé, bien-être et détermination.

J'adresse mes sincères remerciement et ma gratitude à honorable Dr " Gharbi hamza" pour tous les conseils et l'information précieuses qu'il ma fournis qui dans ses divers aspect. Nous adressons également le comité de discussion.

Ainsi que mes sincères remercient au personnel administratif de la faculté des sciences économique commerciales et de gestion.

## **Dédicace**

Je dédie ce modeste travail à :

### **Mon mère :**

Aucune dédicace ne saurait exprimer l'affection et l'amour que j'éprouve envers toi. Puisse ce travail être la récompense de tes soutiens moraux et sacrifices.

### **Mon père :**

Puisse en modeste travail constituer une légère compensations pour tous les nobles sacrifices que tu t'es imposé pour assurer mon bien être et mon éducation.

### **Mes frères :**

Mon espoir dans la vie : Asma, Imane, sain Eddine, israa, Adam.

### **Poussin :**

Ben geussmia firas Eddine.

### **Mon professeur est à l'école primaire :**

Moumen Siham.

Sans oublier mes camarades de la promotion comptabilité financières, tous promos de 2021.

## L'abréviation

L'abréviation	
CGNC	Code général de normalisation comptable
PME	Petit et moyennes entreprise
OCA	Ordinaires convertible en actions
OBSA	Ou à bons de souscription d'action
ORA	Remboursable en action
CCA	Comptes courants d'associés
SCR	Spécialisées dans le capital risque
FCPR	Fonds communs de placement à risque
FIP	Fonds d'investissement de proximité
OPF	L'offre à prix ferme
OPM	L'offre à prix minimal
OPO	L'offre à prix ouvert
TVA	Taxe sur la valeur ajoutée
OPA	Offre publique d'achat
SNC	Société en nom collectif
TD	La taille de dette
M&M	Modigliani et Miller
RE	rentabilité
SPA	Société par actions
GAR	Garantes
TA	La taille
CR	Croissances
CA	Chiffre d'affaire
SARL	Société à responsabilité limité
EURL	Entreprise unipersonnel a responsabilité limite

# Introduction

# Introduction

---

## Introduction:

L'entreprise économique à occuper une place importante dans les écrits et les travaux des économistes dans leur diverses vies idéologiques, car elle est le noyau de base de l'activité économique dans la société, car c'est un cadre dans lequel l'organisateur exerce son activité économiques en mêlant entre et des sources externes de financement en suivant des modes de financement et des déterminants en adéquation avec l'activité de ces L'entreprise pour répondre à leur besoins financiers afin de préserver son développement et sa stabilité et suivre le rythme élève des taux de croissance dès L'entreprise a la lumière des circonstances actuelles vécues par l'Algérie et le monde entier, et dans un souci d'accompagner les transformation économiques, de nouveaux concepts sont apparus appelant le monde à suivre le rythme des progrès civilisation, en adoptant la politique d'over marché, qui appelait à L'entreprises économiques à rechercher les moyens parvenir après avoir vécu dans la cadre des plans de l'État. Le développement a tenté d'adopter la logique de la privatisation afin d'étendre son activité et d'améliorer la qualité de sa production. Et des défauts couverts par l'Etat sont apparus, dont les plus importantes sources de financement afin d'assurer son efficacité et de créer un environnement financier adapté aux changements existants, et à partir de là, il devient clair que le l'importance des financements au sein de L'entreprise.

L'entreprise est tenue d'inclure les décision de financement parmi les outils efficaces pour rationaliser l'utilisation des ressources que elle utiliser, ce que augmente son efficacité et cela ne lui arrivera qu' après une analyse scientifique minutieuse des alternative de financement disponibles et une étant donné que la différence et la décision de financement et leur inhomogénéité donne à L'entreprise une opportunité diversification et comparaison entre elles pour atteindre le mix de financement optimal, qui équilibre le rendements elles risque qui en découlent, et travaille à concilier les divers individus avec les intérêts dans L'entreprise il est devenu nécessaire pour la trajectoire financier en pensant à l'ensemble des variables qui régissent et déterminent le processus de financements, en s'appuyât sur les ressources internes de l'établissement sous forme d'autofinancement, et en cas d'insuffisance, il a recours à la gestion des ressources externes et la réalisation d'un équilibre entre les facteurs affectant la structure financier de manière appropriée.

# Introduction

---

## **\*Problématique :**

A travers ce qui précède, le problème qui nous cherchons à aborder à travers cette étude est principalement représenté en répondant à la question suivante :

- Quelle est le déterminant de la structure financière des entreprises algérienne ?

A la lumière de cette question principale et dans le cadre de la réponse, nous pouvons poser la sous-question suivante :

- Quelles sont les sources de la structure financière d'une entreprise économique ?
- La forme juridique affecte-t-elle la structure financière ?
- La taille et la rentabilité affectent-elle la structure financière ?

## **\*L'hypothèse :**

Les sources de financement dont dispose l'entreprise économique varient entre deux sources principales : les fonds de propriété et les fonds de dette, qui forment ensemble la structure dite financière de l'Entreprise économique.

- Oui, la forme juridique affecte la structure financière.
- Oui, la taille et la rentabilité affecte la structure financière.

## **\*Les raisons du choix d'une étude :**

Cette étude est la suivante :

- Le sujet de la structure financière est l'une des questions les plus importantes qui ont reçu l'attention de la recherche scientifique afin d'expliquer le comportement financier de l'entreprise économique.
- Renseignez-vous sur les sources de financement les plus importantes à la disposition de l'entreprise économique.
- En comprenant les déterminants qui expliquent la structure financière de l'entreprise économique, cette étude contribue à une série de réformes du système financier afin de l'adapter aux exigences de l'économie de marché.

## **\*L'objectif de l'étude :**

- Essayez de comprendre comment l'aspect théorique d'une étude correspond à la réalité appliquée du domaine.
- renseignez-vous sur les déterminants les plus importants de la structure financière de l'organisation.
- essayer de voir l'intégrité des décisions de financement dans l'entreprise économique en étudiant le cas d'une L'entreprise économique algérienne.

## Introduction

---

### **\*méthodologie :**

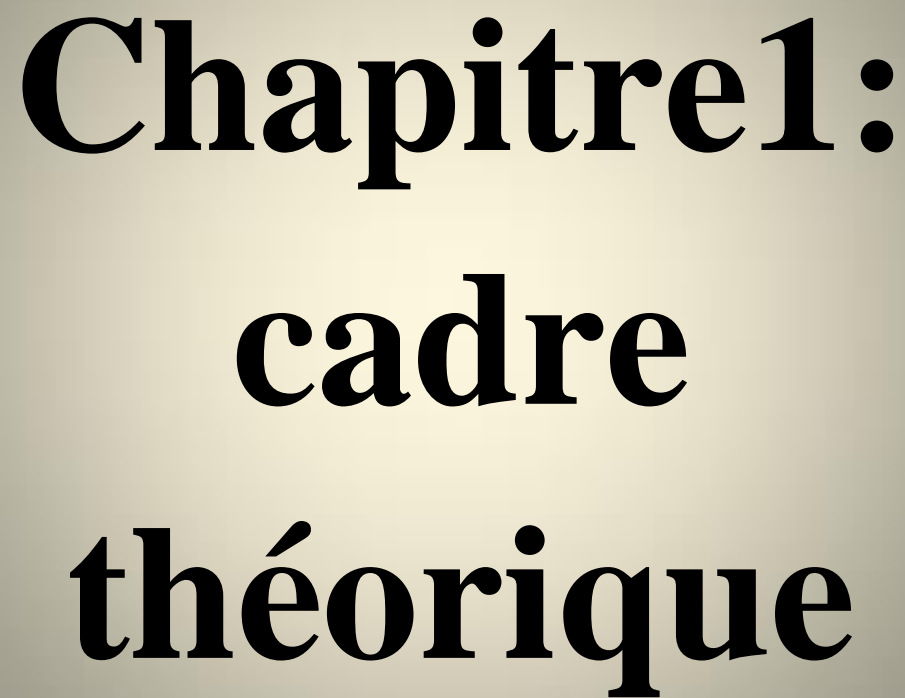
Afin de répondre à différentes questions soulevées qui reflètent le problème de l'étude et afin de choisir la validité des hypothèses mentionnées précédemment, nous avons utilisé l'approche descriptive analytique. Approche descriptive de l'aspect théorique de la définition des termes entourant le sujet de la recherche et de l'identification de ses différents aspects, en plus de l'approche Analytique connaître l'aspect pratique connaître les déterminants de la structure financière de l'institution économique en fonction de l'information que nous obtenons de l'échantillon.

### **\*structure de l'étude :**

Afin de prendre note des particularités de la structure financier de L'entreprise et de tester la validité des hypothèses nous avons commencé avec l'introduction en général comme une introduction au sujet puis divisé l'étude en deux chapitres comme suit :

Chapitre 01 : Il a été consacré à la définition des sources les plus importantes dont dispose L'entreprise économique, et pour cela, puis l'a divisé en deux thèmes principaux. Le premier thème de ce chapitre est consacré à l'étude des sources de la structure financière de L'entreprise à partir de sources de financement internes et externes.

Comme pour le deuxième chapitre, ce chapitre est consacré à lier le côté théorique avec le côté pratique. Dans ce chapitre, nous avons étudié un échantillon de 100 entreprises Algériennes, et nous avons projeté nos résultats sur les entreprises algériennes.



**Chapitre 1:  
cadre  
théorique**

## Chapitre 01: Les Sources de financement et les Théories de la structure financière:

### Section 01 : Les Sources de financement:

**LES SOURCES DE FINANCEMENT :** Le choix de financement le mieux approprié représente un aspect déterminant de la stratégie financière de l'entreprise. Cependant, afin de réussir ce choix, l'entreprise doit connaître, au préalable, les différentes sources de financement existantes. En effet, plusieurs sources de financement peuvent se présenter : le financement par fonds propres, le financement par endettement, le financement par quasi fonds propres, le financement par ouverture du capital, ainsi que d'autres sources de financement.

### Sous section 01: LE FINANCEMENT PAR FONDS PROPRES:

**1-L'AUTOFINANCEMENT:** Selon le code général de normalisation comptable (C.G.N.C), l'autofinancement constitue « le surplus monétaire (ressource) généré par l'entreprise et conservé durablement pour assurer le financement de ses activités ». En fait, il s'agit de financer des projets de l'entreprise en décidant la mise en réserve d'une partie ou de la totalité des bénéfices. L'autofinancement représente la différence entre la capacité d'autofinancement et les dividendes distribués au cours de l'exercice<sup>1</sup>. Sur le plan stratégique, l'autofinancement garantit aux entreprises une liberté en matière de choix d'investissement. Tandis que financièrement, la minimisation du recours à l'endettement permet les entreprises d'améliorer leur rentabilité en réduisant le fardeau des charges financières. Néanmoins, un autofinancement « trop élevé peut inciter la mise en œuvre d'investissements inutiles, comme il peut amener l'entreprise à négliger l'endettement (qui peut améliorer la rentabilité des fonds propres grâce au phénomène de l'effet de levier ) » (Belkahia & Oudad, 2007, p. 163).<sup>2</sup>

**2-LES CESSIONS D'ACTIF IMMOBILISE:** Il s'agit d'opérations de désinvestissement, la plus-value de cession après impôt constitue également une ressource de financement interne obtenue suite à la cession des actifs immobilisés de l'entreprise. Cette cession qui peut être le résultat d'une réorientation stratégique de certaines activités ou tout simplement de renouvellement d'immobilisation. Cependant, « les cessions ne peuvent constituer une ressource

---

<sup>1</sup> Fadoua anairi ,Said Radi,-source de financement des petites et moyennes entreprises(PME)et contraintes de survie-,european scientific journal, septembre2017,editionvol13,no25,p321.

<sup>2</sup> Ibid, p322.

récurrente significative sans que l'on se pose la question de la pérennité de l'entreprise (risque de liquidation) » (Cabane, 2014, p. 214).

### **3- LES CESSIONS BAIL (LEASE-BACK):**

Appelées également (cession-location), c'est une opération consistant pour une entreprise à céder des biens immobiliers (usine, siège social) ou des biens d'équipement (matériel) à une société de crédit-bail pour lui relouer ensuite. Cette opération permet à l'entreprise cédante de se procurer des capitaux pour financer des projets d'investissement, cependant, elle l'oblige à s'engager envers l'acquéreur sur la durée de la location et le montant des loyers. (Cabane, 2014, p. 217).

**4- L'AUGMENTATION DU CAPITAL:** L'augmentation du capital constitue une création de nouvelles actions achetées par des actionnaires déjà présents dans l'entreprise ou bien par de nouveaux actionnaires. Lorsque les fonds supplémentaires sont apportés par de nouveaux actionnaires, cela signifie l'ouverture du capital et donc un partage de pouvoir et de bénéfices avec les nouveaux souscripteurs. Cependant, contrairement aux sociétés cotées en bourse où l'augmentation du capital est ouverte. Au niveau des PME, elle est généralement fermée, étant donné que « les actionnaires majoritaires sont souvent soucieux de la préservation de leur indépendance et de leur contrôle » (Abdeljalil, 2002, p. 221).<sup>3</sup>

Il existe plusieurs modalités d'augmentation du capital :

\* **L'augmentation de capital par apports en numéraire :** est la forme la plus intéressante puisqu'elle est la seule qui procure à l'entreprise de nouvelles sources financières. Elle permet d'augmenter le fonds de roulement par des apports en trésorerie et d'assurer une certaine autonomie financière.

