

République Algérienne Démocratique et Populaire
Ministère de l'enseignement supérieur et de la recherche scientifique
Université du 08 mai 45, Guelma
Faculté des sciences économiques et commerciales et sciences de gestion
Département des sciences de gestion



**Mémoire présenté pour l'obtention
du diplôme de Master en sciences de gestion
Option: Entreprenariat et développement international**

Thème

**L'IMPACT DE LA DÉCISION DE FINANCEMENT
SUR LA PERFORMANCE DE L'ENTREPRISE
MESURÉE PAR le résultat, la rentabilité et LA Valeur Ajoutée
Economique (VAE)**

Réalisé par:

BOUGUERRA Razik

Sous la direction de:

BOULKSIBAT Mahfoud

Année universitaire 2012-2013

Remerciement

J'aimerais dans ces quelques lignes remercier toutes les personnes qui, d'une manière ou d'une autre. Ont contribué au bon déroulement de ce travail, tant au niveau humain qu'au niveau scientifique.

J'exprime mes vifs remerciements, ma profonde gratitude et ma reconnaissance à mon encadreur Mr BOULKSIBAT Mahfoud maitre assistant à l'université de 08 mai 1945 Guelma. La pleine confiance qu'il m'a accordée m'a permis de progresser régulièrement.

Je remercie les membres de jury d'avoir accepté d'examiner ce travail.

Mes remerciements s'adressent aussi à Mr BENDJEDOU ABDESLEM maitre assistant à l'université de 08 mai 1945 Guelma pour son aide en me permettant d'accéder aux informations qui m'étaient d'une grande utilité.

Mes derniers remerciements s'adressent à toute personne ayant contribué de prêt ou loin à la réalisation de ce travail.

Résumé

La décision de financement est l'une des principales décisions financières de l'entreprise. Avoir une structure du capital adéquate peut améliorer la performance de l'entreprise et par conséquent, créer de la valeur ou l'enrichissement durable.

Dans cette recherche, nous proposons d'utiliser les indicateurs de performance de résultat la rentabilité et la Valeur Ajoutée Economique (VAE) (Economic Value Added).et Nous essayons aussi d'examiner la relation que peut exister entre la décision de financement et ces indicateur. Les résultats obtenus montrent que l'entreprise a créé de la valeur pendant toute la période d'étude et que la création de la valeur le plus importante ne correspond pas à la structure du capital qui englobe le maximum de dette. Ne que jamais conclure qu'il n'y a pas de combinaison optimale valable pour toutes les entreprises Ce qui confirme l'idée que chaque entreprise devrait chercher une structure financière optimale propre à elle, afin de créer de la valeur et par conséquent, d'être performante.

Mots clés: Décision de financement, Coût du capital, Performance de l'entreprise, Valeur ajoutée économique (VAE), Résultat, Rentabilité.

1- Tableau de matière

Titre	Page
Tableau de matière	II
Sommaire des tableaux	V
Sommaire des figures	IV
Introduction générale	b-d
Chapitre 1: la performance de l'entreprise	2
Introduction	2
Section 1: le résultat comptable	3
1- Comprendre la formation du résultat	3
1-1 L'activité d'une entreprise	3
1-2 Liaison avec le bilan	4
2- les éléments essentiels dans le résultat	4
2-1 le résultat d'exploitation (ou économique)	5
2-2 le résultat net	7
Section 2: la rentabilité économique (Re) et la rentabilité financière (Rf)	10
1- la rentabilité économique (Re)	11
1-1 Décomposition	12
1-2 Comment améliorer la rentabilité économique	13
2- la rentabilité financière (Rf)	13
2-1 Rentabilité des capitaux investis	14
2-2 Rentabilité des capitaux propres	14
2-3 Décomposition	15
Section 3: la Valeur Ajoutée Economique (VAE)	17
1- Définition conceptuelle et mesure de la VAE	17
1-1 Définition	17
1-2 Mesure de VAE	18
1-3 Ajustements comptables nécessaires au calcul de VAE	18
2- Utilité et application de la VAE	19
2-1 La VAE est une meilleure mesure de la performance d'une entreprise ..	19
2-2 La VAE une mesure d'évaluation de la performance des gestionnaires ..	19
2-3 limites de la VAE	20
Chapitre 2: la décision de financement et son effet sur la performance	22

Introduction	22
Section 1: les modes du financement	22
1- Le financement par fonds propres	22
1-1 L'autofinancement	22
1-2 - les apports en capitaux propres (L'augmentation du capital)	22
2- Le financement par l'endettement	29
2-1 L'endettement par le recoure à l'intermédiation financière	29
2-2 L'endettement par appel direct a l'épargne	30
Section 2: le cout du capital	32
1- coût des différentes sources de financement	32
1-1 Le coût des fonds propres	32
1-2 le coût de la dette financière	33
2- Le Coût Moyen Pondéré du Capital (CMPC)	34
Section 3: Décision de financement et la rentabilité et LA (VAE)	36
1- Financement par fonds propres et la rentabilité et la (VAE)	36
1-1 Financement par l'autofinancement et la rentabilité et (VAE)	36
1-2 Financement par augmentation du capital et la rentabilité et (VAE)	36
2- Financement par dettes financières et la rentabilité et VAE	37
2-1 Financement par dettes financières et la rentabilité	37
2-2 Financement par dettes financières et La (VAE)	42
Chapitre 3: l'effet de la décision de financement sur la performance de l'entreprise NCA-Rouïba	46
Introduction	46
Section 1: Présentation de l'entreprise NCA-Rouïba	47
1- définition et création de NCA-Rouïba	47
1-1 définition	47
1-2 sa création	47
2- Historique et Réglementation	47
2-1 Historique	47
2-2Réglementation	49
3- Missions et activités	49
4- Ressources humaines	50
5- Organigramme de l'entreprise	51
6- La structure du capital de NCA-Rouïba	51

Section 2: l'analyse des résultats et la création de valeur de NCA-Rouïba	53
1- L'analyse des résultats et de la rentabilité	53
1-1 L'analyse de résultat d'exploitation et le résultat net	53
1-2 L'analyse de la rentabilité	54
2- L'analyse la valeur ajoutée économique (VAE)	56
Section 3 L'analyse de la relation entre la décision de financement et la rentabilité et la VAE	57
1- Autofinancement et la rentabilité et la VAE	57
2- Augmentation de capital et la rentabilité et la VAE	57
3- Equivalents fonds propres et la rentabilité et la VAE	58
4- Dettes financières et la rentabilité et la VAE	58
5- Rémunération des capitaux investis et VAE	60
Conclusion	62
Bibliographie	65
Annexes	

2- Sommaire des tableaux

N°	Titre	Page
(2. 1)	La formation de l'autofinancement	23
(3.1)	Des informations tirées du compte de résultat de NCA-Rouïba	53
(3.2)	Les principaux ratios de NCA Rouïba	55
(3.3)	La VAE, la RCI et le CMPC de NCA Rouïba	56
(3.4)	Calcul de la Re, Rf et le levier d'endettement (L)	58

3- Sommaire des figures

N°	Titre	Page
(1.1)	comment constituer le résultat	3
(1.2)	la relation entre le bilan et le compte de résultat	4
(1.3)	mesure de résultat l'exploitation	5
(1.4)	récapitulation de calcul le résultat d'exploitation et le résultat net	7
(1.5)	évolutions des indicateurs de mesure la performance d'une entreprise	9
(1.6)	récapitulatifs de la rentabilité économique et la rentabilité financière	11
(2.1)	Les déterminants de l'autofinancement	25
(2.2)	Autofinancement et cycle des capitaux «longs» engagés dans l'entreprise	26
(2.3)	Un classement des différentes formes d'endettement	29
(2.4)	Schéma d'une émission de titres financiers	30
(2.5)	présentation de l'effet de levier	38
(2.6)	choix d'endettement et effet de levier	41
(3.1)	analyse de l'ancienneté des effectifs (fin 2012)	50
(3.2)	l'organigramme hiérarchique de l'entreprise NCA-Rouïba	51
(3.3)	résultat opérationnel avant l'impôt	54
(3.4)	la valeur Ajoutée Economique	56

La théorie financière a identifié plusieurs objectifs pour l'entreprise à savoir: la pérennité de l'entreprise, l'accroissement du chiffre d'affaires ou de la part de marché, la minimisation des coûts... Mais dans les dernières décennies, l'attention a été portée sur l'objectif le plus fondamental à savoir la maximisation de la richesse des actionnaires et par conséquent, la création de la valeur.

Pour réaliser alors cet objectif, il était question d'assurer une bonne prise des différentes décisions financières au sein de l'entreprise telles que: la décision d'investissement, la décision de financement et la décision de distribution.

Dans le cadre de la décision de financement, l'entreprise est amenée généralement à utiliser une combinaison de ressources financières: des fonds propres à l'entreprise, des apports en capitaux et de l'emprunt lors d'une insuffisance de couvertures des dépenses d'investissement. Elle est amenée ainsi à déterminer la structure financière optimale qui minimise le coût du capital et maximise la valeur de l'entreprise.