\* **L'augmentation de capital par apports en nature :** Il s'agit d'apport d'actifs en nature sous forme d'immobilisations incorporelles (brevets, apports en industrie ...), d'immobilisations corporelles, financières ou d'actifs circulants (créances clients, stocks). En contrepartie de l'inscription des actifs au bilan. C'est une modalité observée surtout à l'occasion d'opérations de croissance externe : absorption, fusion, etc. L'augmentation de capital en nature permet de renforcer les fonds propres de l'entreprise sans impact sur la trésorerie, elle améliore ainsi son ratio d'endettement.

---

<sup>3</sup> Même référence .

\* **L'augmentation de capital par incorporation de réserves** : l'entreprise augmente son capital en intégrant les réserves accumulées majorées le cas échéant du résultat de l'exercice, du report à nouveau et des primes d'émissions antérieures. Cette forme d'augmentation de capital n'ajoute aucune liquidité à l'entreprise sauf qu'elle permet de communiquer les performances de la société auprès d'un public élargi (Legros, 2010).

\* **L'augmentation de capital par conversion de dettes** : Il s'agit d'une conversion de dettes des créanciers de l'entreprise en actions afin de réduire son endettement tout en s'engageant sur un futur meilleur. Cette modalité permet de convertir certains bailleurs de fonds du statut de créancier à celui d'actionnaire. Notons qu'aucune amélioration en trésorerie n'est constatable suite à l'augmentation de capital par la conversion de dettes.<sup>4</sup>

### **Sous section 02: FINANCEMENT PAR ENDETTEMENT:**

Le financement par endettement représente une nécessité du financement avec les capitaux propres. L'endettement peut être sous forme d'emprunts bancaires en recourant aux établissements de crédit, ou sous forme des emprunts obligataires à travers l'émission des titres obligataires au marché financier.

**1- LE FINANCEMENT BANCAIRE:** En plus de leurs sources internes, les PME peuvent se financer également en recourant à la banque. Cependant, le recours à l'emprunt bancaire est en forte relation avec la capacité du remboursement et d'endettement et le risque encouru par le prêteur (Barneto & Gregorio, 2009). Actuellement, les banques proposent des emprunts bancaires qui se différencient par les durées, les modalités de remboursement, les taux d'intérêt, les garanties, les conditions de remboursement. Ainsi, on distingue généralement deux grandes catégories de crédits bancaires<sup>5</sup> :

**1.1- LE CREDIT A MOYEN ET LONG TERME:** Le crédit à moyen terme est destiné au financement des investissements de différentes natures. Il est qualifié d'une durée comprise entre 2 à 7 ans, quant au crédit à long terme il est d'une durée comprise entre 7 et 20 ans, et il sert à financer les investissements de longue durée. (Sauvageot, 2003, p. 104)

<sup>4</sup> دراف محمد، آليات وهيئات تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الجزائر، دراسة تحليلية مقارنة، مذكرة لنيل شهادة ماستر اكاديمي، تخصص نقدي وبنكي، قسم العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة محمد بوضياف، المسيلة، الجزائر 2017/2018، ص96.

<sup>5</sup> عدنان طايح النعيمي، ياسين خطيب خرشة، مبادئ أساسية في الإدارة المالية، دار النشر مسيرة الأمان، 2007، ص181.

Ce type de crédit permet le financement du haut de bilan des entreprises, il est accordé à ces dernières après une étude approfondie de la rentabilité du projet d'investissement. En ajoutant à cela d'autres facteurs comme le niveau d'activité et la situation financière de l'entreprise, que Adair et FHIMA (2013) ont dénommés les facteurs « endogènes », tandis qu'ils ajoutent d'autres facteurs exogènes « tels le coût du financement et les garanties requises par les banques, Les exigences des banques, surtout en matière de garanties, expliquent en grande partie l'insuffisance des concours octroyés, par rapport aux besoins exprimés ».

Barneto et Gregorio (2009) ajoutent que l'octroi de crédit est relatif à « la capacité de remboursement de l'entreprise et de sa capacité d'endettement. Il dépend également du risque encouru par les prêteurs, risque évalué par les agences de rating ».

**1.2- LE CREDIT A COURT TERME :** Le crédit à court permet le financement des besoins courants et d'exploitation de l'entreprise, il est d'une durée inférieure à deux ans (Abdeljalil, 2002). Il existe plusieurs modalités de financement par crédit à court terme :

**A.LE CREDIT DE TRESORERIE:** Le financement par crédit de trésorerie contient trois grandes catégories (Sauvageot, 2003, p. 118;120) : Crédits de trésorerie, non spécialisés et non mobilisables ; Crédits de trésorerie, spécialisés et mobilisables ; Crédits de trésorerie, non spécialisés et mobilisables.<sup>6</sup>

\* **Le découvert** : Il constitue une forme de financement par crédits de trésorerie, non spécialisé et non mobilisable. Le découvert est caractérisé par une position débitrice sur le compte courant bancaire de l'entreprise, toléré par la banque pour une durée de quelques mois (si le découvert est inférieur à un mois il devient une facilité de caisse accordée pour des échéances difficiles), qui accorde un plafond de découvert modifiable à tout moment, ce type de financement bancaire se matérialise par un taux d'intérêt élevé suite à l'absence de garantie et au manque d'adossement à un bien.

\* **Crédits de trésorerie, spécialisés et mobilisables:** Cette catégorie de crédit contient :

- Les crédits de compagnie servant à financer les besoins d'exploitations liées aux fluctuations saisonnières sous la forme de billets mobilisables ;
- Les crédits sur stock qui prennent la forme d'un warrant, les stocks présentent un

---

<sup>6</sup> Même référence , p183.

gage pour les crédits. Ils permettent d'affecter des marchandises en garantie des avances accordées par la banque en remettant un récépissé-warrant • Les crédits de préfinancement des marchés publics et à l'exportation.

\* Le billet de trésorerie : Le billet de trésorerie est un crédit de trésorerie non spécialisé qui constitue « un titre de créance négociable au porteur, émis par une entreprise, constatant une créance productive d'intérêts que l'émetteur s'engage à rembourser à une échéance déterminée » (Sauvageot, 2003, p. 120).

## **B. LE FINANCEMENT PAR MOBILISATION DE CREANCES:**

Le financement par mobilisation de créances peut avoir plusieurs formes telles que l'escompte, la cession (daily), la LCR, l'affacturage. (Sauvageot, 2003, p. 114;116).

\* **L'escompte des effets de commerce** : Il constitue la forme la plus ancienne de financement par mobilisation de créances commerciales, « le crédit d'escompte porte sur des effets de commerce, c'est à dire, des lettres de change, ou traites, et des billets à ordre. L'entreprise qui a besoin d'argent remet à sa banque, en les endossant, les effets qu'elle détient en portefeuille. Le banquier, en contrepartie, crédite le compte de l'entreprise des montants figurant sur les effets, déduction des agios (commissions et charges d'intérêt), il assure lui-même le recouvrement des créances à la date d'échéance des effets. En cas de non-paiement, il débitera le compte de l'entreprise du montant des effets impayés » (Sauvageot, 2003, p. 114) . L'avantage de l'escompte commercial c'est qu'il est peu coûteux et que son obtention est facile suite aux garanties offertes au banquier. Cependant, il présente l'inconvénient de rigidité dans la gestion des crédits à la clientèle (difficultés dues aux retards, aux impayés).

\* **Le crédit de mobilisation des créances commerciales (CMCC)** : Ce crédit permet d'escompter un billet de trésorerie où sont regroupées plusieurs créances contrairement à l'escompte des effets de commerce qui représentent des créances individualisées. Le billet de trésorerie est escompté par le banquier<sup>1</sup>.

\* **La cession de créances professionnelles (loi Daily)** : elle permet la cession de créances à titre d'escompte ou à titre de garantie qui sont inscrites sur un bordereau. Ce dernier permet le transfert de la propriété des créances à la banque une fois y remis. Le cédant reste garant solidaire du paiement des créances cédées.

\* **La lettre de change relevé (LCR)** : C'est un moyen de recouvrement des

---

<sup>1</sup> براق محمد، غربي حمزة، مدخل الى السياسة المالية للمؤسسة، دار النشر المكتبة الجامعي الحديث، 2015 .

créances à court terme, qui possède les mêmes caractéristiques de la traite, sauf qu'elle est stipulée sans frais et les échéances sont fixes.

**L'affacturage** : L'affacturage est un contrat constatant le transfert de propriété de créances commerciales à une société spécialisée « factor », qui assure l'opération du recouvrement et paiement des créances pour le compte de son titulaire. Au niveau de la comptabilité du vendeur, les comptes clients sont remplacés par le compte unique au nom du Factor.

**1.3- LES EMPRUNTS OBLIGATAIRES:** L'emprunt obligataire est un moyen de financement particulier réservé aux sociétés par actions, qui doivent respecter certaines conditions pour accéder à l'épargne publique<sup>50</sup>. Il représente généralement un montant important, divisé en fractions égales appelées obligations qui sont définies comme « des titres de créance, au porteur ou nominatif, dématérialisé, qui se caractérisent par une valeur nominale, un prix d'émission, et un prix de remboursement » (Barreau et al., 2005, p. 370). Les obligations peuvent être ordinaires, convertibles en actions(OCA), remboursables en actions (ORA) , ou à bons de souscription d'actions (OBSA) (Legros, 2010).

### **sous section 03 : LE FINANCEMENT PAR QUASI-FONDS PROPRES:**

Il existe des sources de financement hybrides, dont la nature se situe entre les fonds propres et les dettes, parmi ces fonds propres, on distingue les avances en comptes courants d'associés (CCA) titres participatifs, les titres subordonnés, et les comptes bloqués d'associés<sup>1</sup>.

#### **1- LES AVANCES EN COMPTES COURANTS D'ASSOCIES:**

(CCA) Sur le plan juridique, ils constituent des prêts accordés par les associés à leur société, leur mode de rémunération est indépendant de la rentabilité de l'entreprise. Ce mode de financement est largement utilisé par les PME à caractère familial, parce qu'il représente plusieurs avantages. En fait, les CCA contrairement à l'augmentation de capital ils n'impliquent pas des formalités particulières, ni des coûts explicites, en plus leur rémunération est déductible fiscalement dans la limite d'un taux plafonné, et sous réserve de remplir certaines conditions, et un revenu imposable pour l'associé ou le dirigeant 51.

**2- LES PRETS PARTICIPATIFS:** Les prêts participatifs sont considérés comme des dettes de dernier rang, ils sont accordés par les établissements de crédit au

---

<sup>1</sup>Alian Gremillet et christin Lefebvre, Endettement de l'entreprise politique et gestion ,édition d'organization,paris,1978, p194.

profit des entreprises surtout les PME (Barreau et al., 2005, p. 368). Se sont des prêts de longue durée qui ont les mêmes caractéristiques des dettes (l'exigibilité, le mode de rémunération, etc.). Les prêts participatifs sont placés dans les comptes de l'entreprise parmi les postes constituant les fonds propres et non pas dans ceux relatifs à l'endettement. Ainsi, leur rémunération est double, « une partie fixe majorée d'une prime de risque et une partie variable fonction du résultat de l'entreprise » (Abdeljalil, 2002, p. 235).

**3- FINANCEMENT MEZZANINE :** Appelé également Financement subordonné, c'est un financement à mi-chemin entre la dette et le capital, qui peut être utilisé pour le financement de croissance (interne ou externe), pour le renforcement des fonds propres, ou pour une transition patrimoniale. Le risque associé à ce type de financement implique un taux d'intérêt plus important que les emprunts classiques (conseil déontologique des valeurs mobilières, 2011), du fait qu'il représente un statut de quasi-fonds propres et donc il « s'inscrit dans une approche d'accompagnement à moyen/long terme du management et des actionnaires de l'entreprise financée » (Barneto & Gregorio, 2009, p. 432).<sup>1</sup>

**sous section 04 : FINANCEMENT PAR OUVERTURE DU CAPITAL:**

L'ouverture du capital signifie l'entrée de nouveaux actionnaires au capital de l'entreprise. Principalement, le financement par cette technique peut se faire soit par le capital-risque, ou à travers l'introduction en bourse<sup>2</sup>.

**1- FINANCEMENT PAR CAPITAL-RISQUE:** Le capital risque est une composante du capital investissement qui comprend également (capital-développement, le capital-transmission et le capital-retournement). C'est une technique de financement très répandue en occident et connue aux États-Unis sous le nom de « Venture Capital », elle comprend une panoplie des activités ce qui à engendré certaines difficultés de définition et d'approche (Abdeljalil, 2002, p. 235). Pour Chatti et others (2010), le capital-risque consiste « à prendre des participations minoritaires (pour laisser le chef d'entreprise majoritaire) et temporaires dans le capital des entreprises naissantes ou très jeunes, non cotées, à fort potentiel de croissance, au cours de leurs toutes premières années d'existence. Il représente une véritable aventure de partenariat à long terme (5 à 10 ans) entre un industriel créateur et un financier, associés dans un projet d'entreprise. Les deux

---

<sup>1</sup>Meme référence, p 196.

<sup>2</sup>Ibid, p198.

parties assument tous les risques inhérents au projet et partagent ainsi les pertes et les profits. C'est une activité d'intermédiation financière à vocation d'investissement<sup>1</sup>. Selon la maturité du projet à financer, le capital-risque se subdivise en trois phases : l'amorçage, le démarrage (ou la création) et la post-crétion ». La croissance et le développement du capital-risque sont dus à la réticence exprimée par les banques classiques surtout lorsqu'il s'agit de financement des projets supposant un niveau de risque élevé notamment pour les jeunes entrepreneurs et les PME (conseil déontologique des valeurs mobilières, 2011). Ce type de financement permet d'apporter en plus « des fonds, l'expertise, la réputation et l'accompagnement à l'investisseur » (SAINT-PIERRE & BENNAMARA, s. d., p. 5). Le capital-risque peut être mis en oeuvre à travers le Business-Angels, Sociétés spécialisées dans le Capital risque (SCR), Fonds de capital-risque, Fonds Communs de Placement à risque (FCPR), Fonds Communs de Placement dans l'innovation (FCPI), et le Fonds d'investissement de proximité (FIP)<sup>52</sup>. Il peut avoir plusieurs formes (Abdeljalil, 2002) :

- La prise de participation immédiate dans le capital social de l'entreprise ;
- Le financement par des prêts participatifs ;
- Les souscriptions à des obligations convertibles ;
- La souscription à des certificats d'investissement ;
- Les obligations à bon de souscription d'actions ;

L'apport en CCA après prise de participation. Certains OPCVM spécialisés en capital-risque développement commencent à voir le jour et se focalisent sur la participation au financement de PME à fort potentiel parallèlement à des participations dans des actifs cotés.

Se sont des OPCVM à haut risque généralement adossés à des organismes financiers importants.

**2- LE FINANCEMENT VIA LE MARCHE BOURSIER:** La bourse est un marché financier où se vendent et s'achètent des instruments financiers. Dont on distingue deux types (Barreau et al., 2005, p. 20):

- les titres : actions, certificats d'investissement, obligations ...
- les instruments divisés : contrats à terme et contrats optionnels.<sup>1</sup> Le marché financier est « divisé en plusieurs compartiments régis par des règles spécifiques.

---

<sup>1</sup> Même référence, p199.

Chacun de ces compartiments représente des degrés de risque et de liquidité différents »(Barneto & Gregorio, 2009, p. 40).

Le financement via le marché financier présente de nouvelles opportunités de développement et croissance pour les PME. En effet il leur permet de détenir des fonds propres importants, acquérir une image transparente et saine, accroître leur notoriété (Fadil, 2005).

L'introduction en bourse pour les PME est une reconnaissance de la capacité de leur développement.

Toutefois, cela n'est pas simple et représente un coût important. En fait, l'entreprise doit bien se préparer avant de s'introduire en bourse, il lui faut du temps et d'énergie, afin de s'adapter aux différentes mutations. Plusieurs caractéristiques peuvent encourager ou décourager l'introduction en bourse pour une entreprise telle que sa taille, le stade de son développement, le nombre d'années de son existence, l'expérience de son propriétaire -dirigeant, la nature de son activité, et la présence ou l'absence d'une politique de croissance au sein d'elle (Desroches, Jog, & Théberge, 1991).

On distingue plusieurs procédures d'introduction en bourse 53:

\* L'offre à prix ferme (OPF) : L'introduction en Bourse avec l'OPF permet de fixer un prix de vente unique des titres émis. Les ordres d'achat peuvent avoir lieu uniquement à ce prix de vente.

\* L'offre à prix minimal (OPM) :L'OPM comporte un prix minimum qui est retenu pour la vente des actions. Les ordres à cours limités sont les seuls acceptés, à condition qu'ils soient dans une limite raisonnable par rapport au prix de l'offre. Ces ordres sont valables uniquement le jour de l'introduction. Une fois tous les ordres réceptionnés, le premier cours coté correspond alors à la limite inférieure de la dernière tranche d'ordres servis.<sup>2</sup>

\* L'offre à prix ouvert (OPO) :L'OPO consiste à fixer une fourchette (prix minimum et maximum) à l'intérieur de laquelle le prix définitif sera fixé au dernier moment en fonction des ordres d'achat et la quantité de titres disponibles. Une fois que tous les ordres sont reçus, seuls les ordres supérieurs ou égaux au prix définitif fixé seront servis selon un taux de service calculé. En donnant un ordre d'achat

---

<sup>1</sup> علام عبد الكريم، بوساق حسام، محددات تمويل البنوك للمؤسسات الجزائرية، دراسة على عينة من المؤسسات، مذكرة لنيل ماستر اكايمي، تخصص محاسبة وبنوك، قسم المالية والمحاسبة، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة محمد بوضياف، المسيلة، الجزائر، 2019/2018، ص80.

<sup>2</sup> Meme référence, 83.

avec un prix plus élevé dans la fourchette proposée, la demande est réduite et permet d'obtenir un taux de service plus important pour son ordre. L'OPO est la procédure d'introduction la plus utilisée à ce jour.

\* La cotation directe : Cette procédure ressemble à l'OPM sauf que tous les types d'ordres d'achat sont acceptés. L'entreprise indique donc un seuil de prix minimum puis le prix retenu est le prix qui permet d'échanger le plus d'actions. Le prix ne pourra être supérieur à 10% du prix minimum sinon une nouvelle procédure sera enclenchée.

Le placement dit garanti : Le placement dit garanti s'adresse aux investisseurs institutionnels. Le prix des actions fixé est supérieur ou égal au prix de l'OPF.

**AUTRES SOURCES DE FINANCEMENT:** En plus des différentes sources de financement déjà citées, il existe d'autres sources de financement complémentaires et nécessaires pour le financement des entreprises et spécialement, les PME.<sup>1</sup>

**1 CREDIT-BAIL :**Le crédit-bail est un financement qui s'est largement développé<sup>54</sup> (Sauvageot, 2003, p. 110), il correspond à un contrat de location, portant sur un bien meuble (crédit-bail mobilier équipements informatiques, matériels de travaux publics, véhicules utilitaires...), ou un bien immeuble (crédit-bail immobilier : entrepôts, ateliers, bâtiments industriels, commerciaux ou administratifs ... ),

spécialement achetés en vue de cette location par des sociétés de financement appelées organismes de créditbail(OCB) (Abdeljalil, 2002). Sur le plan juridique, « le crédit-bail correspond à une location assortie d'une option d'achat à un prix déterminé d'avance » (Keiser, 1995, p. 403). Cependant, il faut distinguer le contrat crédit-bail des autres contrats de location simple puisqu'à la fin du contrat, le locataire dispose de trois choix : l'achat du bien (Lever l'option d'achat), le renouvellement du contrat, ou la restitution du bien (Sauvageot, 2003). Fiscalement les loyers représentent des charges déductibles du bénéfice imposable, et la Taxe sur la valeur ajoutée (TVA) sur les loyers facturée par le bailleur est récupérée par le locataire. Cependant ce dernier ne peut pas amortir le bien loué tant qu'il n'y a pas levé de l'option. Sur le plan financier, le crédit-bail présente l'avantage de financement à 100% des biens, il est facilement et rapidement obtenu, et pour le bailleur étant donné que c'est lui le propriétaire, il bénéficie d'une meilleure protection en cas de non-paiement par le locataire. Néanmoins, ce type de

<sup>1</sup> علام عبد الكريم، بوساق حسام، المرجع السابق، ص88.

financement est qualifié plus couteux que l'emprunt (Keiser, 1995). Sur le plan technique, le crédit-bail permet aux entreprises (surtout les PME) qui ont de faibles capacités d'endettement de bénéficier de l'utilisation des nouveaux matériaux existant sur le marché. Et donc de procéder rapidement à un échange sauf en cas d'appropriation du bien où elles peuvent confronter des difficultés pour la vente de matériaux obsolètes.<sup>1</sup>

**2 LES CREDITS FOURNISSEURS:** Le crédit fournisseur est défini comme un « Ensemble des dettes correspondant aux factures fournisseurs non encore payées. En termes de financement du besoin d'exploitation, il s'agit de la principale ressource » (Cabane, 2014, p. 384). Autrement, ce crédit permet à l'entreprise l'utilisation des marchandises livrées, mais non encore payées à ses fournisseurs (APCE, 2010) qui lui accorde un délai de paiement variable, en générale de 30 à 90 jours, matérialisé soit par (ABDELMALEK, 2012) :

- La mention « payable sous x jours » sur la facture ;
- Ou en acceptant en paiement un effet de commerce dont l'échéance équivaut à cette durée. Le crédit fournisseur reste le principal moyen de financement à court terme « il représente environ la moitié de l'endettement à court terme » (Barreau et al., 2005, p. 460).

**3 LE CREDIT FINANCIER INTERENTREPRISES:** C'est un crédit financier interentreprises, « les entreprises prêtent et empruntent à d'autres entreprises. Cependant, pour certaines, le solde des créances clients et des dettes fournisseurs est positif, ce qui les met en situation de prêteurs nets, pour d'autres le solde est négatif, ce qui les place en situation d'emprunteurs nets » (Dietsch & Kremp, 1998). Ce mode de financement n'est pas très répandu que le crédit fournisseur (ABDELMALEK 2012). Alors, comme présenté ci-dessus, les PME disposent de plusieurs sources de financement internes et externes.<sup>2</sup> Cependant, le crédit bancaire constitue la source de financement externe la plus utilisés par les PME. En effet, selon la banque de France, en juillet 2014, les encours de crédit aux PME à l'actif des banques est évalué à 377 milliards d'euros, soit 45%, alors qu'ils ne représentent que 10% pour les grandes entreprises (Cailloux, Landier, & Plantin, 2014). En vertu de l'enquête menée par la Banque Centrale Européenne (BCE) en

<sup>1</sup> Meme réfirance.

<sup>2</sup> العطري هدى، العوامل المؤثرة على هيكل الخصوم في المؤسسة الجزائرية، دراسة تجريبية، مذكرة لنيل شهادة ماستر اكاديمي، تخصص محاسبة وتدقيق، قسم علوم المالية ومحاسبة، كلية علوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة محمد بوضياف، المسيلة، الجزائر، 2018/2019، ص43.

2014 sur l'accès au financement des entreprises belges et européennes, les résultats montrent que le crédit bancaire occupe la plus grande part des sources de financement pour les PME avec 57% en Union Européenne (UE) et 65% en Belgique, en deuxième position on trouve le financement par le leasing avec vente (crédit-bail) (35% contre 47% en UE), ensuite le recours aux formes de prêt provenant de la famille, d'amis, d'actionnaires ou d'entreprises liées (28% contre 19% en UE), ensuite l'autofinancement (17% contre 25% en UE).

La survie et la performance de toute entreprise dépendent de sa capacité de trouver les moyens nécessaires pour financer ses différents besoins. Les banques constituent l'un de ces moyens malgré les difficultés rencontrées par les PME pour contracter un crédit bancaire (exigence des garanties, coût de financement élevé, etc.).

## **Section 02 : les Théories de la structure financière**

### **Sous section 01 : Les théories classiques**

La théorie du bénéfice net d'exploitation fut développée par David Durand l Selon cette théorie, le coût des capitaux propres ou taux de capitalisation du bénéfice net ( $K_e$ ) varie en fonction du risque financier associé au degré d'endettement de la firme, alors que la capitalisation du bénéfice avant frais financiers s'effectue à taux constant. Il en résulte que la valeur de la firme et le coût global du capital sont indépendants de sa structure financière. Ceci dit, cette approche purement descriptive ne sera formalisée qu'avec Modigliani et Miller (1958).<sup>1</sup>

#### **1 La solution traditionnelle:**

Les adeptes de cette théorie supposent qu'il existe une structure optimale du capital, et que la firme a la possibilité d'accroître sa valeur par une combinaison judicieuse de capitaux propres et de dettes. En effet, et à mesure que la firme s'endette, les actionnaires exigent un accroissement du rendement des capitaux propres ( $K_e$ ), mais le taux de l'emprunt ( $K_i$ ), ne croît qu'après un niveau sensible d'endettement.