Cette question fondamentale de choix de financement et l'impact que peut avoir la structure du capital sur la valeur et sur son coût du capital restaient au centre des controverses de la littérature financière et représentaient une importante question à laquelle plusieurs auteurs ont essayé de répondre (Modigliani et Miller (MM) (1958), Durand (1961), MM (1963), Miller (1977), De Angelo et Masulis (1980), Flath et Knoeber (1980), Valhein (1981), Titman (1982), Bradley, Jarell et Kim (1984), Myers et Majluf (1984), Myers (1984), Titman et Wessels (1985), Titman et Wessels (1988), Harris et Raviv (1990), Harris et Raviv (1991), Cobbaut (1994), Teulié et Sacalian (1994), Vernimmen (1996),).

Tous ces travaux s'articulent, généralement, autour de la question suivante: ***comment effectuer le choix entre les différents moyens de financement dans le but d'accroître la valeur de l'entreprise?***

Cependant, la détermination de la valeur d'entreprise n'est plus une simple addition d'éléments juxtaposés mais elle exprime à la fois le résultat des décisions qui ont été prises et la façon dont ce résultat est perçue par les intervenants sur le marché financier.

Cette novation dans l'estimation de la valeur de l'entreprise a mis l'accent sur le problème de la performance de l'entreprise à travers l'évaluation de la pertinence de la prise des décisions financières qu'elle doit effectuer. Ces décisions doivent concourir à l'atteinte de l'objectif fondamental de chaque firme à savoir la maximisation de sa valeur et par conséquent, la création de valeur. Cette création de valeur peut être déterminée, dans la théorie financière, par plusieurs indicateurs de mesure. Les plus courants sont: le rendement

des actifs (return on assets: ROA), le rendement des investissements (return on investment: ROI), le rendement des capitaux propres (return on equity: ROE), le bénéfice par action, le PER (price earning ratio)...

Cependant, plusieurs auteurs, affirment que ces indicateurs montrent une insuffisance de mesure et offre une vision limitative. Ils voient aussi qu'aucun moyen de mesure des performances de l'entreprise n'est exhaustif et bien corrélé avec sa valeur boursière et que ces mesures assises sur les bénéfices s'attachent, en général, à la gestion du compte de résultat et négligent le montant et le rythme réel du cash flow. C'est pour cette raison que l'intérêt est porté à la nécessité de disposer des nouveaux instruments de mesure permettant de comprendre le processus de création de richesse des entreprises. Il s'agit bien des indicateurs de la création de valeur de marché (MVA1: Market Value Added), la rentabilité et de la création de valeur économique (VAE: Valeur Ajutée Economique).

Dans ce cadre s'inscrit l'objectif de la présente étude qui consiste à utiliser les indicateurs de résultat la rentabilité et la Valeur Ajoutée Economique (VAE) afin de mesurer la création de valeur au sein d'une entreprise et d'étudier la relation entre la décision de financement et cette création de valeur.

PROBLEMATIQUE

Comme toutes les opérations de l'entreprise se traduisent en flux financiers, leur bonne décision de financement est une nécessité si non elle se prête à la liquidation. Plus encore les finances laissent un trait dans toutes les activités de l'institution. Ainsi leur bonne décision de financement conditionne la survie de l'organisation. Ces décisions doivent concourir à l'atteinte de l'objectif fondamental de chaque firme à savoir la maximisation de sa valeur et par conséquent, la création de valeur.

Cette création de valeur peut être déterminée, dans la théorie financière, par plusieurs indicateurs de mesure. Les plus courants sont: le rendement des actifs (return on assets: ROA), le rendement des investissements (return on investment: ROI), le rendement des capitaux propres (return on equity: ROE), le bénéfice par action, le PER (price earning ratio)...

Cependant, plusieurs auteurs, affirment que ces indicateurs montrent une insuffisance de mesure et offre une vision limitative. Ils voient aussi qu'aucun moyen de mesure des performances de l'entreprise n'est exhaustif et bien corrélé avec sa valeur boursière et que ces mesures assises sur les bénéfices s'attachent, en général, à la gestion du compte de résultat et négligent le montant et le rythme réel du cash flow. C'est pour cette raison que l'intérêt est

porté à la nécessité de disposer des nouveaux instruments de mesure permettant de comprendre le processus de création de richesse des entreprises. Il s'agit bien des indicateurs de la création de valeur de marché (MVA1: Market Value Added), la rentabilité et de la création de valeur économique (VAE: Valeur Ajoutée Economique).

Dans ce cadre s'inscrit l'objectif de la présente étude qui consiste à utiliser les indicateurs de résultat la rentabilité et la Valeur Ajoutée Economique (VAE) afin de mesurer la création de valeur au sein d'une entreprise et d'étudier la relation entre la décision de financement et cette création de valeur.

En effet, Que peut-être l'incidence de cette décision de financement sur la performance de tel entreprise ?

Ainsi, en vue de répondre aux questions que nous nous sommes posée au niveau de la problématique, nous avons formulé les hypothèses suivantes:

- Existe-t-il une relation entre la décision de financement et cette création de valeur.
- Existe-t-il une structure financière optimal permis d'amélioré la création de valeur

La réalisation des objectifs de cette étude a nécessité le recours aux données comptables et boursières relatives aux NCA-Rouïba.

Concernant les données comptables de NCA-Rouïba, elles sont collectées à partir des états financiers (bilans et comptes de résultat relatifs aux trois années successives: de 2009 jusqu'à 2011) fournis par les responsables du service comptable et financier de l'entreprise. Ces informations couvrent les années 2009 jusqu'à l'année 2011, et ce pour le besoin du calcul de mesures comptables nécessitant des informations relatives à l'année précédente.

SUBDIVISION DU TRAVAIL

Le présent travail comporte trois chapitres, hormis l'introduction et la conclusion. Le premier chapitre traitant quelques indicateurs qui nous permis de mesures la performance. Le deuxième chapitre portera sur la décision de financement et sont effet sur la performance. En fin, le troisième chapitre traites le cas d'une société algérienne NCA-Rouïba, on propose d'utiliser les indicateur de performance le résultat la rentabilité et la Valeur Ajoutée Economique (VAE). On essaye aussi d'examiner la relation que peut exister entre la décision de financement et ces indicateurs.

Introduction

La performance concept de référence dans les approches théoriques et dans la pratique économique, intègre des notions diverses dont les plus importantes sont: la croissance de l'activité, la profitabilité, la rentabilité, la productivité, l'efficacité.

La méthodologie suivie pour mesurer la performance s'axe sur la détermination de différences significatives entre les caractéristiques financières des entreprises, notamment lors des études relatives à l'évaluation financière.

Les premières mesures de la performance d'une entreprise ont été construites sur la base d'éléments financiers. Dans cette Chapitre les performances de l'entreprise seront abordées d'abord en termes de croissance, comprise comme l'aptitude de l'entreprise à augmenter son volume d'activité, la création de valeur et l'enrichissement durable. Les indicateurs utilisés pour analyser ces dernières sont: les résultats de l'entreprise, exprimés par les indicateurs traditionnels (résultat d'exploitation, résultat financier, résultat ordinaire, résultat extraordinaire et le résultat de l'exercice).

L'analyse des performances concerne aussi les indicateurs portant sur la rentabilité et la Valeur Ajoutée Economique (VAE).

Sur cette base la structuration du bilan et le compte de résultat en soldes intermédiaires de gestion offre des possibilités d'analyses.

Section 1: le résultat comptable

Le résultat est une des composantes essentielles de la mesure de la performance de l'entreprise. Celle-ci fait du bénéfice lorsque la valeur de ce qu'elle a produit est supérieure au coût de ce qu'elle a consommé pour le produire, et inversement lorsqu'il s'agit de pertes.