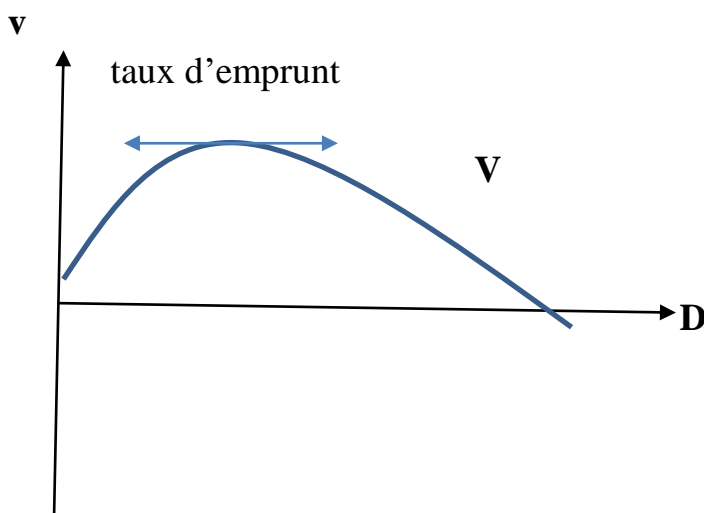
Dans un premier temps, le coût moyen pondéré du capital baisse avec l'endettement parce que l'augmentation de ( $K_e$ ) ne compense pas entièrement l'utilisation de fonds d'emprunt, moins onéreux, c'est-à-dire que l'économie réalisée par le recours à des ressources moins chères permet d'obtenir une diminution de son coût de capital ( $K_o$ ) comme indiqué dans la figure ci-après: Toutefois, au-delà

---

<sup>1</sup> علام عبد الكريم، بوساق حسام، المرجع السابق، ص80.

d'un certain niveau de dettes,  $K_o$  commence à croître car non seulement  $K_e$  continue de croître mais  $K_i$  commence à augmenter avec un risque financier qui est devenu élevé. Certains auteurs prétendent que  $K_e$  ne croît qu'après un certain seuil d'endettement. La conséquence en est qu'une société peut baisser son coût du capital lorsqu'elle s'endette pour la première fois. D'autres auteurs, tels Eli Schwartz et Richard Aronson<sup>2</sup>, considèrent la structure du capital par industrie. Plus l'industrie est stable, plus les structures optimales exprimées par le rapport OC sont élevées.<sup>1</sup>

**La forme N° 1: le cout du capital et la valeur marchande de l'entreprise selon la thèori de traditionnelle.**



## 2 Les propositions de Modigliani et Miller:

L'article de Modigliani et Miller (1958) constitue la pierre angulaire de la théorie sur la structure du capital. Partant de la solution du bénéfice net d'exploitation, ces deux auteurs démontrent la non pertinence de la structure du capital. Le modèle de Modigliani et Miller suppose un ensemble d'hypothèses dans le cadre d'un marché financier parfait avec absence du coût de faillite et d'asymétrie d'information. Il rajoute que les dirigeants gèrent conformément à l'intérêt des actionnaires, les agents économiques peuvent prêter ou emprunter à un taux fixe et sans limite, il n'existe que deux types de titres, les actions et les obligations et que les effets de la fiscalité ne sont pas pris en compte.<sup>2</sup>

<sup>1</sup> علام عبد الكريم، بوساق حسام، المرجع السابق، ص 82 .

<sup>2</sup> Meme réfirance,p84 .

Pour l'ensemble de leurs travaux dont ceux portant sur la structure financière, Franco Modigliani et Merton Miller ont tous deux reçu le prix Nobel d'économie, respectivement en 1985 et 1990. L'intérêt majeur de leur modèle de référence n'est pas tant sa capacité opérationnelle que le fait qu'il contraigne toute théorie alternative à expliquer de façon précise et rigoureuse le choix des déterminants à prendre en considération pour justifier une non neutralité de la structure de financement (Hyafil, 1991) Les travaux de M-M ont démontré que le choix d'une structure du capital n'a pas d'intérêt car il est neutre sur la valeur de la firme, l'avantage du financement à moindre coût de la dette étant immédiatement confisqué par l'arbitrage des actionnaires en raison de leur risque financier croissant<sup>1</sup>.

Modigliani et Miller (1958) ont établi deux propositions:

**Proposition 1:**

Deux firmes appartenant à la même classe de risque économique doivent nécessairement se voir attribuer la même valeur par le marché, même si elles ont une structure financière différente.

Ce modèle démontre que l'investisseur n'a aucune raison de valoriser différemment les deux entreprises puisque les deux firmes lui procurent un revenu identique. Il va vendre les actions de l'entreprise non endettée pour investir dans celle qui est endettée, et ce, jusqu'à ce que les valeurs des deux firmes soient égales. Selon l'argumentation de MM, le procédé d'arbitrage permet d'établir un équilibre sur le marché, de telle manière que la valeur totale d'une entreprise ne dépende que des estimations de l'investisseur quant au risque et au revenu attendu de la firme et non de sa structure financière<sup>2</sup>.

**Proposition 2:**

Les décisions d'investissement sont indépendantes des décisions de financement. La thèse de MM a fait l'objet de plusieurs critiques:

- En cas d'endettement personnel, le risque couru est plus grand car la responsabilité engagée est illimitée alors que dans le cas de l'endettement social, les investisseurs n'engagent que leur part dans le capital de cette société. Pour ces raisons, l'endettement personnel ne peut pas être un substitut parfait de l'endettement d'une société;

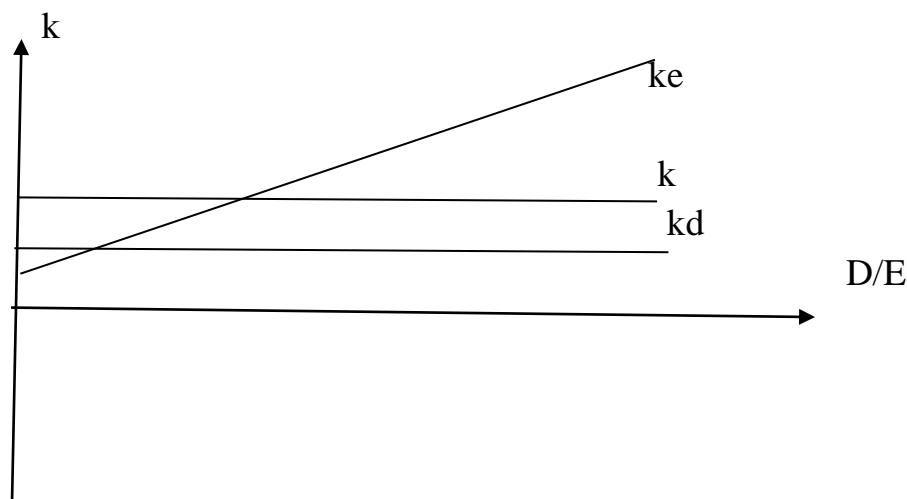
---

<sup>1</sup> Franco modigliani and merton H.miller ,corporate income taxes and the cost of capital :Acorrection,the american economic review ,vol53,no3,1963,pp433-443.

<sup>2</sup> Jeu barreau, jesqueline delahy, gestion financière, 10<sup>ème</sup> édition ,Donod, France, 2001, p157.

- Une firme qui jouit d'une certaine surface financière peut obtenir aisément un crédit à de meilleures conditions qu'un particulier. Ainsi, une firme endettée peut avoir une valeur boursière globale supérieure à celle d'une firme non endettée; - Dans leur article de 1958, MM supposent que même en cas d'endettement extrême,  $K_0$  reste constant: Si  $K_i$  augmente,  $K_e$  augmentera à un taux décroissant et éventuellement risque de baisser. Plusieurs auteurs trouvent cette proposition inacceptable<sup>1</sup>.

**La forme N°2 : cout du capital selon la théorie de la deuxième proposition de modigliani-miller:**



### - L'ampleur de la fiscalité:

Il s'agit de mesurer l'impact de la fiscalité sur le choix du mode de financement. Notons que la fiscalité relative aux deux sources majeures de financement -dettes et fonds propres- diffère. Ainsi, compte tenu de l'asymétrie du traitement fiscal entre ces deux sources,<sup>2</sup>

la valeur d'une entreprise endettée est supérieure à la valeur d'une entreprise sans dettes, la différence correspond à la valeur actuelle de l'économie des frais financiers réalisée au travers d'un endettement de l'entreprise plutôt que des actionnaires.

En introduisant le concept de la fiscalité corporative, Modigliani et Miller (1963) soutiennent que la valeur de la firme devient proportionnelle à son niveau d'endettement.

<sup>1</sup>Ibid, p154.

<sup>2</sup> Même référence, p155.

Donc, plus une firme s'endette, plus elle acquiert de la valeur. Il est évident que cette solution aboutit à une aberration: une structure optimale serait celle où une firme contracte 100% de dettes.

Miller dans son article de 1977 a mis en évidence l'implication de l'impôt personnel et corporatif sur la valeur de l'entreprise. Il conclut que l'avantage de l'endettement mis en évidence par la déductibilité des charges financières est remis en cause par l'intégration de la fiscalité des personnes physiques.

Son modèle implique l'existence d'un ratio d'endettement optimal pour les sociétés considérées dans leur ensemble. L'équilibre sur le marché des obligations est global, et il n'existe pas de structure financière optimale pour une entreprise considérée individuellement,

à moins de mettre en évidence un « effet de clientèle» qui conduirait les investisseurs à taux marginal d'imposition élevé vers les sociétés faiblement endettées et les investisseurs peu imposés vers les sociétés très endettées. Ainsi, si le taux d'imposition des sociétés augmente, le phénomène de migration se met en branle et inversement. Miller trouve ici l'explication au fait que les ratios d'endettement aux États-Unis n'ont pas beaucoup évolué depuis la deuxième guerre mondiale alors que le taux d'imposition des sociétés a augmenté de façon spectaculaire.

L'introduction des coûts de faillite et d'agence, de l'asymétrie d'information et de la fiscalité a remis progressivement en cause l'hypothèse de la perfection des marchés financiers pour justifier l'existence d'une structure financière optimale. La section suivante sert à vérifier si des modifications dans tes hypothèses de M-M (1958-1963) viendraient modifier leurs conclusions.<sup>1</sup>

### **- Le coût de faillite et la structure du capital :**

Plus une firme s'endette, plus elle augmente ses difficultés financières et donc ses chances de survie sont compromises. Les difficultés financières coûtent cher et leur coût vient réduire la valeur de la firme. Toutefois, et afin d'éviter toute ambiguïté, il est à distinguer entre coûts de faillite et coûts de détresse financière. Une situation de détresse consiste pour une firme qui se trouve dans une crise de trésorerie et ne peut honorer ses engagements envers ses créanciers. Pour trouver une solution à cette situation, la firme peut solliciter des sources externes de

---

<sup>1</sup> ضبابي عتاب، دور البنوك التجارية في دعم وتمويل المؤسسات المصغرة في الجزائر، مذكرة لنيل شهادة الماستر اكايمي، تخصص مالية وبنوك، قسم علوم المالية والمحاسبة، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة محمد بوضياف، المسيلة، الجزائر، 2018/2017، ص75.

financement ou revoir sa stratégie d'investissement. Les coûts de détresse financière correspondent aux frais administratifs, légaux, profit potentiel pour les projets annulés ... etc. La faillite peut être considérée comme une procédure légale qui permet le transfert de la propriété des actifs de la firme aux créanciers. Ainsi, la détresse financière est une forme plus ou moins prononcée de la faillite.<sup>1</sup> Ainsi, comme défini précédemment, en l'absence de coûts de faillite, la valeur de la firme non endettée est égale à la somme de la valeur de la firme endettée et de la valeur actuelle des économies fiscales liées à la dette. L'intégration des coûts de faillite dans cette logique conduit à réduire cette valeur (Brennan et Schwartz, 1978). La structure optimale de la firme résulte alors de l'arbitrage entre les incitations fiscales attachées à l'endettement financier et les coûts résultant d'une éventuelle liquidation comme indiqué dans la figure ciaprès: ne firme peut calculer ces frais de la façon suivante:

Coût prévu = Probabilité de faillite \* Coût de faillite en proportion de la VMA de la firme Il en résulte que la structure de financement optimale est déterminée par arbitrage et par conséquent, elle n'est plus neutre. Elle correspond au niveau d'endettement pour lequel

les bénéfices liés à la déductibilité des frais financiers compensent exactement les coûts résultant d'une éventuelle faillite de l'entreprise.

La considération des coûts de défaillance dans la détermination d'une structure financière optimale est un élément pouvant justifier de l'intégration de la législation sur les faillites, au sein de chaque système financier, comme un aspect à part entière du contrat d'endettement (Harris et Raviv, 1991).

Selon Kraus et Litzenberger, la structure optimale du capital est déterminée par l'arbitrage entre avantage fiscal et coût des difficultés financières. Lorsque le niveau d'endettement n'est pas très élevé, la valeur actuelle de l'avantage fiscal est supérieure à la valeur actuelle des difficultés financières. Alors que l'optimum théorique est atteint lorsque la valeur actuelle des coûts des difficultés financières annule la valeur actuelle de l'avantage fiscal. L'hypothèse d'absence de coûts de faillite implique que les créanciers de l'entreprise sont rémunérés au taux sans risque. Le niveau du risque de défaillance, augmentant avec le poids de la dette, détermine l'attitude des créanciers vis-à-vis de l'entreprise.

---

<sup>1</sup> ضبابي عتاب، المرجع السابق، ص76.

L'entreprise n'est donc plus en mesure de s'endetter de façon maximale pour bénéficier d'économies d'impôt. Le niveau d'endettement optimal diminue au fur et à mesure que les coûts de faillite augmentent (Brennan et Schwartz, 1978).<sup>1</sup>

## **sous section 02: La structure du capital dans la théorie financière modern:**

La théorie moderne constitue un réel tournant dans la théorie financière par l'enrichissement de nouvelles hypothèses et de nouveaux modèles. Elle a pu appréhender des phénomènes financiers que la théorie classique traditionnelle ne faisait que décrire. En effet, en plus des effets liés à la fiscalité et aux coûts de défaillance, la théorie financière s'est orientée vers la remise en cause de l'hypothèse de perfection de l'information à disposition des agents économiques. Les développements relatifs à la théorie de l'agence et du signal ont ainsi permis de proposer différentes explications aux choix de financement des entreprises, des explications qui mettent l'accent sur l'importance des conflits d'intérêt entre les principaux agents participant à la vie économique et financière de l'entreprise.<sup>2</sup> Ainsi, en plus de la théorie de l'agence et du signal, la structure du capital a acquis plus d'éclaircissement grâce à la théorie hiérarchique des financements et la théorie stratégique de la structure de financement.

En effet, de nombreuses études théoriques et empiriques en finance ont essayé de développer des théories pour expliquer l'existence d'un ratio d'endettement cible, telles que la théorie des coûts de faillite (Kraus et Litzenberger, 1973) et celle des coûts d'agence (Jensen et Meckling, 1976, Myers, 1977, Jensen, 1986). D'autres études ont essayé de dégager le lien entre la structure du capital et la performance de l'entreprise en mettant l'accent sur la relation entre le ratio d'endettement et les caractéristiques de l'entreprise et de son secteur industriel (Scott et Martin, 1975, Titman et Wessels, 1988..). Des études récentes (Harris et Raviv (1991) ont établi un consensus.

selon lequel l'endettement augmente avec les actifs fixes, les crédits d'impôt non liés à la dette, les opportunités de croissance et la taille de la firme, et diminue avec la volatilité, les dépenses en recherche et développement, la rentabilité et l'unicité du produit.

### **1- La théorie d'agence:**

---

<sup>1</sup> Meme référence, p78.

<sup>2</sup> Meme référence, p79

Jensen et Meckling (1976) ont remis en cause le référentiel établi par Modigliani et Miller par l'intégration de la théorie d'agence dans la théorie financière. ILS considèrent la firme comme un ensemble d'agents aux objectifs divergents et conflictuels et dont le niveau d'information diffère.

La théorie de l'agence développée par Jensen & Meckling fut le point de départ de toute une série d'articles que nous allons tenter de développer dans cette partie. Selon l'optique de Jensen et Meckling, cette relation d'agence se définit comme un contrat par lequel une ou plusieurs personnes ont recours aux services d'une autre personne pour accomplir en leur nom une tâche quelconque, ce qui implique une délégation de nature décisionnelle. Cette relation se traduit également par des décisions non-optimales et non observables de la part des actionnaires dont les plus importantes sont celles du sousinvestissement (Myers, 1977) et de substitution (Jensen et Meckling, 1976). D'où le problème de l'engagement contractuel et de la délégation de décision qu'il implique.<sup>1</sup>

Les différents développements de la théorie de l'agence se basent sur le Principe selon lequel tout individu agit de façon à maximiser son intérêt particulier avant l'intérêt général.

En fait, il existe dans la firme des relations d'agence entre actionnaires et dirigeants, prêteurs et actionnaires, etc.

Les actionnaires délèguent une partie de leurs pouvoirs aux dirigeants qui sont censés agir dans le but de maximiser la richesse de la firme. Les dirigeants, cependant, tentent de chercher à satisfaire leurs propres intérêts en priorité. La firme est perçue comme une diversité d'agents, chacun agissant de manière à maximiser sa propre fonction d'utilité.

Dans le même ordre d'idée, et en raison de l'asymétrie d'information, les contrats établis entre principal et agent sont forcément incomplets. En toute logique, les individus vont chercher à profiter des lacunes des contrats pour maximiser leur utilité.

Dans la perspective de minimiser les effets négatifs de l'incomplétude des contrats (problèmes d'asymétrie informationnelle), des coûts surgissent que Jensen et Meckling ont appelés coûts d'agence. Ils se composent de coûts de contrôle, de coûts d'obligation et de coûts résiduels :

---

<sup>1</sup> Ibid, p200.

- Les coûts de contrôle (monitoring expenditures) sont supportés par le principal puisqu'il doit surveiller l'activité de l'agent et l'inciter à agir dans son intérêt ;<sup>1</sup>
- Les coûts d'obligation ou de justification sont des dépenses engagées par le mandataire pour prouver la qualité des décisions prises ;
- Enfin, 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. Dans ce cas, il s'agit de residualloss qui peuvent s'interpréter, comme le montre Fama (1980), soit comme un coût d'opportunité entre le paiement des coûts de contrôle et d'obligation et le coût lié à une gestion directe du mandant, soit comme le coût d'une gestion du mandataire ne tenant pas compte des intérêts du mandant.

De surcroît, Harris & Raviv (1991), dans leur article, considéré comme une excellente revue de la littérature sur la structure du capital, ont regroupé les relations particulières d'agence existant entre ces différents stakeholders de la firme en deux catégories :

- a. Ceux qui se basent sur les conflits entre actionnaires et managers ;
- b. b. Ceux qui se basent sur les conflits entre actionnaires et créanciers.

### **- Conflits entre actionnaires et gestionnaires :**

Les modèles décrits dans ce paragraphe (Jensen & Meckling (1976), Jensen (1986), Harris & Raviv (1990), Stulz (1990)» sont des modèles d'agent où le conflit entre les dirigeants et investisseurs portent sur des décisions réalisés après la mise en place du financement.

### **- Le Modèle de Jensen et Meckling :**

Lorsque le dirigeant de la firme ne dispose d'aucune participation dans le capital social de la compagnie, il est incité à détourner les ressources de la société pour son propre compte sous formes de prélèvements non pécuniaires, détourner les ressources de la firme à des fins personnelles (prestige personnel). Dans ce cadre, Jensen & Meckling suggèrent de réduire ces coûts par la participation du dirigeant au capital de la firme d'une part et d'autre part par l'endettement.<sup>2</sup>

Ce dirigeant actionnaire ne sera pas incité à dilapider les ressources excédentaires de la firme. Ce comportement sera d'autant plus marqué que la firme est endettée: Lorsque la firme augmente son levier financier, la part relative du dirigeant dans le

---

<sup>1</sup> Ibid, p202.

<sup>2</sup> Ibid, p210.

capital de la société s'accroît et les coûts d'agence seront réduits pour autant. Selon Jensen et Meckling, la structure optimale du capital est celle qui minimise les coûts d'agence. Jensen (1976) explique ultérieurement comment l'endettement mitige les coûts d'agence nés des conflits entre managers et actionnaires. La firme endettée est appelée à rembourser ses dettes et par conséquent les flux de liquidités libres seront amoindris.

En 1982, Grossman et Hart aboutissent à la même conclusion à propos de l'endettement. Ils soutiennent que la faillite est coûteuse pour le manager car elle peut entraîner une perte de pouvoir, de réputation .... Le levier financier augmente la probabilité de faillite et incite au même temps les gestionnaires à doubler davantage leur effort dans l'objectif de l'enrichissement des actionnaires avec moins de prélèvements possibles dans les flux financiers libres.

### - Harris, Raviv et Stulz:

Selon Harris et Raviv, le conflit d'intérêt trouve son origine dans le cas où les actionnaires décident la liquidation de la firme car les gestionnaires préféreront toujours la continuité de l'exploitation. L'endettement réduit ce conflit en donnant aux créanciers le droit de provoquer la liquidation si les flux de liquidités sont insuffisants pour faire face au remboursement. Cependant, ce contrôle attribué aux créanciers entraîne des coûts dans la mesure où cette opération de faillite exige des informations dont la production est coûteuse.

Ces auteurs concluent que la structure optimale du capital est le résultat d'une combinaison judicieuse des avantages et des coûts d'agence associés à la dette.

Les résultats empiriques de ces deux auteurs affirment que les firmes, dont la valeur de liquidation est élevée (valeur importante des immobilisations corporelles), et/ou les firmes avec des coûts d'investissement faibles, auront tendance à avoir un niveau d'endettement plus élevé par rapport à des entreprises de même activité.<sup>1</sup>

Toujours selon les mêmes auteurs, les firmes dont la valeur liquidative est élevée, un ratio d'endettement élevé réduit l'incertitude quant à la prise de décision de liquidation, ce qui entraîne une diminution des frais d'investissement. De même, dans le cas où les coûts d'information sont faibles, les firmes auront un levier financier élevé car l'avantage de la dette sera supérieur à son coût.

---

<sup>1</sup> شردود مروة، خزار فتيحة، دور التمويل الذاتي في سياسة الاستثمار في المؤسسات، دراسة على عينة من المؤسسات، مذكرة لنيل شهادة ماستر اكايمي، تخصص اقتصاد نقدي وبنكي، قسم علوم اقتصادية كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة محمد بوضياف، المسيلة، الجزائر، 2020/2019، ص78.

Selon Stulz, ce conflit d'intérêt entre actionnaires et managers provoque une situation de surinvestissement qui peut être évitée en incitant le gestionnaire à verser les flux excédentaires, flux financiers libres, aux actionnaires. En d'autres termes, il suffit que la société finance le rachat d'actions par l'emprunts. Dans ce cas, le remboursement de la dette amenuise ces flux de liquidités et en même temps les coûts d'agence. Dans le modèle de Stulz, la structure optimale du capital est obtenue par arbitrage entre ces avantages de la dette (éviter le surinvestissement) et ses coûts (liquidités insuffisantes pour saisir les opportunités en investissement). Stulz conclut que les firmes qui bénéficient de nombreuses opportunités de croissance auront de faibles niveaux d'endettement et inversement. Il rajoute qu'en général, les managers peuvent atteindre le niveau optimal d'endettement sous la menace d'une offre publique d'achat (OPA).

Hart et Moore (1990) ont adopté la même approche et les mêmes conclusions:

- La dette constitue une solution optimale pour résoudre le problème de surinvestissement ;
- Cependant, cette dette constitue une contrainte quant à la levée de fonds ultérieurs.

Ainsi, les firmes ayant des occasions de croissance seront moins endettées que celles qui n'en ont pas.<sup>1</sup>

## **- Conflits entre actionnaires et créanciers**

### **\* Les coûts d'agence de la dette :**

Nous avons analysé jusqu'à maintenant comment l'endettement a pu réduire les coûts d'agence. Dans le cas de conflits entre actionnaires et créanciers, certains auteurs ont évoqué plusieurs cas où l'endettement entraîne des coûts d'agence. Jensen et Meckling (1976) montrent que le contrat d'une dette contient des incitations aux actionnaires d'investir de manière sous optimale. En effet, les profits nets des investissements reviennent essentiellement aux actionnaires, alors que si le projet échoue, les créanciers risquent de ne pas être remboursés. Ceci dit, les actionnaires sont incités à investir dans des projets très risqués, voire à valeur actualisée nette négative, car une augmentation du risque d'exploitation profite aux actionnaires des firmes endettées.

Ces deux auteurs concluent que la structure optimale du capital sera le résultat d'un arbitrage entre les coûts d'agence de la dette et les bénéfices de la dette.

---

<sup>1</sup> شردود مروة، خزار فتيحة، المرجع نفسه، ص79.

Myers (1977) avance qu'un niveau élevé d'endettement entraîne le rejet de projets rentables. Une firme dont la valeur dépend d'opportunités d'investissement futures mais dont le passif comprend une part importante de dette risquée, sera amenée à rejeter des projets même à VAN positive. Devant cette situation, tout investissement supplémentaire devrait être financé par fonds propres en raison de la saturation de la capacité d'endettement. Puisque les actionnaires profiteront des gains nets, les créanciers seront réticents à financer tout nouveau projet même à VAN positive.<sup>1</sup>

Selon Myers, la valeur d'une entreprise est composée de deux parties, actifs en place et options réelles (actifs intangibles). Lorsqu'une entreprise possède des dettes qui viennent à échéance après une option d'investissement, les actionnaires peuvent ignorer des projets rentables (valeur actuelle nette positive) parce que les obligataires ont un droit prioritaire sur les flux monétaires générés par ces projets. Pour se protéger contre ce comportement sous optimal, les prêteurs vont offrir un prix plus faible pour les obligations des entreprises, ce qui augmente ainsi le coût de financement par la dette.

Jensen et Meckling (1976) discutent une autre forme de coûts d'agence qui résulte du problème de substitution d'actif. Selon ces auteurs, les actionnaires sont incités à investir dans des projets risqués qui se traduisent par un transfert de richesse des obligataires vers les actionnaires.

Les créanciers vont exiger également un rendement supérieur sur leurs apports de fonds pour se protéger contre de tels comportements. Ainsi, la firme engage des coûts d'audit et de monitoring afin de rassurer les obligataires.

**Kalay (1982)** : affirme que si la firme modifie sa politique de dividende, les créanciers initiaux peuvent être lésés. Ceci survient s'il y'a accroissement du dividende versé, financé par un emprunt ou par réduction des investissements.

### \* Minimisation des coûts d'agence de la dette

**Stulz et Johnson (1985)** :

Ces auteurs démontrent que l'exigence d'un collatéral dans le contrat de dette est une solution aux problèmes de substitution d'actifs et de sous investissements.<sup>2</sup>

**Poitevin (1989)** :

---

<sup>1</sup> meme référence,p80 .

<sup>2</sup>Meme référence,p82 .

Cet auteur affirme que les relations de long terme avec le financier constituent également un moyen de réduire le risque moral et la sélection adverse inhérents aux contrats de crédit.

## **Myers (1977) :**

Un endettement à court terme renouvelable constitue un frein efficace aux incitations négatives des actionnaires dans la mesure où il permet aux créanciers de superviser plus fréquemment l'utilisation des fonds prêtés.