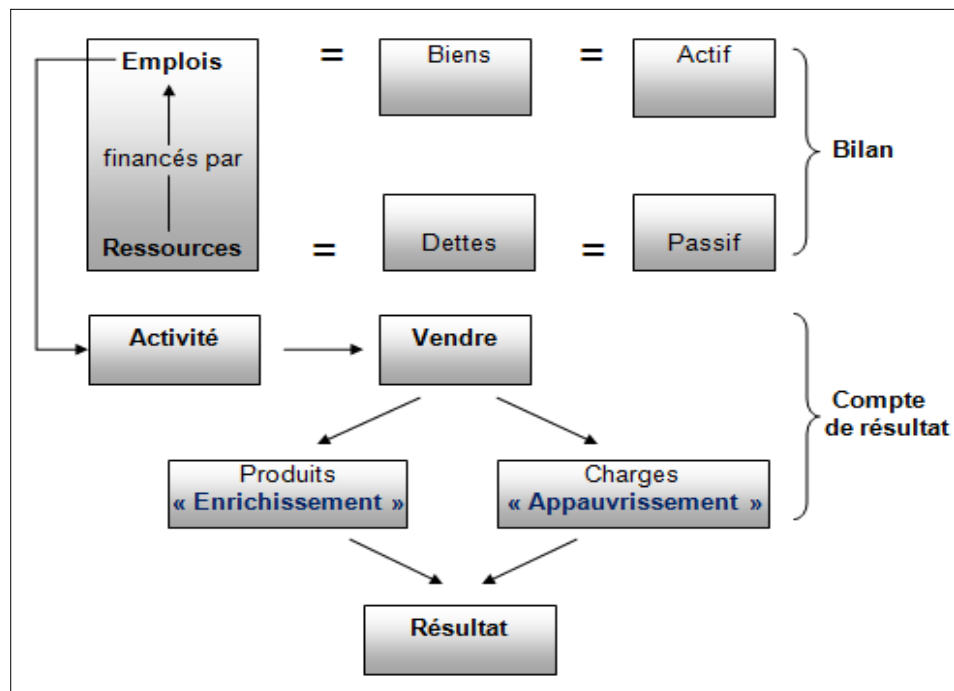
1- Comprendre la formation du résultat

1-1L'activité d'une entreprise

Une entreprise peut assurer plusieurs fonctions liées à son activité (recherche, production, démarchage commercial, stockage, etc.). Mais, quel que soit son secteur d'activité, son objectif est toujours de vendre des biens ou des services en vue d'en tirer un profit. Nous venons de voir que le bilan permet d'analyser la relation entre les ressources financières de l'entreprise (passif) et l'utilisation économique qu'elle en fait (actif)¹. En présentant à un moment donné de l'année la situation patrimoniale de l'entreprise, le bilan ne donne pourtant aucune indication sur la manière dont s'est constitué le résultat.²

La figure ci-dessus souligne la nécessité d'apprécier l'activité et les résultats de l'entreprise sur la durée de l'exercice, afin de comprendre comment a été l'exercice constitué le résultat qui figure au bilan.

Figure (1-1): comment constitué le résultat



Source: Pierre Cabane, *L'essentiel de la finance à l'usage des managers*, Editions d'organisation, 2008, p 54.

¹ Pierre CABANE, *L'essentiel de la finance à l'usage des managers*, Editions d'organisation, 2008, p 54.

² Ibid, 2008, p 55.

¹ Ibid, 2008, , p.54.

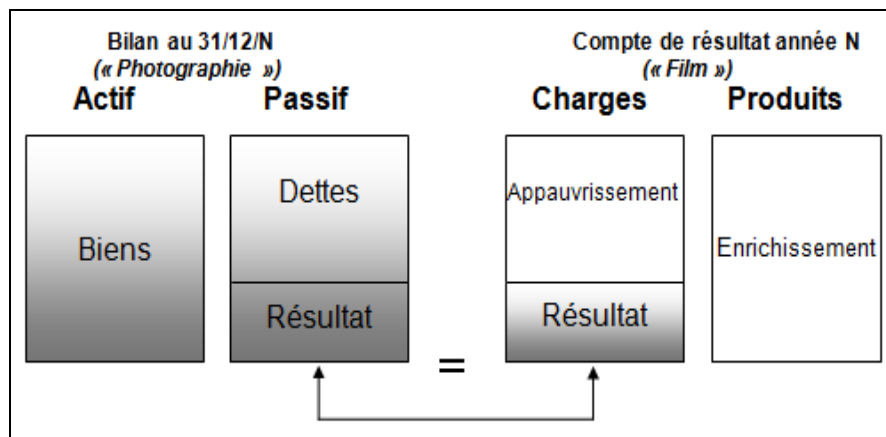
Le bilan constitue une «image arrêtée» de la vie d'une entreprise à la date de clôture de l'exercice, alors que le compte de résultat présente le «film» des événements antérieurs à la prise de la photographie: c'est pour cela qu'il est dangereux de dissocier ces deux éléments lors de l'analyse d'une société.

1-2 Liaison avec le bilan

Les comptes d'actif et de passif représentent le patrimoine de l'entreprise et sont conservés à la fin de la période de référence.

Les comptes de produits et charges résument l'activité annuelle; à la fin de l'exercice, ils sont soldés et remplacés par un «compte de résultat». Ce compte est constitué par la différence entre les produits et les charges. C'est ce même résultat que l'on obtient en faisant la différence entre les biens et les dettes.

Figure (1-2): la relation entre le bilan et le compte de résultat



Source: Pierre Cabane., op.cit., 2008, p.55.

L'analyse des marges d'une entreprise est la première étape de toute analyse financière; elle est fondamentale car une entreprise qui ne réussit pas à vendre à ses clients ses produits ou services à un prix supérieur au prix de revient est condamnée à disparaître.

L'analyse des marges, de leurs niveaux par rapport à ceux des concurrents, est le révélateur de la position stratégique plus ou moins forte de l'entreprise dans son secteur.

2-les éléments essentiels dans le résultat

A ce contexte nous allons étudier le résultat opérationnel (d'exploitation) et le résultat net comme des indicateurs qui mesure la performance d'une entreprise.

De façon générale, le Résultat est mesuré par la soustraction des charges des produits

$$\text{Résultat} = \text{produits} - \text{charges}$$

2-1 Le Résultat d'exploitation (ou Economique)

Il exprime le résultat réalisé par une entreprise à travers l'exploitation habituelle de ses seuls facteurs de production. Il ne prend en compte ni les produits et charges financiers, ni les produits et charges exceptionnels, ni la participation des salariés aux résultats de l'entreprise, ni les impôts sur les bénéfices.

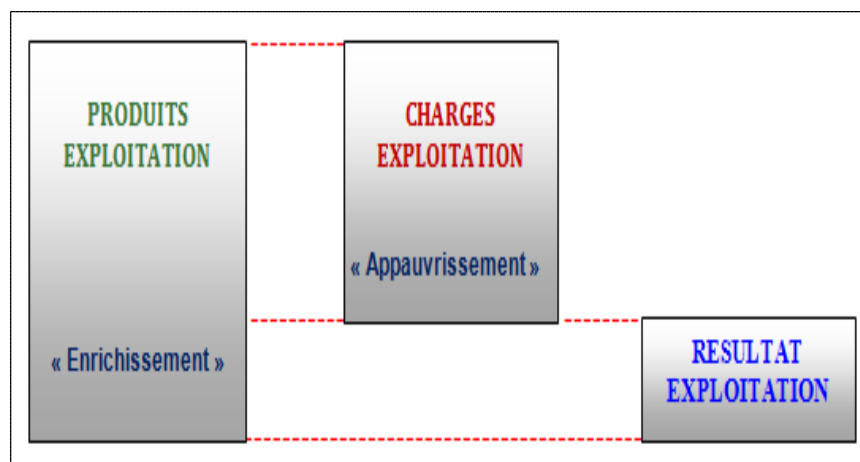
2-1-1 Calcul de résultat d'exploitation

Qui représente les profits générés par le cycle d'exploitation, le résultat de l'exploitation est présenté et calculé dans le compte de résultat¹.

$$\text{Résultat d'exploitation} = \text{produits de l'exploitation} - \text{charges de l'exploitation}$$

La figure ci-dessous représente comment obtenir le résultat d'exploitation après la soustraction des charges d'exploitation des produits d'exploitation.²

Figure (1-3): mesure de résultat d'exploitation



Source: conception personnelle.

2-1-2 Le Résultat d'exploitation Comme un indicateur de performance

La performance d'une entreprise doit provenir avant tout de son exploitation courante, le résultat d'exploitation est ainsi un meilleur indicateur, puisqu'il mesure la performance récurrente du cœur de métier de l'entreprise.

¹ Idem, 2008, p 58.

² Elie COHEN, *gestion financière de l'entreprise et développement financier*, EDICEF, 1991, p 87.

Le résultat d'exploitation mesure l'enrichissement brut de l'entreprise en tenant compte de l'usure et de la dépréciation du capital économique. Ce solde est donc marqué par les choix effectués et les contraintes liées à l'amortissement comptable.

Il apparaît comme la rentabilité brute de l'outil économique qu'est l'entreprise dans le déroulement de son exploitation¹. Tout comme l'EBE, le résultat d'exploitation est une mesure de la performance économique de l'entreprise. Il présente l'avantage d'incorporer la nécessité de préserver l'outil économique. Cependant, la prise en compte de cette contrainte est source de biais et de fortes distorsions. Les dotations aux amortissements subissent une forte influence fiscale. Les dotations aux provisions trahissent aussi des choix comptables et fiscaux en matière de provisionnement.

Par souci d'équilibre entre charges et produits, les reprises de provision qui figurent en produits doivent être intégrées dans le total. Le résultat d'exploitation est donc calculé à partir des dotations effectuées nettes des reprises de l'exercice. Ce faisant, on accepte d'imputer des dotations faites pour des risques à venir, sur des reprises qui concernent des événements passés. Ce qui est comptablement juste devient une hypothèse financière. S'ajoutent à l'EBE les autres produits et les autres charges d'exploitation².