## **Diamond, Hirshleifer et Thakor (1989) :**

Ces auteurs montrent que le manager soucieux de sa réputation optera pour des projets prudents, ce qui minimise l'effet de substitution des actifs. Ils expliquent également que ces firmes sont plus endettées que celles où l'effet de réputation du manager n'est pas très important. Ils avancent que dans les firmes sujettes aux OPA, le manager sera sensible à l'effet de réputation et par conséquent elles seront plus endettées que les firmes de même activité.

Enfin, d'autres auteurs montrent que l'apparition de certains instruments financiers (les obligations convertibles, les obligations à bons de souscription, les emprunts avec clauses de remboursement anticipé... etc.), s'explique par la volonté de minimiser les problèmes dus à l'endettement.

## **2- La théorie du signal:**

Cette théorie est fondée sur l'existence d'une information incomplète et asymétrique entre les différents individus qui sont concernés par la vie de la firme. Leur modèles, basés sur les jeux de signalisation, contribuent de façon rigoureuse à l'explication de certains phénomènes financiers.<sup>1</sup>

**Akerlof (1970) :** a démontré que l'asymétrie d'information entraîne des problèmes de risque moral et de sélection adverse.

La sélection adverse a trait à des situations où une partie du marché ne peut pas observer le type ou la quantité des biens situés de l'autre partie du marché (problème de type caché).

Le risque moral ou hasard moral fait référence à des situations où une partie du marché ne peut observer le comportement de l'autre partie (comportement caché). Ces deux phénomènes conduisent à des blocages ou même à l'échec du marché. Afin de résoudre ces problèmes et améliorer le fonctionnement des marchés, les

---

<sup>1</sup> دحمون إسماعيل، دور البنوك التجارية في تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، مذكرة لنيل شهادة الماستر اكايمي، تخصص بنوك، قسم علوم تجارية، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة محمد بوضياف، مسيلة، الجزائر، 2017/2016، ص40.

agents économiques vont utiliser des signaux véhiculant l'information. La théorie des signaux a été largement exploitée dans la finance d'entreprise et a produit de nombreux modèles. Les modèles qui nous intéressent utilisent la structure du capital comme un signal véhiculant des informations privées. Il existe deux catégories de modèles:

- Modèles à signaux financiers coûteux où l'agent informé supporte des coûts pour signaler sa vraie valeur ;

- Modèles à signaux financiers non coûteux où le signal n'est pas coûteux pour l'agent qui l'émet, mais il l'est pour celui qui veut faussement l'imiter.

### **- Les modèles à signaux financiers non coûteux**

Le premier auteur qui a appliqué la théorie du signal à la finance d'entreprise est Ross<sup>6</sup>. Il a mis en évidence un modèle selon lequel les dirigeants révèlent la valeur de la firme par l'importance du levier d'endettement. Ainsi, un mécanisme d'incitation aux managers lié

au niveau d'endettement est mis en place.

Selon lui, les actionnaires ignorent la valeur de l'entreprise qui constitue une information privée à la disposition exclusive des gestionnaires. Les actionnaires peuvent cependant offrir aux dirigeants un contrat qui les incite à révéler le type de la firme à travers la structure financière adoptée. De ce fait, ils fixent un niveau critique de dette,  $D'$ . Toute firme dont le niveau de dettes  $D$  dépasse  $D'$  est perçue par le marché comme étant de valeur élevée.

Si  $D$  est inférieur à  $D'$ , la firme est considérée de valeur faible.

Ainsi le gestionnaire d'une entreprise à valeur élevée adoptera donc un niveau de dette  $D$  supérieur à  $D'$  et recevra en contrepartie une rémunération appropriée.<sup>1</sup>

Si la firme est de type faible et que le manager émet un signal par un niveau de dette  $D$  supérieur à  $D'$ , il mène la société vers la faillite et sa rémunération est remise en cause.

Pour le premier type de dirigeants, le signal n'est pas coûteux dans la mesure où il est correctement signalé alors que l'utilisation d'un faux signal provoque des coûts considérables. Tel est l'apport de ce modèle.

Heinkel<sup>7</sup> montre que s'il existe une corrélation positive entre le risque d'un projet et sa valeur, alors la structure financière d'une entreprise peut être considérée comme un signal non coûteux. En effet, en cas d'information symétrique, pour un

---

<sup>1</sup> دحمون إسماعيل، المرجع السابق، ص41.

montant de prêt donné, les firmes à valeur élevée supportent un taux moins élevé que les firmes à faible valeur.

Par ailleurs, pour une émission d'action donnée, le prix des titres de la première catégorie est supérieur à celui des secondes.

En cas d'asymétrie d'information, les entreprises à valeur élevée se financent par dette, tandis que les autres se financent par émission d'actions. Dans ce jeu, aucune des firmes n'a intérêt à émettre un faux signal: les entreprises à valeur élevée n'émettront pas d'actions car elles seraient sous-évaluées par le marché, les firmes à faible valeur n'auront pas recours aux dettes car le taux d'intérêt serait trop élevé.

### - Les modèles à signaux financiers coûteux :

Leland et Pyle<sup>8</sup> proposent un modèle d'équilibre d'évaluation de la firme et de sa structure financière. Selon ce modèle, l'entrepreneur signale la qualité des projets d'investissement retenus par une participation importante dans les capitaux nécessaires à la réalisation de ces projets.<sup>1</sup>

Le coût du signal est lié au fait que l'entrepreneur se prive d'une plus grande diversification de son portefeuille d'actifs. Ce coût est négativement corrélé avec la rentabilité réelle des investissements projetés. La situation d'équilibre serait que les détenteurs de bons projets investissent plus dans le projet qu'ils ne le feraient en information complète afin de révéler leur qualité aux financiers.

Cette participation sera plus faible dans le cas d'un mauvais projet car les coûts de la sous diversification sont plus élevés.

La prise en compte de la fiscalité, des conflits d'intérêts entre les différents agents économiques a mis en évidence deux analyses distinctes de la structure de capital de la firme.

Le premier modèle de static trade offre repose sur un principe méthodologique classique dans le raisonnement économique qui est la maximisation sous contraintes. Il s'agit d'un ajustement de la structure financière en fonction des avantages et des coûts des fonds propres et de l'endettement afin d'atteindre l'optimum. Cette théorie se transforme en hypothèse empirique puisque supposant l'existence d'un ratio de dette sur fonds propres optimal, elle prédit un retour du ration observé vers un ratio cible ou optimal. De nombreux auteurs ont mis en évidence l'existence effective de ratio cible de dettes.

---

<sup>1</sup> دحمون إسماعيل، المرجع نفسه، ص42.

Cette hypothèse de l'existence d'un ratio de dette sur fonds propres optimal au niveau individuel est rejetée par les modèles de hiérarchie.

### **3- La théorie hiérarchique de financement**

Fondée sur la prise en compte des asymétries d'information et l'interaction des décisions de financement et d'investissement, cette théorie stipule l'existence d'un ordre hiérarchique des sources de financement de l'investissement.<sup>1</sup>

La structure financière de la firme y apparaît comme étant une solution au problème de sur investissement ou de sous investissement. En effet, et comme le note McMahon et al(1993), étant donné l'échec initial de la théorie financière moderne à élaborer un guide pratique et normatif des décisions de structure financière des entreprises, la seule alternative est de rechercher une théorie positive.

Donaldson (1963) précise que la firme et ses actionnaires n'ont pas le même souci en matière de choix de financement. Soucieux de ne pas s'exposer à la discipline financière imposée par les actionnaires et les créanciers d'une part et à la dilution du capital et de la propriété d'autre part, le manager recourt à l'autofinancement, puis à l'emprunt et enfin à l'augmentation de capital. Alors que si les actionnaires sont en mesure de profiter d'un placement à un taux supérieur au coût de l'emprunt, ils adoptent une hiérarchie donnant la priorité à l'endettement puis l'autofinancement et enfin l'augmentation de capital.<sup>2</sup>

Notons que ces observations théoriques ont été modélisées et reconnues sous la forme d'une théorie du financement hiérarchique qu'au début des années quatre-vingt sous l'influence des travaux de Stewart C. Myers et Nicholas S. Majluf (1984). En effet, Cette hypothèse a été introduite par Myers (1984) et modélisée par Myers et Majluf (1984), elle a pour fondement l'existence d'information asymétrique dont la théorie des jeux y occupe également une grande place.

Myers et Majluf proposent un modèle où les investisseurs sont moins informés que les dirigeants sur la valeur de la firme. Le prix des émissions d'actions est déterminé sur le marché en fonction de la valeur moyenne des firmes. Par conséquent, certaines firmes seront surévaluées, d'autres par contre seront sous évaluées.

Étant donné ce prix, les firmes décident ensuite d'émettre ou de ne pas émettre

---

<sup>1</sup> دحمون إسماعيل، المرجع السابق، ص43.

<sup>2</sup> Meme référence,p44.

d'actions. Une nouvelle émission d'action sera perçue par les investisseurs comme une tentative de la part d'une firme surévaluée de réaliser un gain en capital et cela se reflétera dans le prix des nouvelles actions. Pour contourner ce problème de sélection adverse, les firmes à valeur élevée rejetteront des projets même à VAN positive plutôt que d'émettre des actions.

Toutefois, le sous investissement peut être évité si la firme a recours à d'autres sources de financement. Ainsi, ces auteurs ont établi un ordre hiérarchique des financements où il s'avère préférable de se financer en priorité par autofinancement, puis par dette, et finalement par augmentation de capital. Plusieurs auteurs ont succédé Myers et Majluf pour élargir leurs idées: Krasker IO confirme leurs conclusions et démontre que plus l'émission est importante, plus le signal s'aggrave et plus le cours des actions baisse. Narayanan II aboutit à des conclusions similaires à celles de Myers et Majluf (1984) en adoptant un raisonnement différent. Il démontre que lorsque l'asymétrie d'information concerne la qualité du projet, il peut y avoir sur investissement.<sup>1</sup>

Les émissions de nouvelles actions sont évaluées à un prix moyen basé sur la valeur de toutes les firmes dont les projets sont à faible VAN, ces firmes profiteront ainsi d'une émission de nouvelles actions puisqu'elles seront surévaluées. La conséquence en est que le niveau de VAN d'acceptation ou de rejet d'un projet sera négatif. Tous les projet dont la VAN se situe au-dessus de ce niveau seront acceptés d'où surinvestissement. Pour éviter cette situation de surinvestissement, Narayanan (1988) propose un modèle où le financement par dette est préféré à l'émission de nouvelles actions.

En se finançant par dette, la firme n'entreprendra que les projets à VAN positive. Puisque [l'émission de dette est associée à un projet de bonne qualité, elle sera assimilée à un signal qui va entraîner l'augmentation du cours de [l'action. D'après Poitevin 12, en présence du risque moral seulement, les entrepreneurs désirent se financer par dette afin de maximiser leurs incitations à fournir de l'effort et ainsi augmenter la valeur de leur entreprise. L'auteur rajoute qu'avec la sélection adverse et risque moral, les mauvaises firmes se financent toujours par dette, en équilibre, les deux types de firmes (bonnes et mauvaises) adoptent la même structure financière.<sup>2</sup>

---

<sup>1</sup> Meme référence,p44.

<sup>2</sup> دحمون إسماعيل، المرجع السابق، ص46.

**Tableau N°: synthèse des théories de la structure de financement des Entreprises**

<b>Théories concurrentes</b>	<b>Sources principales</b>	<b>Hypothèses centrales</b>	<b>Conclusion majeures</b>
Théorie de la neutralité	Modigliani et miller ;1958	Marchés financiers parfaits	La structure financière est neutre vis-à-vis de la valeur d'entreprise
Théorie de l'équilibre statique	Modigliani et miller ;1963 Miller ;1977 Brennan et schwartz ;1978	Information parfaite effets fiscaux Risque de défaillance	Le niveau d'endettement optimal résulte de l'arbitrage entre gains fiscaux et coûts de défaillance
Théorie de l'agence	Jensen et meckling ;1976	Information imparfaite conflits d'intérêt	Le niveau d'endettement optimal résulte de la minimisation des coûts d'agence totaux
Théorie du signal	Ross ;1977 Leland et pyle ;1977	Information imparfaite conflits d'intérêt	Le niveau d'endettement et l'implication du dirigeant soulignent la qualité des projets d'investissement
Théorie du financement hiérarchique	Myers ;1984 Myers et majluf ;1984	Information imparfaite conflits d'intérêt	Les financements internes sont préférés à l'endettement et en dernier ressort à l'augmentation de capital

## Résumé

Pour que l'entreprise puisse financer des projets d'investissement, elle doit tester les meilleures sources de financement en mélangeant des sources de financement internes et externes. Ce mélange est appelé structuration financière. Chaque mélange correspond à un certain coût, qui est le coût du capital. Ce coût évolue avec les ratios du mix de financement. L'objectif de l'étude est de choisir le meilleur mix qui a le coût le plus bas et donc la valeur marchande la plus élevée pour l'entreprise.

Plusieurs théories ont émergé pour déterminer la structuration financière optimale de l'entreprise, car ces théories sont parties de la théorie de Modigliani et Miller, qui a déclaré que sous plusieurs hypothèses, il n'y a pas d'effet de la structuration financière sur la valeur marchande de l'entreprise en raison de l'émergence du processus d'arbitrage entre entreprises appartenant au même segment de risque. Comme pour la théorie traditionnelle et la théorie du profit net, la structuration financière optimale se situe au plus haut niveau d'effet de levier dans la structuration financière. Après cela, plusieurs théories ont émergé basées sur la modification d'hypothèses irréalistes, qui ont toutes confirmé l'existence d'une structure financière optimale qui conduit à élever la valeur de marché de l'institution à sa valeur la plus élevée. Parmi elles est la théorie de Modigliani et Miller après l'introduction de taxes, qui a confirmé le rôle positif de la taxe. Au niveau de la dette de 100%, la valeur de marché Elle est à sa valeur la plus élevée. Ceci est dû à l'économie fiscale.

**parti pratique**

## **parti pratique**

---

### **Section 01 : études précédentes:**

#### **Sous-section N°01 : la taille de l'entreprise:**

La taille de l'établissement est considérée comme l'un des facteurs les plus importants affectant la détermination de la restructuration financière des établissements à travers son impact sur le niveau d'emprunt, selon plusieurs études empiriques. Certaines études empiriques ont conclu qu'il existe une relation directe entre la taille de l'entreprise et de la dette, et certains concluent qu'il existe une relation inverse, alors que peu d'études ne l'ont pas fait.

Souligne l'impact du volume sur l'effet de levier et donc sur la restructuration financière. Plusieurs études empiriques ont démontré l'existence d'une relation directe entre la taille de l'entreprise et le niveau d'endettement, comme l'étude de Gordon 1962 'Martin et Scott 1974, Bedei 1997, Ferry et Jones 1979, Booth 2011, Rajan et Zinglas 1995 en complément de l'étude menée par Suleiman Shalash et al 2006 sur les institutions publiques cotées à la Bourse d'Amman de 1997 à 2001.

Cette relation positive peut être attribuée au fait que les institutions de grande taille ont une plus grande capacité de service de la dette, ce qui les pousse à recourir davantage aux prêts, en plus du fait qu'elles peuvent emprunter à un taux d'intérêt inférieur, ce qui est la raison de leur dépendance à l'endettement plus importante que l'entreprise de petite taille .

De plus, les grandes entreprise se caractérisent généralement par une certaine diversification, et elles sont moins exposées au risque de faillite, et ont donc la motivation d'augmenter la proportion de fonds empruntés dans leur structure financière, en plus de la compatibilité de la relation directe entre taille et endettement avec la théorie de l'équilibre, qui met en évidence que l'institution pondère entre les avantages tirés de l'endettement qui est représenté dans l'économie fiscale et le risque de faillite, ainsi qu'avec la théorie du signal. D'autre part, Bourdieu et Sedeut (1993), Johnson (1997) Carpentery et Sirat (1999) et Titman et Wesalis (1988) ont trouvé une relation inverse entre la taille de l'institution et le niveau d'endettement de l'entreprise.

Titman et Wissales ont attribué la relation inverse entre la taille et la dette à court terme au fait que les entreprises de petite taille supportent des coûts de transaction importants lorsqu'elles émettent des titres à long terme, contrairement aux grandes entreprises dans lesquelles ces coûts sont faibles par rapport à leur

## **parti pratique**

---

taille. La théorie de la hiérarchie explique également la relation inverse entre l'effet de levier et le volume.

La relation inverse entre la taille de l'établissement et le niveau d'endettement est considérée comme l'une des caractéristiques de l'environnement allemand, en raison de l'importance du financement bancaire pour les établissements de petite taille, ainsi que de la loi sur les faillites et du système de la Banque centrale allemande. Alors que Remars et al. 1974 n'ont pas trouvé de relation entre la taille et le niveau de la dette, ce qui est le même que le résultat de l'étude empirique menée par Brumpfard et Shabbir 1980, Tui et al. 1974 ont également rejeté le facteur de l'impact de la taille de l'établissement sur la dette et donc sur la structure financière des établissements

Quant aux petites et moyennes entreprises, il existait une Relation de corrélation directe positive entre la taille de l'entreprise et le niveau d'endettement dans la structuration financière, la même relation que Jane Pauline et al. de 1994 à 2004, alors que Qureshi trouvait en 2005 Une relation inverse entre la taille de l'institution et le niveau d'endettement à long terme.

### **Sous-section N°02 : rentabilité**

De nombreuses études empiriques ont prouvé le rôle de la rentabilité dans la structuration financière des institutions, car la plupart de ces études ont trouvé une relation inverse entre la rentabilité et le niveau d'endettement, ce qui confirme la théorie de l'arrangement pacifique parmi les études empiriques qui ont confirmé l'existence de une relation inverse entre la rentabilité et le niveau d'emprunt dans l'entreprise, étude Rajan 1995 et étude Booth 2001.

Cette relation inverse entre rentabilité et niveau d'endettement a également été confirmée par plusieurs études empiriques, dont ce que Rajan a fait en 1995 dans une étude empirique des sept grands pays (USA, Allemagne, Canada, Italie, France, Japon et Royaume-Uni) , et l'étude réalisée par Harris et Raviv en 1991. Ceci était justifié par le fait que la rentabilité de l'institution a augmenté. Habituellement, elle est associée à une augmentation des risques pratiques, ce qui fait que l'institution évite de recourir aux prêts, ou j'augmente le niveau de rentabilité, qui peut être associée à une augmentation des bénéfices non distribués et donc à une moindre dépendance de l'institution à l'emprunt.

La relation ne diffère pas par rapport aux études empiriques menées sur les institutions françaises, comme l'étude de Dubois et Sedeut en 1993 sur un

## **parti pratique**

---

échantillon de 1309 établissements entre 1986 et 1990 et l'étude de Nakhili sur un échantillon de 84 institutions dans la période 1979-1987 et l'étude de Bayes Helion et Malecon sur un échantillon Constitué de 2718 dans la période entre 1987 et 1989, l'étude Bede en 1995 sur un échantillon de 1 387 dans la période 1989 et 1993, le Crump et Etude Stus 2001 sur 2 900 établissements sur la période 1987 et 1995, et étude Carpentry et Sirat de 2000 sur un échantillon de 243 établissements sur la période 1987 et 1996.

Dans le cas où il existe une relation directe entre la rentabilité et le niveau d'endettement, cela peut être attribué à l'existence de la théorie de l'équilibre, car la théorie de l'équilibre selon Modigliani et Miller en 1963 met en évidence que la relation entre l'endettement et la rentabilité est un positif car les institutions les plus rentables empruntent plus et cela leur donne une économie fiscale En ce qui concerne les petites et moyennes entreprises, il existe une étude d'Idris Zayan qui a montré la relation inverse entre la rentabilité et le niveau d'endettement des entreprises françaises.

Les mêmes résultats ont été confirmés par Najat Bosa sur les petites et moyennes entreprises françaises, en plus de l'étude Melkay et Sasino 1995 sur un échantillon de 5898 vues de petites et moyennes entreprises françaises, et l'étude de Youssef Qureshi 2005 Sur un échantillon de petites et moyennes entreprises algériennes, une relation positive a été trouvée entre la rentabilité et le niveau de dette à terme, qui est en accord avec la théorie de Modigliani et Miller sur l'introduction des frais de faillite.

### **Sous-section N°03 : Garanties:**

Des études empiriques antérieures ont révélé que les garanties représentent l'un des facteurs déterminants pour le pourcentage de dette dans la structuration financière des institutions. Certaines études ont indiqué qu'il existe une relation directe entre le niveau d'endettement et les garanties, et d'autres ont indiqué une relation inverse, tandis que d'autres études ont nié que les garanties affectent la structure financière. Les études menées par Rajan et Zinglas, Barger et al., Offa 1997, K. Yarmak 1997, ainsi que l'étude Hoffa Kimian 2001 ont démontré une relation directe entre le collatéral et le niveau d'endettement de l'institution.

L'étude empirique de Bourdieu et Colin Le Sidelot 1993 pour les établissements français a montré une relation directe entre le collatéral et le niveau d'endettement de l'établissement. Qubata (1969) montre dans son étude qu'il existe

## **parti pratique**

---

une relation directe entre les garanties et le niveau d'emprunt à long terme. Il explique que les institutions dont les actifs comprennent un pourcentage élevé d'immobilisations recourent à l'utilisation d'un grand nombre d'emprunts à long terme.

les prêts à terme dans leur structure financière, selon le principe de couverture en financement, qui nécessite le financement d'actifs Sources fixes de financement permanent, que ce soit avec des fonds privés ou des dettes à long terme En revanche, plusieurs études prouvent le contraire et confirment que la relation entre les garanties et le niveau d'endettement des établissements est une relation inverse.

comme l'étude Marsh qui considère que le financement des immobilisations par les créanciers les expose à des des risques accrus en raison de la forte baisse de la valeur de ces actifs en cas de liquidation. L'étude empirique de Bala Krishnan et Fox 1993, Baderi 2002, Harris et Raviv 1991 a confirmé la relation inverse entre les garanties et l'emprunt et se réfère à la théorie des coûts de transaction, car l'emprunt entraîne des coûts de transaction plus élevés et ces coûts s'ajoutent aux coûts La relation inverse entre les garanties s'explique et le niveau d'endettement dans la théorie de l'arrangement pacifique car les institutions qui détiennent des actifs dans une moindre mesure sont plus sensibles au phénomène d'asymétrie de l'information, elles financent donc s'endetter car il est moins sensible à l'asymétrie d'information par rapport aux actions.

Quant aux études portant sur les petites et moyennes entreprises, elles ont généralement confirmé l'impact des garanties sur le niveau d'endettement, mais elles différaient par le type de relation entre elles. Najat a trouvé une possible relation inverse entre les garanties et chacun du niveau de dette et le niveau de la dette à court terme et une relation directe entre les garanties et le niveau de la dette à long terme, tandis que Yusuf Qureshi (2005) a trouvé une relation positive entre les garanties et le niveau des emprunts à court terme.

### **Sous-section N°04 : Taux de croissance:**

Le taux de croissance est l'une des variables les plus largement utilisées dans les études appliquées qui ont examiné les déterminants du financement des institutions économiques, car la plupart des études l'ont inclus parmi les variables indépendantes les plus importantes influençant. De nombreuses études empiriques

## parti pratique

---

ont confirmé la relation inverse entre la croissance et le taux d'endettement dans les institutions.

parmi ces études figure l'étude de Titman et Willis 1988, Rajan et Zinglas 1995. L'existence de la relation inverse entre le taux de croissance et le taux d'endettement peut être expliquée par la théorie des coûts de faillite et la théorie de l'agence seule la théorie des coûts de faillite et en présence d'une opportunité Pour la croissance future, il est attendu que l'institution réduise le recours à l'endettement car la valeur des actifs sera presque non- existant en cas de liquidation.

Quant à la théorie de l'agence seulement, Myers 1977, les coûts d'agence entre les actionnaires et les créanciers sont plus élevés chaque fois que la valeur de l'opportunité de croissance future est supérieure à la valeur actuelle des actifs existants de l'institution.

Cependant, l'étude de Myers 1977 a montré qu'il est une relation directe entre le niveau d'endettement à court terme et le taux de croissance, car la dépendance de l'institution vis-à-vis des prêts Les risques à court terme avec des risques moindres au lieu des prêts à long terme entraînent une réduction du coût d'agence de la dette et donc une pourcentage plus élevé de fonds empruntés, ce qui correspond à la même tendance que l'étude Dodd et Millar de 1990, avec une relation inverse entre le niveau d'emprunt à long terme et le taux de croissance En revanche, d'autres études empiriques telles que l'étude Debo 1985, Sheotrim et al 1993, Crump et Stus 2001 et l'étude Abimbola 2002 ont montré une relation directe entre la croissance et le niveau d'endettement.

La relation directe entre le taux de croissance et le niveau d'endettement peut être retracée à la théorie de l'arrangement pacifique du financement, ainsi qu'à la théorie de référence uniquement à la théorie de l'arrangement pacifique. ce qui les oblige à recourir à l'endettement pour couvrir ces besoins car les dettes sont moins sensibles à l'asymétrie d'information Selon la théorie des signes, le taux de croissance est un indicateur de la santé financière de l'institution, et donc on suppose que les prêteurs ont tendance à prêter à l'institution parce que le taux de croissance est une indication de la capacité de l'institution à réaliser des bénéfices futurs et donc de sa capacité à payer ses obligations futures.

Quant aux petites et moyennes entreprises, elles préfèrent, compte tenu de la disponibilité des opportunités de croissance, le financement par emprunt plutôt que

## **parti pratique**

---

le financement par des fonds privés, afin de conserver le contrôle et l'indépendance. Long et Fred ont attribué l'impact négatif du taux de croissance sur les ratio d'endettement au facteur d'asymétrie de l'information, qui est considéré comme une caractéristique des petites et moyennes entreprises, comme elles le sont souvent. Il n'attend pas un taux de croissance de son activité supérieur au taux attendu par le créancier, car le créancier prend en compte les chances de croissance en cas de faillite, et de là, plus l'institution attend d'opportunités de croissance, plus le taux d'endettement est faible en raison des risques de faillite, ce qui l'affecte négativement.

### **Section N°02 : modèle linéaire multiple:**

#### **Sous-section N°01 : présentation d'échantillons et les variables:**

##### **1- Présentation d'échantillons:**

L'échantillon est composé de 100 entreprises algériennes chaque entreprise contient la forme juridique, le tableau des comptes de résultats, le bilan financier.