Le résultat d'exploitation est un pur flux d'exploitation. Ce n'est pas un flux de fonds car il intègre dans son calcul des charges comptables calculés (dotations d'amortissements et aux provisions) et des produits comptables calculés (les reprises de provision), c'est-à-dire qui ne sont pas directement liés à des mouvements monétaires avec des tiers. C'est le cas des postes de dotations et de reprises liés aux amortissements et provisions.

Dans l'hypothèse où la politique d'amortissement et de provision de l'entreprise ne change pas, le résultat d'exploitation se prête bien à une comparaison dans le temps en valeur absolue ou en valeur relative.

Dans ce dernier cas, on peut:

- soit calculer son évolution en pourcentage en comparant le résultat d'exploitation de l'année N avec celui de l'année N-1;
- soit calculer et suivre le ratio de marge d'exploitation qui exprime le pourcentage de bénéfice d'exploitation par rapport au CA:

$$\text{Marge d'exploitation (en \%)} = \text{Résultat d'exploitation} / \text{CA (hors taxes)}$$

¹ Il ignore cependant certains éléments d'exploitation courante qui figurent ailleurs dans le compte de résultat.

² La notion anglo-saxonne d'EBIT (Earning Before Interest and Taxes) est très semblable au résultat d'exploitation. Pour obtenir l'EBIT, il faudrait encore soustraire la participation des salariés.

2-2 Le résultat net

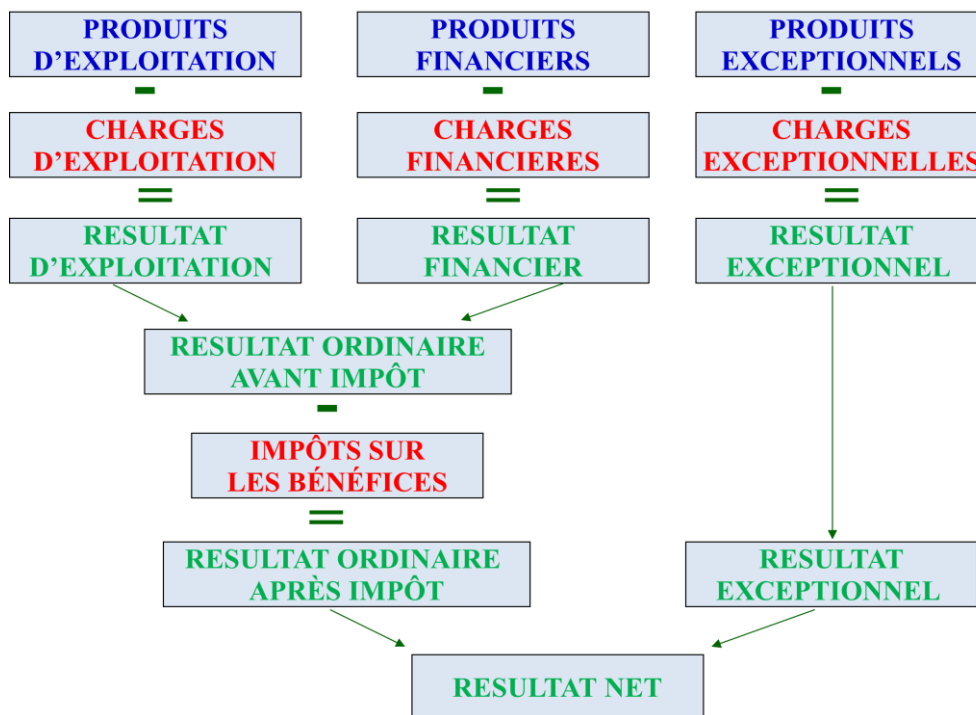
Le résultat net (ou bénéfice net au sens fiscal) est le solde final du compte de résultat de l'exercice. Il est donc calculé après les opérations de répartition: participation des salaires, impôt sur les bénéfices. Dans les sociétés par actions, le résultat net détermine ce qui peut être partagé entre les actionnaires (distribution de dividendes) et l'Entreprise (mise en réserve et/ou constitution de provisions).¹

2-2-1 Calcul du résultat net

il se calcule en déduisant du résultat courant avant impôts (différence entre le résultat d'exploitation et le résultat financier) toutes les charges non encore prises en compte dans la détermination des soldes intermédiaires. C'est ainsi qu'on peut ajouter, à ce niveau, les quotes-parts des résultats des sociétés non consolidées.

Le Figure ci-dessous donne une brève explication de la façon de calculer le résultat net

Figure (1-4): récapitulation de calcul le résultat d'exploitation et le résultat net



Source: conception personnelle.

On parle de déficit ou de perte en cas de résultat net négatif et de bénéfice en cas de résultat net positif.

¹ Elie COHEN, Op.cit, p 89.

Le résultat net est calculé à chaque clôture d'exercice comptable, on le retrouve dans le compte de résultat car, comme son nom l'indique, il a pour but de déterminer le résultat d'une entreprise, et dans le bilan (dans les capitaux propres de l'entreprise).

L'analyste financier doit conserver présent à l'esprit que le résultat net présente trois caractéristiques:

– il est affiché par l'entreprise. Cela signifie qu'il résulte des décisions de l'entreprise au travers de marges de manœuvre comptables (dotations, évaluation...) et de choix de gestion (réalisation de plus-values suite à la cession d'actifs). La valeur affichée, au-delà de la mesure d'une performance financière, est aussi un message informationnel à destination des tiers;

– il n'est pas forcément reproductible. L'étude des opérations exceptionnelles peut mettre en évidence des plus-values importantes provenant de la vente d'actifs.

On ne peut supposer que celles-ci se renouvellent régulièrement;

– il est fondamentalement un solde entre des produits et des coûts dont certains ont la particularité d'être des coûts comptables calculés qui n'entraînent pas de mouvements de trésorerie. Le résultat net est donc un solde comptable mesurant l'enrichissement des actionnaires. Il n'est en aucun cas assimilable à un flux de ressource interne.

2-2-2 Le résultat net un indicateur de performance

Les investisseurs sont très attentifs au résultat net des entreprises car il représente de potentiels dividendes. Pour autant, on ne peut pas réellement dire que le résultat net soit un bon indicateur de la performance d'une entreprise¹.

Le résultat net est plus une base de calcul à de nombreux ratios qu'un indicateur pertinent en tant que tel (capacité d'autofinancement, bénéfice par action, dividendes...).

Un des inconvénients des données comptables pour appréhender la performance de l'entreprise est lié au fait, qu'ils sont exprimés en valeur absolue. Ainsi, comparer le résultat d'exploitation de deux entreprises n'a pas de sens en soi, car les chiffres ne sont pas nécessairement comparables.

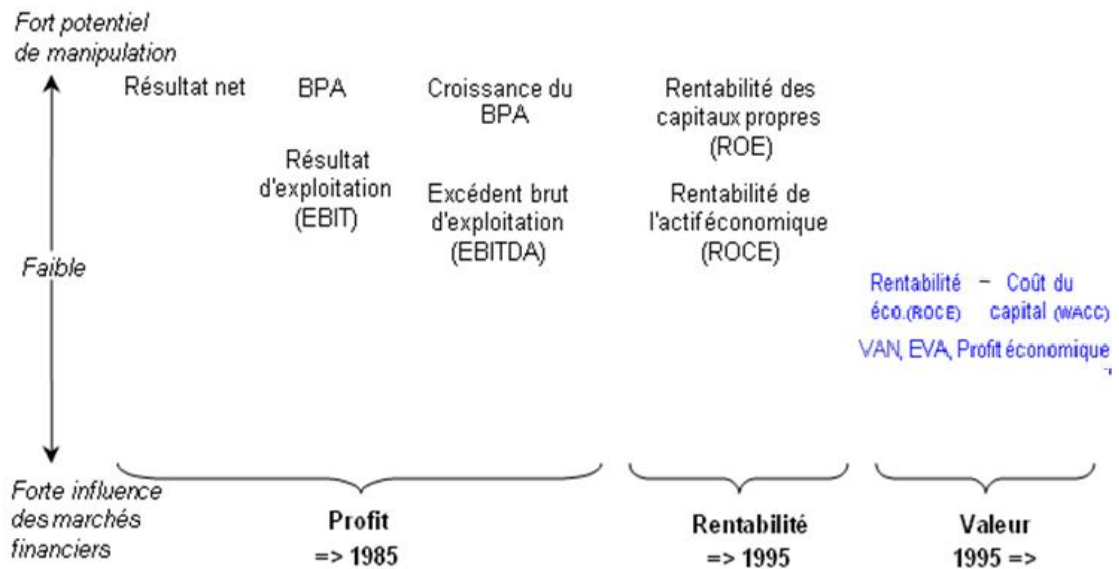
Ceci a amené à privilégier les grandeurs relatives, sous forme de ratios. On s'intéresse ainsi moins aux chiffres (capitaux propres ou actif économique) eux-mêmes qu'à la structure du résultat, plus intéressante en termes de comparaison.

¹ Stéphane DUBREUILLE et Mondher CHERIF, *Création de valeur et capital-investissement*, Pearson Education, 2009, p 67.

Les mesures de type financier ont été vivement critiquées notamment à partir de la fin des années 70, car elles ne prennent en compte que la valeur pour les actionnaires et qu'elle négligeait donc d'autres partis prenants comme les clients.

Le graphique ci-dessus présenter les évolutions qui concerne les indicateur qui mesure la performance d'une entreprise.

Figure (1-5): évolutions des indicateurs de mesure la performance d'une entreprise



Source: Pierre VERNIMMEN, *Finance d'entreprise*, Dalloz, 8^{em} édition, p 670.

Section 2: la rentabilité économique (Re) et la rentabilité financière (Rf)

L'approche dominante de la performance financière est celle de la valeur actionnariale dont les fondements sont les suivants. Si on suppose que les marchés sont concurrentiels et efficaces informationnellement, que les dirigeants sont les agents «fidèles» des actionnaires, que ces derniers sont les seuls «créanciers résiduels», alors, il y a confusion entre la maximisation de la richesse des actionnaires et l'efficacité allocutive globale. Ces hypothèses, n'étant pas respectées, en particulier, en raison des externalités, la mesure de la performance à partir de la seule richesse des actionnaires est contestable.

Au-delà des critiques traditionnelles qui peuvent être adressées à l'approche actionnariale. La difficulté d'évaluer la création de valeur, pour les entreprises non cotées¹, oblige à recourir à des mesures comptables ne représentant au mieux que des approximations grossières de la performance.

Dans cette perspective, le seul indicateur qui soit fondé, en tant qu'approximation comptable, est le taux de rentabilité.

La rentabilité est la capacité d'un capital placé ou investi à procurer des revenus exprimés en termes financiers

Ainsi La rentabilité est le rapport entre un revenu obtenu ou prévu et les ressources employées pour l'obtenir. La notion s'applique notamment aux entreprises mais aussi à tout autre investissement².

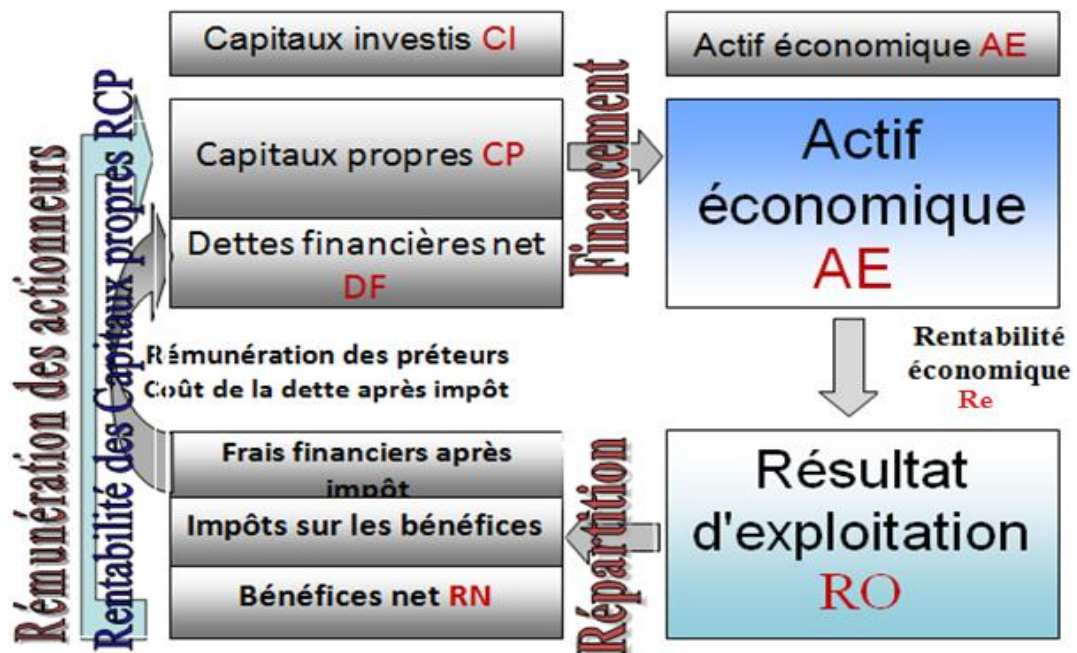
La rentabilité représente l'évaluation de la performance de ressources investies par des apporteurs de capitaux.

La rentabilité rétrospective permet d'évaluer le Modèle d'évaluation des actifs financiers pouvant permettre de calculer un taux d'actualisation par le coût moyen pondéré du capital. La rentabilité rétrospective est un outil difficilement utilisable directement (à partir du résultat d'exploitation ou du résultat net) pour évaluer les entreprises car elle est biaisée par les décalages temporels de l'entreprise (dus aux délais de paiement par exemple).

¹ Il est très difficile d'évaluer le coût des fonds propres des entreprises non cotées. La mesure de la création de valeur par la VAE ou le profit économique est compromise à partir du moment où l'on ne peut pas déterminer le coût moyen pondéré du capital.

² Thierry BECHU, *Économie et marchés financiers*, Editions d'organisation, 2010, p 187.

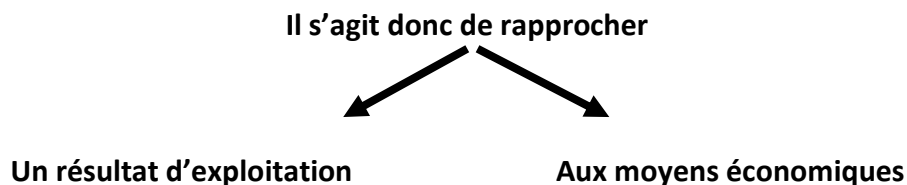
Figure (1-6): récapitulatifs de la rentabilité économique et la rentabilité financière



Source: Ibid, p 298.

1- la Rentabilité économique (Re)

La rentabilité économique désigne le rapport du résultat d'exploitation de l'entreprise, affecté du taux de l'impôt sur les sociétés, sur son actif économique, c'est-à-dire l'ensemble des capitaux employés. Elle rapporte la richesse produite aux moyens capitalistiques engagés (immeubles, machines, brevets, besoin en fonds de roulement...). Elle permet de mesurer l'efficacité de l'ensemble de ses sources de financement, créanciers et actionnaires (moyens économiques) de l'outil de travail à travers les résultats qu'ils génèrent et donc de sa performance industrielle. C'est le reflet de sa gestion, de sa position concurrentielle et de ses décisions stratégiques¹.



Deux mesures de soldes sont concevables, l'excédent brut d'exploitation ou le résultat d'exploitation:

- *EBE/Capital économique*
- *Résultat d'exploitation /Capital économique*

¹ H. BRUSLERIE, *Analyse financière*, Dunod, 2010, p 193.

Ce ratio s'exprime en pourcentage. Il est une mesure comptable de la rentabilité de l'outil économique exploité. À défaut de l'évaluation du capital économique, certains analystes utilisent comme pis-aller l'actif total de l'entreprise.

Le second ratio est souvent préféré car il inclut l'effet des charges d'amortissements et de provisions.

Cet avantage conceptuel se paye par une évaluation de ces charges qui est contrainte par des règles fiscales et comptables, et qui peut être influencée par des choix discrétionnaires. C'est la raison pour laquelle cette mesure de la rentabilité est qualifiée de comptable.

1-1 Décomposition

La rentabilité économique d'une entreprise s'explique comme la combinaison d'une marge et d'un taux de rotation. En réécrivant le ratio précédent, on a:

$$\begin{aligned} Re &= \text{Résultat d'exploitation} / \text{Capital économique} \\ &= (\text{Résultat d'exploitation} / CA) \times (CA / \text{Capital économique}) \end{aligned}$$

Où: CA représente le chiffre d'affaires de l'entreprise.

Le ratio *résultat d'exploitation/CA* est un ratio de marge. Il exprime le caractère plus ou moins profitable des ventes de l'entreprise, c'est-à-dire son efficacité commerciale. Le chiffre d'affaires est en quelque sorte un « capital » commercial tiré des clients; le ratio de marge d'exploitation permet de suivre si l'entreprise l'utilise bien. Conservons à l'esprit que la marge commerciale est aussi largement influencée par le secteur d'activité et par la pression concurrentielle.¹

Le ratio *CA/Capital économique* est un ratio de rotation. Il décrit le flux de chiffre d'affaires que génère un capital économique donné. L'analyste cherche à voir l'efficacité de l'entreprise à utiliser efficacement ses ressources productives et à transformer son capital économique en CA. La rotation de l'actif économique est l'expression de l'intensité capitalistique du processus économique mis en œuvre.

La décomposition du ratio de rentabilité économique en un ratio de marge et un ratio de rotation met en évidence les deux grands types de comportement pour atteindre une rentabilité donnée:

– rechercher une forte rotation du capital en se contentant de faibles marges. C'est le cas de la grande distribution;

¹ Ibid, p 194.