##### **2- les variables :**

Les variables indépendantes est :

Rentabilité :  $RE = \text{résultats net} / \text{total bilan}$

Garantes :  $GAR = (\text{actifs tangibles} + \text{stocks}) / \text{total bilan}$

la taille :  $TA = \ln(ca)$

croissance :  $CR = \ln(ca)_n - \ln(ca)_{n-1} / \ln(ca)_{n-1}$

Forme juridique : SARL, EURL, SPA, SNC,

Variables dichotomique, prendre la valeur 1 et 0.

Le variable dépendant est :

Total de dettes,  $TD = \text{Total de dettes} / \text{total de bilan}$

## parti pratique

### Statistique descriptives:

Le tableau suivant montre la description statistique des variables de l'échantillon:

	N	Minimum	Maximum	Moyenne	Ecart type	Varianc e
SARL	100	0	1	,57	,498	,248
EURL	100	0	1	,29	,456	,208
SPA	100	0	1	,07	,256	,066
SNC	100	0	1	,07	,256	,066
TD	100	,0338	3,1812	,737038	,4357982	,190
GAR	100	,0000	1,0000	,443443	,2769836	,077
RE	100	-4,9551	,6359	,009929	,5354534	,287
TA	100	12,4636	21,0669	16,89520 3	2,031119 9	4,125
CR	100	-,1165	,4269	,020225	,0705395	,005
N valide (listwise)	100					

A travers le tableau précédent, on note que le nombre d'entreprises à responsabilité limitée s'élevait à 57 entreprises, tandis que les entreprises à responsabilité limitée et un associé unique s'élevaient à 29 entreprise, tandis que le nombre d'entreprise par actions s'élevait à 7, le nombre d'entreprise solidaires à 7 entreprise .

D'autre part, le niveau moyen d'endettement de l'échantillon s'élevait à 73,7%, ce qui est un pourcentage élevé, ce qui signifie que les entreprises de l'échantillon dépendent pour une large part de l'endettement dans leur structure financière, par opposition à l'autofinancement. Avec un écart type de 43% et une variance de 19%. Quant aux garanties, le pourcentage moyen de garanties dans la structuration financière était de 44 %, avec un écart type de 27 % et un écart de 0,7 %, et pour la rentabilité, le ratio du nombre moyen d'affaires sur le budget total en

## parti pratique

---

l'échantillon de l'étude était de 0,9 %, avec un écart type de 53 % et une variance de 28,7 %. La taille moyenne de l'échantillon était de 16,89 avec un écart type de 2,03 et une variance de 4,12. Alors que la croissance moyenne de l'échantillon était de 0,02% avec un écart type de 7% et une variance de 0,5%.

### Sous-Section N°02 : modèle de régression

Le tableau suivant représenter récapitulatif des modèles :

Dans cet élément de la note, le modèle de régression linéaire suivant sera estimé :

$$TD = a + a_1 RE + a_2$$

$$TA + a_3 CR + a_4 GAR + a_5 SARL + a_6 EURL + a_7 SPA + a_8 SNC$$

Modèle	R	R-deux	R-deux ajusté	Erreur standard de l'estimation
1	,732 <sup>a</sup>	,536	,501	,3077997

a. Valeurs prédites : (constantes), CR, RE, GAR, TA, SARL, SNC, SPA

### ANOVA<sup>a</sup>

#### Le coefficient de corrélation :

Le coefficient de corrélation de Pearson est une mesure de la corrélation entre deux variables. Ce coefficient a été nommé ainsi d'après le mathématicien anglais Carl Pearson. Lors du calcul du coefficient de Pearson, on suppose que la relation entre les deux variables est linéaire. Dans ce cas **R=0.0732**

#### Le coefficient de détermination linéaire :

C'est un indicateur utilisé en statistiques pour juger de la qualité d'une régression linéaire. Mathématiquement il s'agit de la proportion de la variance d'une variable indépendante dans le modèle de régression. On l'exprime soit entre 0 et 1 soit en pourcentage. dans ce cas **R2=0.0536**

## parti pratique

---

### R-deux ajuster :

La mesure R deux ajuster est une mesure corrigée de l'exactitude de modèle linéaires. Elle identifie le pourcentage de variance du champ cible expliqué par une ou plusieurs entrée. R2 tend à survaleur la qualité de la régression linéaire. Sa valeur augmente toujours car le nombre d'effet est inclus dans le modèle.

**R<sup>2</sup> ajuster=0.0501**

### Test de ficher :

**Le modèle suivant est évalué :**

$$TD = a + a_1 RE + a_2 TA + a_3 CR + a_4 GAR + a_5 SARL + a_6 EURL + a_7 SPA + a_8 SNC$$

**Le tableau ci-dessous montre le test du modèle de Fisher**

Modèle	Somme des carrés	ddl	Moyenne des carrés	D	Sig.
1 Régression	10,086	7	1,441	15,208	,000 <sup>b</sup>
Résidu	8,716	92	,095		
Total	18,802	99			

a. Variable dépendante : TD

b. Valeurs prédites : (constantes), CR, RE, GAR, TA, SARL, SNC, SPA

Nous remarquons dans le tableau que :

Sig < (0.05) donc Le modèle proposé est acceptable.

**Après avoir confirmé la validité du modèle, la significativité des facteurs est maintenant testée, à l'aide du test de Student.**

**Le tableau suivant montre les résultats des tests de l'élève**

### Coefficients<sup>a</sup>

## parti pratique

Modèle	Coefficients non standardisés		Coefficients standardisés	t	Sig.
	A	Erreur standard	Bêta		
(Constante)	1,565	,286		5,465	,000
1 SARL	-,090	,073	-,103	-1,240	,218
SPA	-,079	,141	-,046	-,559	,577
SNC	,060	,131	,035	,453	,651
GAR	-,012	,117	-,007	-,100	,920
RE	-,534	,059	-,656	-9,114	,000
TA	-,045	,017	-,211	-2,731	,008
CR	,086	,450	,014	,192	,848

a. Variable dépendante : TD

De le tableau en a :

Sig (SARL )> 0.05 Formulaire rejeté

Sig ( SNC )>0.05 Formulaire rejeté

Sig (SPA)>0.05 Formulaire rejeté

Sig ( GAR)>0.05 Formulaire rejeté

Sig ( RE)<0.05 formulaire accepté

Sig ( TA)<0.05 formulaire accepté

Sig ( CR)>0.05 Formulaire rejeté

Grâce à ce qui précède, le formulaire est écrit comme suit :

$$TD = 1.565 - 0.534 RE - 0.045 TA$$

## **parti pratique**

---

**De là, nous remarquons qu'il existe une relation négative entre la rentabilité et dette, et relation négative entre taille et dettes.**

### **Interprétations des résultats :**

Cette relation inverse entre rentabilité et niveau d'endettement a été confirmée par plusieurs études empiriques, dont ce qui a été fait par Rajan et Zinglas en 1995 dans une étude empirique des Grands Sept (États-Unis, Allemagne, Canada, Italie, France, Japon, Royaume-Uni). L'étude réalisée par Harris et Raviv en 1991, et celle-ci était justifiée par le fait que l'augmentation de la rentabilité de l'entreprise est généralement associée à une augmentation des risques pratiques, ce qui fait que l'entreprise évite de recourir aux prêts, ou que l'augmentation du niveau de rentabilité peut être associée à une augmentation des bénéfices non distribués et donc à une moindre dépendance de l'entreprise à l'endettement.

Titman et Wissales ont attribué la relation inverse entre la taille et la dette à court terme au fait que les institutions de petite taille supportent des coûts de transaction importants lorsqu'elles émettent des titres à long terme, contrairement aux grandes entreprises dans lesquelles ces coûts sont faibles par rapport à leur taille. La théorie de la hiérarchie explique également la relation inverse entre l'effet de levier et la taille.

### **Résumé**

A partir de l'étude appliquée que nous avons menée sur la cause d'un groupe de différentes entreprises algériennes, nous avons essayé de connaître les déterminants de la structuration financière dans les entreprises algériennes, où nous avons trouvé une relation inverse entre la rentabilité et le niveau d'endettement et une relation inverse entre la taille et le niveau d'endettement. Les financements extérieurs et à partir de ceux-ci, les entreprises algériennes sont soumises à la théorie de l'arrangement pacifique.

# **Bibliographie**

## Bibliographie

### Bibliographie étranger:

1. Alian Gremillet et christin Lefebvre, Endettement de l'entreprise politique et gestion ,édition d'organization,paris,1978.
2. Fadoua anairi ,Said Radi,-source de financement des petites et moyennes entreprises(PME)et contraintes de survie-,european scientific journal, septembre2017,editionvol13,no25.
3. Franco modigliani and merton H.miller ,corporate income taxes and the cost of capital :Acorrection,the american economic review ,vol53,no3,1963.
4. Jeau barreau, jesquiline delahy, gestion financière, 10ème edition ,Donod, France, 2001.

### Bibliographie Arabic:

5. براق محمد، غربي حمزة، مدخل الى السياسة المالية للمؤسسة، دار النشر المكتب الجامعي الحديث، 2015.
6. دحمون إسماعيل، دور البنوك التجارية في تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، مذكرة لنيل شهادة الماستر اكايمي، تخصص بنوك، قسم علوم تجارية، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة محمد بوضياف، مسيلة، الجزائر، 2017/2016.
7. دراف محمد، آليات وهيئات تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الجزائر، دراسة تحليلية مقارنة، مذكرة لنيل شهادة ماستر اكايمي، تخصص نقدي وبنكي، قسم العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة محمد بوضياف، المسيلة، الجزائر 2018/2017.
8. شرودود مروة، خزار فتيحة، دور التمويل الذاتي في سياسة الاستثمار في المؤسسات، دراسة على عينة من المؤسسات، مذكرة لنيل شهادة ماستر اكايمي، تخصص اقتصاد نقدي وبنكي، قسم علوم اقتصادية كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة محمد بوضياف، المسيلة، الجزائر، 2020/2019.
9. ضبابي عتاب، دور البنوك التجارية في دعم وتمويل المؤسسات المصغرة في الجزائر، مذكرة لنيل شهادة الماستر اكايمي، تخصص مالية وبنوك، قسم علوم المالية والمحاسبة، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة محمد بوضياف، المسيلة، الجزائر، 2018/2017.
10. عدنان طايح النعيمي، ياسين خطيب خرشة، مبادئ أساسية في الإدارة المالية، دار النشر مسيرة الأمان، 2007.
11. العطري هدى، العوامل المؤثرة على هيكل الخصوم في المؤسسة الجزائرية، دراسة تجريبية، مذكرة لنيل شهادة ماستر اكايمي، تخصص محاسبة وتدقيق، قسم علوم المالية ومحاسبة، كلية علوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة محمد بوضياف، المسيلة، الجزائر، 2019/2018.
12. علام عبد الكريم، بوساق حسام، محددات تمويل البنوك للمؤسسات الجزائرية، دراسة على عينة من المؤسسات، مذكرة لنيل ماستر اكايمي، تخصص محاسبة وبنوك، قسم المالية والمحاسبة، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة محمد بوضياف، المسيلة، الجزائر، 2019/2018.

# Sommaire

## index de table

<b>N</b>	<b>Contenu</b>	<b>Page</b>
<b>1</b>	<b>synthèse des théories de la structure de financement des Entreprises</b>	<b>33</b>
<b>2</b>	<b>montre les résultats des tests de l'élève</b>	<b>42</b>
<b>3</b>	<b>représenter récapitulatif des modèles :</b>	<b>43</b>
<b>4</b>	<b>ci-dessous montre le test du modèle de Fisher</b>	<b>44</b>
<b>5</b>	<b>Montre la description statistique des variables de 'échantillon</b>	<b>45</b>

## index de formes

<b>N</b>	<b>Contenu</b>	<b>Page</b>
<b>1</b>	<b>le cout du capital et la valeur marchande de l'entreprise selon la thèori de traditionnelle</b>	<b>17</b>
<b>2</b>	<b>cout du capital selon la théorie de la deuxième proposition de modigliani-miller</b>	<b>19</b>

# Sommaire

---

## Sommaire

Remercient.....	
Dédicace .....	
L'abréviation .....	
Introduction: .....	1
Chapitre1: cadre théorique.....	4
Chapitre 01: Les Sources de financement et les Théories de la structure financière:.....	5
Section 01 : Les Sources de financement: .....	5
Sous section 01: LE FINANCEMENT PAR FONDS PROPRES: .....	5
Sous section 02: FINANCEMENT PAR ENDETTEMENT: .....	7
sous section 03 : LE FINANCEMENT PAR QUASI-FONDS PROPRES:.....	10
sous section 04 : FINANCEMENT PAR OUVERTURE DU CAPITAL: .....	11
Section 02 : les Théories de la structure financière.....	16
Sous section 01 : Les théories classiques.....	16
sous section 02: La structure du capital dans la théorie financière modern:.....	22
Résumé .....	34
parti pratique.....	35
Section 01 : études précédentes:.....	36
Sous-section N°01 : la taille de l'entreprise:.....	36
Sous-section N°02 : rentabilité .....	37
Sous-section N°03 : Garanties:.....	38
Sous-section N°04 : Taux de croissance:.....	39
Section N°02 : modèle linéaire multiple:.....	41
Sous-section N°01 : présentation d'échantillons et les variables: .....	41
Sous-Section N°02 : modèle de régression.....	43
Résumé .....	Erreur ! Signet non défini.
Bibliographie.....	48
Sommaire .....	

تمحمد الله