– appliquer de fortes marges en cas de rotation faible des actifs. C'est le cas par exemple des producteurs de cognac confrontés à la nécessité du vieillissement de leurs stocks.

Les deux éléments, marge et rotation, éclairent la rentabilité économique de l'entreprise et permettent un début de diagnostic sur les origines d'une insuffisance de rentabilité. Cette analyse souligne aussi qu'il est possible d'aboutir à des résultats comparables en termes de rentabilité par des choix de gestion différents.

1-2 Comment améliorer la rentabilité économique

La rentabilité économique doit être la plus importante possible. Pour l'améliorer, l'entreprise peut:

- augmenter le résultat d'exploitation (augmenter les ventes, diminuer les charges);
- diminuer les capitaux investis:
 - ✓ en diminuant le BFRE (augmenter les délais de règlement fournisseurs, diminuer les stocks et les délais de règlement client,
 - ✓ en diminuant les immobilisations brutes, mais sans réduire la production. Cela impose une utilisation plus efficace des immobilisations.

2 - la Rentabilité financière(Rf)

La rentabilité financière mesure le rapport entre le résultat net, c'est-à-dire après l'affectation du résultat financier et de l'impôt sur les sociétés, sur les seuls capitaux propres. Elle mesure la performance de l'entreprise revenant aux seuls actionnaires, une fois les créanciers et l'Etat servis.

En l'absence de dette, la rentabilité financière et la rentabilité économique sont égales. La dette a deux effets contradictoires sur la rentabilité financière dont la combinaison est appelée effet de levier et amplifie les variations de la rentabilité économique. La dette joue positivement en réduisant l'apport personnel des actionnaires et joue négativement en amputant la richesse produite des intérêts payés sur la dette. L'effet positif ne l'emporte que lorsque la rentabilité économique est supérieure au taux d'intérêt de la dette. L'effet de levier amplifie donc la qualité et la médiocrité des performances d'une entreprise.

La rentabilité financière fait référence, au dénominateur, à des capitaux investis par les bailleurs de fonds de l'entreprise, actionnaires et prêteurs.

2-1 Rentabilité des capitaux investis

La définition des capitaux investis est établie à partir du passif de l'entreprise. D'un point de vue statique et comptable, on retient les ressources durables de l'entreprise, c'est-à-dire ses capitaux permanents, eux-mêmes constitués des capitaux propres et de l'endettement.

Afin de respecter le principe d'homogénéité, il faut retenir au numérateur une mesure du résultat qui intègre la rémunération des actionnaires et des prêteurs. Le résultat courant ignore les frais financiers payés aux créanciers de l'entreprise. D'où l'idée de les rajouter au résultat courant, dans un ratio qui comporte au dénominateur les capitaux investis par l'entreprise¹.

$$[\text{Résultat courant} + \text{Frais financiers}] / \text{Capitaux investis}$$

La difficulté du ratio de rentabilité précédent est de ne mettre au numérateur, en regard de l'endettement durable, que les frais financiers liés à ces dettes. Or, le poste comptable de frais financiers reprend aussi les intérêts payés dans le cadre des opérations de trésorerie. Il est difficile de faire une distinction, sauf en cas d'information précise.

2-2 Rentabilité des capitaux propres

La rentabilité des capitaux propres est le ratio de rentabilité financière par excellence.

Il compare le résultat net aux capitaux propres et se situe bien dans l'optique de l'actionnaire qui met à disposition de l'entreprise des fonds et reçoit en retour le résultat net.

$$\text{Résultat net} / \text{Capitaux propres}$$

Ce ratio est une mesure comptable de la rentabilité dans la mesure où l'estimation des capitaux propres est celle de la comptabilité, c'est-à-dire une évaluation tournée vers le passé. Le principe du coût historique conduit à ignorer les réévaluations qui entraîneraient la prise en compte des plus-values potentielles sur les actifs immobilisés de l'entreprise. Par ailleurs, le résultat net est affecté par les éléments exceptionnels.²

Ceux-ci rendent difficile la comparaison de la rentabilité financière dans le temps, lorsqu'apparaissent des cessions d'actifs entraînant des plus ou des moins-values.

Afin de neutraliser les éléments exceptionnels et pour permettre d'analyser une évolution dans le temps, il est possible de partir au numérateur du résultat courant auquel on applique le taux de droit commun de l'impôt sur les bénéfices.

¹ Moujib BAHRI, *Relations entre L'EVA et les pratiques d'affaires chez les pme manufacturières*, Université Du Québec, 2007, p 21.

² H. BRUSLERIE, Op.cit, p 196.

On calcule de cette manière un résultat net courant après impôt qui sera rapporté aux capitaux propres.

$$\text{Bénéfice courant} \times (1 - \text{taux IS}) / \text{Capitaux propres}$$

2-3 Décomposition

La rentabilité financière des capitaux propres se prête à une décomposition en 3 termes qui sont chacun susceptibles d'une analyse:

$$\begin{aligned} R_f &= \text{Résultat net} / \text{Capitaux propres} \\ &= (\text{Résultat net} / \text{CA}) (\text{CA} / \text{Capitaux investis}) (\text{Capitaux investis} / \text{Capitaux propres}) \end{aligned}$$

Le premier ratio représente classiquement la marge nette de l'entreprise. Il exprime la politique commerciale, par exemple, en termes de prix. La marge prend en compte aussi la situation concurrentielle sur le marché des biens et des services produits par l'entreprise.

Le second ratio (CA/capitaux investis) est un ratio de rotation qui informe sur l'efficacité productive de l'entreprise. Pour 1 euro de capital investi durablement par les bailleurs de fond, combien de CA est-il généré ? Ce ratio permet de comparer les choix industriels et technologiques d'entreprises situées dans une même branche d'activité.

Le troisième ratio exprime la politique de financement de l'entreprise. Plus précisément il mesure le taux d'endettement de l'entreprise puisque les capitaux investis sont constitués des capitaux propres et de l'endettement.

$$\text{Capitaux investis} / \text{Capitaux propres} = (\text{Capitaux propres} + \text{Endettement}) / \text{Capitaux propres} = 1 + \text{Taux d'endettement}$$

En rappelant que: **Taux (ou ratio) d'endettement = Endettement / Capitaux propres**; le taux d'endettement est positif ou nul. Cela signifie que la rentabilité financière est à la conjonction de trois types de politiques de l'entreprise:

- une politique de marge qui exprime un comportement commercial sur un marché;
- une politique de rotation qui est le résultat de choix techniques et industriels concernant la production;
- une politique d'endettement qui joue un rôle d'amplification des décisions commerciales et industrielles.

$$\text{Rentabilité financière} = \text{Marge} \times \text{Rotation} \times \text{Endettement}$$

Enfin, on rappellera que la rentabilité financière se calcule à partir de données comptables. Cette origine affecte les résultats obtenus de deux manières. La première est que sont prises en considération des valeurs de dettes et de fonds propres en fin d'exercice. Si des opérations d'endettement ou d'augmentation de capital surviennent en milieu d'année, les capitaux mis à disposition ne peuvent pas être pleinement assimilables aux capitaux utilisés tout au long de l'année. On retiendra donc qu'en cas de mise en place de financements neveux par fonds propres, le ratio de rentabilité financière est biaisé négativement. L'autre limite concerne la représentativité de l'estimation bilantielle comptable. Les données sont apparentes et doivent être corrigées (cas des fonds propres) ou complétées (inclusion du crédit-bail dans les dettes financières). C'est la raison pour laquelle une analyse de la rentabilité financière à partir de données de marché, plus particulièrement de valeurs boursières, complète utilement la précédente.

Section 3: la Valeur Ajoutée Economique (VAE)

La valeur économique ajoutée (VAE) développée par le groupe de conseillers Stern et Stewart et cie. se vante de pallier ces inefficacités en assurant un meilleur alignement des intérêts entre les gestionnaires et les actionnaires par son orientation à long terme, incitant des décisions qui maximisent la valeur de la firme. Contrairement aux mesures comptables traditionnelles de performance, la VAE tente de mesurer la valeur que les firmes créent ou détruisent en soustrayant le coût du capital des flux monétaires générés par le capital investi.

1- Définition conceptuelle et mesure de la VAE

1-1 Définition

Le modèle de la Valeur Ajoutée Economique (VAE), promu et diffusé par le cabinet Stern et Stewart, constitue l'aboutissement le plus récent de la mesure de la performance économique et financière.

La VAE repose sur la prise en compte de la totalité du coût des ressources nécessaires au fonctionnement d'une activité. La VAE vise à mesurer la performance nette, prenant en compte le coût total des ressources, dettes et fonds propres, exprimé par leur coût moyen pondéré (CMPC).

L'idée de base de Valeur Ajoutée Economique (VAE) consiste à dire qu'une entreprise crée de la valeur pour ses actionnaires dès lors que la rentabilité des capitaux investis dépasse le coût des différentes sources de financement utilisées, aussi bien les dettes que les fonds propres. Cela se justifie, par le fait que ces derniers ne représentent pas un moyen de financement gratuit puisque les actionnaires exigent une rémunération pour le risque pris.

La VAE se définit donc comme étant la différence entre le résultat opérationnel de l'entreprise après impôt et la rémunération du capital utilisé pour son activité.

➤ Une VAE positive signifie que l'entreprise a créé de la valeur pour l'actionnaire. En d'autres termes, la rentabilité de l'entreprise est supérieure à la rémunération des capitaux apportés pour financer l'actif économique¹.

➤ Une VAE nulle engendre une situation d'équilibre c'est à dire que l'entreprise n'est ni créatrice ni destructrice de valeur.

➤ Par contre, une VAE négative signifie qu'il y a eu une destruction de la valeur.

¹ Actif économique = immobilisations + besoin en fonds de roulement = fonds propres + dettes financières.

Le message central de la **VAE** consiste donc à dire qu'il ne suffit pas d'avoir un résultat net positif ou un certain niveau de bénéfice par action mais l'entreprise doit gagner assez pour couvrir le coût de la dette et le coût d'opportunité du capital avant même de penser à créer de la valeur.

1-2 Mesure de la Valeur Ajoutée Economique (VAE)

La **VAE** peut s'écrire comme suit:

$$\begin{aligned} VAE &= RON - \text{Rémunération du capital} \\ &= RON^1 - (\text{coût du capital} \times \text{Capitaux investis}) \\ &= (RCI - CMPC) \times CI^2 \end{aligned}$$

Avec: RCI: taux de rentabilité des capitaux investis

CMPC: Cout moyen pondère du capital

CI : capitaux investis ou l'actif économique

La **VAE** est égale donc au produit des capitaux investis par la différence entre le bénéfice d'exploitation net d'impôt ajusté (RON) et la rémunération des capitaux investis ou encore elle représente la différence entre leur taux de rentabilité et leur CMPC³.

L'apparente simplicité de la compréhension et de l'application de cette formule la **VAE** ne peut pas cacher la difficulté d'obtenir une image précise de la valeur si l'on ne tient pas compte des facteurs et des ajustements adéquats uniques à chaque entreprise.

Grace à ces ajustements, on peut donner une approximation de la trésorerie après impôts de l'entreprise disponible pour le réinvestissement interne ou la distribution aux actionnaires.

1-3 Ajustements comptables nécessaires au calcul de la VAE

L'intérêt de ces ajustements consiste à corriger anomalies créées par le plan comptable afin de rendre le bénéfice net d'exploitation après impôts plus proche des profits économiques réels.

Néanmoins, il n'existe pas une manière standard les de procéder. Malgré qu'il s'agisse, de plus d'une centaine d'ajustements, chaque entreprise pratique ses propres ajustements sans

¹ REMIC: résultat d'exploitation minoré de l'impôt corrigé ou ajusté ou aussi NOPAT: *Net Operating Profit After Tax*. Par impôt ajusté, on entend celui que paierait l'entreprise si elle ne déduisait pas les charges d'intérêt.

² Stéphane DUBREUILLE et Mondher CHERIF, *Création de valeur et capital-investissement*, Pearson Education, 2009, p 90.

³ Moujib BAHRI, Op.cit, 2007, p 31.

qu'aucune réglementation n'impose ce qu'il convient d'ajuster. Généralement, on ne fait recours aux ajustements que si un certain nombre de conditions sont réunies:

- La significativité des montants des postes à ajuster.
- L'exactitude des calculs effectués.
- La disponibilité des données nécessaires aux retraitements.
- La facilité de compréhension de ces ajustements par les non financiers.

Cependant, pour éviter le risque de compliquer le système, la plupart des entreprises, utilisant la VAE, se limitent à un certain nombre d'ajustements qu'elles voient les plus nécessaires.

2- Utilité et application de la VAE

2-1 La VAE est une meilleure mesure de la performance d'une entreprise

Les études comptables qui traitent de la valorisation des actions tentent de déterminer jusqu'à quel point les chiffres comptables expliquent le cours d'un titre. Stern et Stewart affirment que la VAE devrait être utilisé au lieu du bénéfice ou des flux monétaires d'exploitation comme mesure de performance interne et externe, en soulignant que cette mesure est le vrai inducteur du prix de l'action. De plus, ils évoquent que la VAE est 50% plus efficace que les mesures de bénéfice comptable pour expliquer les variations de valeur des actions. Pour vérifier ces allégations, plusieurs études ont été effectuées afin de comparer le contenu informationnel des mesures comptables traditionnelles avec celui de la VAE. Les résultats de ces études sont contradictoires.

Même si les preuves relatives à la capacité de la VAE pour expliquer le rendement boursier sont contradictoires, reste-t-il que cette mesure est une excellente tentative de la part de Stern et Stewart pour inciter les gestionnaires à investir dans des projets d'innovation. Ce faisant, elle favorise l'optimisation de la richesse des actionnaires et par le fait même, les intérêts de tous les intervenants (les parties prenantes) de l'organisation. De plus, en gérant consciencieusement cette valeur créée du capital, l'organisation respecte les contrats implicites avec les parties prenantes et minimise des problèmes d'agence potentiels avec ces dernières.

2-2 La VAE une mesure d'évaluation de la performance des gestionnaires

À condition que l'organisation implante un système de VAE pour sa gestion financière et que ce concept soit bien assimilé par les employés et les gestionnaires.

Le défi principal des contrats d'intéressements demeure dans la détermination d'une mesure optimale de performance selon laquelle les dirigeants seront évalués. Ces contrats sont élaborés par les actionnaires (principal) afin d'aligner les intérêts des gestionnaires avec les leurs puisqu'il leur sera coûteux d'observer toutes les actions prises par les gestionnaires. Ainsi, dans ce contexte d'asymétrie informationnelle, c'est à l'avantage du principal de déterminer des mesures d'évaluation qui minimiserait les comportements opportunistes

Toutefois, Stern et Stewart soulèvent que la méthode de la VAE règlerait le problème de divergence d'intérêts et optimiserait la performance des gestionnaires et donc, de l'entreprise.

Pour qu'une mesure de performance fonctionne, il faut mesurer et rémunérer la performance des gestionnaires à l'aide de cette mesure. Ainsi, les entreprises utilisant des systèmes de mesures de performances de VAE sont plus efficaces lorsqu'elles incorporent la VAE dans les contrats de rémunération.

2-3 Limites de la VAE

Comme nous l'avons vu précédemment, une des limites de la VAE, tout comme les systèmes basés sur le bénéfice résiduel, demeure dans son incapacité d'éliminer les problèmes de sélection adverse et des comportements myopiques des gestionnaires. Ceci est dû au fait que cette mesure est issue d'un bénéfice qui est comptable et par conséquent manipulable. Bien qu'une VAE positive ajoute de la richesse aux actionnaires grâce à un rendement du capital investi qui excède le CMPC, le choix du projet d'investissement reste à la discrétion du dirigeant et ne sera pas forcément optimal pour les actionnaires. Ceci est dû à la différence de l'aversion au risque des dirigeants ainsi que de leur aversion à l'effort.

Ces problèmes d'agences peuvent être principalement dus à des faiblesses dans les mécanismes de gouvernance.

- La VAE ne peut pas être un moyen de contrôle pour des divisions de taille différentes.
- La VAE est basée sur méthodes de la comptabilité financières qui peuvent être manipulées par les dirigeants.
- La VAE peut se concentrer sur des résultats immédiats qui diminuent l'innovation. La VAE néglige aussi les opportunités de croissance pour la firme en se focalisant sur la mesure de performance à court terme.
- Etant donné l'accentuation de La VAE dans l'amélioration de la performance, elle n'encourage pas la collaboration entre les dirigeants des unités différentes.

Introduction

Dans une approche économique néoclassique, la Finance fixe à la firme l'objectif de maximiser la richesse des actionnaires. La communauté financière s'accorde sur le fait que cet objectif de performance financière peut être atteint par la décision d'investissement en mettant en œuvre les projets assurant le meilleur rapport risque-rentabilité. Mais certains pensent que cette performance, obtenue pour une structure du capital donnée (le rapport des dettes aux capitaux propres ou levier), peut encore être améliorée par la détermination d'une structure du capital optimale, c'est à dire la moins coûteuse pour l'entreprise, compte tenu des conditions du marché financier.

Section 1: les différents modes du financement

On distingue généralement deux grands modes de financement d'une entreprise quelconque. On parle alors de fonds propres (ou de quasi-fonds propres pour certains). Entrent aussi dans cette catégorie les subventions liées à un investissement perçues par l'entreprise; et les financements dont l'origine est externe, qui proviennent principalement des organismes financiers.

1- Le financement par fonds propres.

1-1 L'autofinancement: constitue de façon générale le pivot du financement des entreprises et, pour certaines d'entre elles, la source exclusive du financement dans les phases décisives de leur développement.

Le caractère fondamental de cette ressource tient au fait qu'elle ne vient pas seulement s'additionner à des ressources externes d'un montant déterminé mais constitue « l'amorce », le pivot à partir duquel le financement externe pourra être sollicité et attiré par l'entreprise. Ce statut privilégié de l'autofinancement tient à deux raisons fondamentales¹.

D'une part, son montant (en valeur absolue et en valeur relative) fournit une indication relative aux performances de l'entreprise: un autofinancement élevé rassure les apporteurs de capitaux externes sur les possibilités de rémunération et de mise en valeur des fonds qu'ils peuvent fournir. D'autre part, c'est l'autofinancement qui crée la capacité de remboursement de l'entreprise. Son importance donne ainsi une mesure du risque de non recouvrement que les apporteurs de capitaux supportent du fait de l'entreprise.

¹ Elie COHEN, Op.cit, pp 103-105.

1-1-1 Définition et mesure de l'autofinancement

L'autofinancement correspond à des ressources nouvelles engendrées par l'activité de l'entreprise et que celle-ci parvient à conserver durablement pour financer ses opérations à venir. On dit également parfois qu'il s'agit du « résultat brut » ou du « profit brut » réinvesti dans l'entreprise. Mais cette formulation pose d'abord des problèmes terminologiques et peut susciter des confusions parce qu'il y a plusieurs notions de résultat, et parce que l'épithète « brut » appelle des précisions (l'autofinancement est « brut » d'amortissement, mais « net » d'impôts et de dividendes). C'est pourquoi il est sans doute plus clair d'énoncer que l'autofinancement correspond à un surplus monétaire, dégagé par l'entreprise, et conservé par elle pour financer son développement futur.

Pour calculer l'autofinancement deux démarches convergentes peuvent être proposées¹. La première procède d'une approche soustractive et présente l'autofinancement comme un résidu, comme la différence entre des flux d'encaissement et de décaissement potentiellement induits par l'activité de l'entreprise. La seconde relève d'une définition additive: l'autofinancement apparaît bien comme une part du surplus monétaire («cash flow» ou capacité d'autofinancement) dégagé par l'entreprise.

1-1-2 Les déterminants de l'autofinancement

Le montant de l'autofinancement est déterminé par des facteurs dont l'influence peut être mise en évidence aux différentes étapes de sa formation. Ces étapes peuvent être comme suit.

Tableau (2.1): La formation de l'autofinancement

[1] Ventes
- Charges courantes liées à des Prestations extérieures
[2] Valeur ajoutée
- Charges de personnel
- Impôts, taxes et Versements assimilés
[3] Excédent brut d'exploitation
+ Produits financiers
- Charges financières
[4] "Cash-Flow Brut" (Excédent monétaire avant impôt)
- Impôt sur les bénéfices
[5] "Cash Flow Net ou marge brute d'autofinancement"
- Dividendes
Autofinancement

Source: conception personnelle.

¹ Olivier VERRIELE, *Mesurer et analyser les performances financières*, Bobigny Gestion des Entreprises et des Administrations, 2eme année, semestre 1, 1er version: octobre 2007, UNIVERSITÉ de paris, p 84.

Au niveau [1], c'est la comparaison entre l'activité commerciale et les conditions d'approvisionnement qui détermine le montant de la valeur ajoutée. Cette dernière subit ainsi l'incidence de la politique et des conditions de vente, de la politique d'approvisionnement en consommations intermédiaires.

Au niveau [2], la formation de l'autofinancement est déterminée par les conditions de l'activité courante. On met fréquemment l'accent sur l'influence exercée par la relation de partage salaires/profits.

Au niveau [3] interviennent des facteurs financiers et des éléments exceptionnels qui affectent l'excédent dégagé sur les opérations courantes.

Au niveau [4], après prélèvement de l'impôt sur les bénéfices, on peut mesurer le surplus monétaire ultime dégagé et mis à la disposition de l'entreprise et des propriétaires, soit le *Cash Flow Net* ou la Marge Brute d'Autofinancement ou la Capacité d'Autofinancement.

Au niveau [5], une part, sera éventuellement prélevée pour la rémunération des propriétaires sous forme de dividendes et « sort » de l'entreprise. L'autre part reste à la disposition de l'entreprise et permettra de financer ses activités futures: c'est l'autofinancement.

Au total, l'autofinancement en tant que «profit brut» ou «épargne brute», apparaît comme un fonds d'accumulation que l'entreprise dégage sur sa propre activité et qui sanctionne de façon synthétique les différents aspects de sa politique¹.

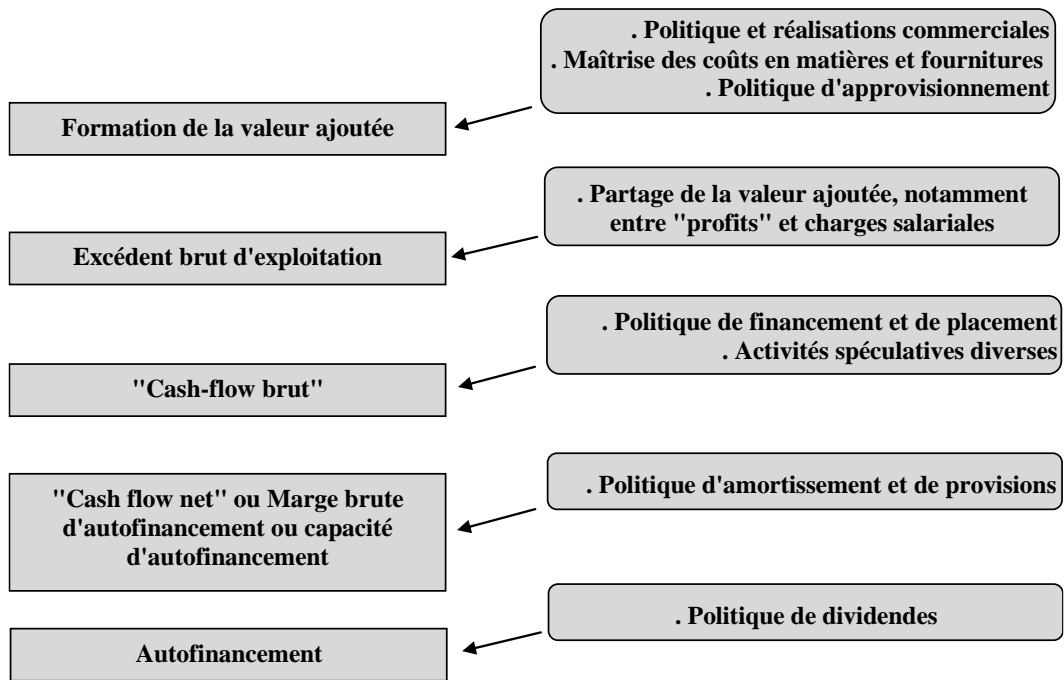
1-1-3 L'importance de l'autofinancement pour le financement de l'entreprise

L'autofinancement conserve un statut privilégié dans la politique de financement de l'entreprise dont il n'est pas seulement une composante ordinaire mais, à proprement parler, le pivot. Dans la mesure où l'autofinancement traduit l'aptitude de l'entreprise à assurer la reproduction de capitaux qui lui sont confiés, il permet seul de constituer un financement indépendant et stable et de sécréter les fonds grâce auxquels seront remboursés les emprunts souscrits. À ce titre, il constitue la fondation sur laquelle pourra s'édifier une politique de financement viable.

L'autofinancement traduit en premier lieu l'aptitude de l'entreprise à assurer la reconstitution simple (la conservation), et si possible, la reconstitution élargie, c'est-à-dire la croissance, du capital qui s'y trouve engagé.

¹ Elie COHEN, Op.cit, p 196.

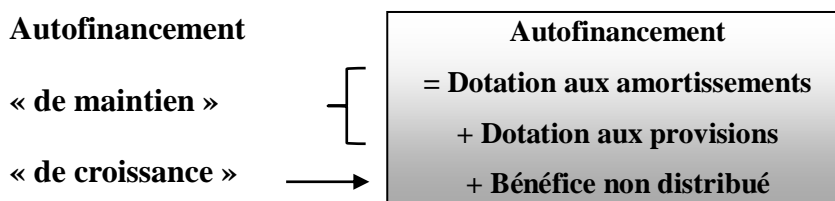
Figure (2.1): Les déterminants de l'autofinancement



Source: Elie Cohen, op.cit, p 199.

Selon sa définition habituelle, l'autofinancement correspond à des ressources qui permettent tout d'abord la compensation de l'usure physique ou morale des actifs durables (dotations aux amortissements). Il assure en deuxième lieu la compensation des risques portant soit sur certains éléments de l'actif (provisions pour dépréciation de créances, des stocks ...), soit sur l'ensemble du patrimoine (provisions pour pertes et charges). Enfin, il comporte la part du résultat qui se trouve maintenue et réinvestie dans l'activité de l'entreprise.

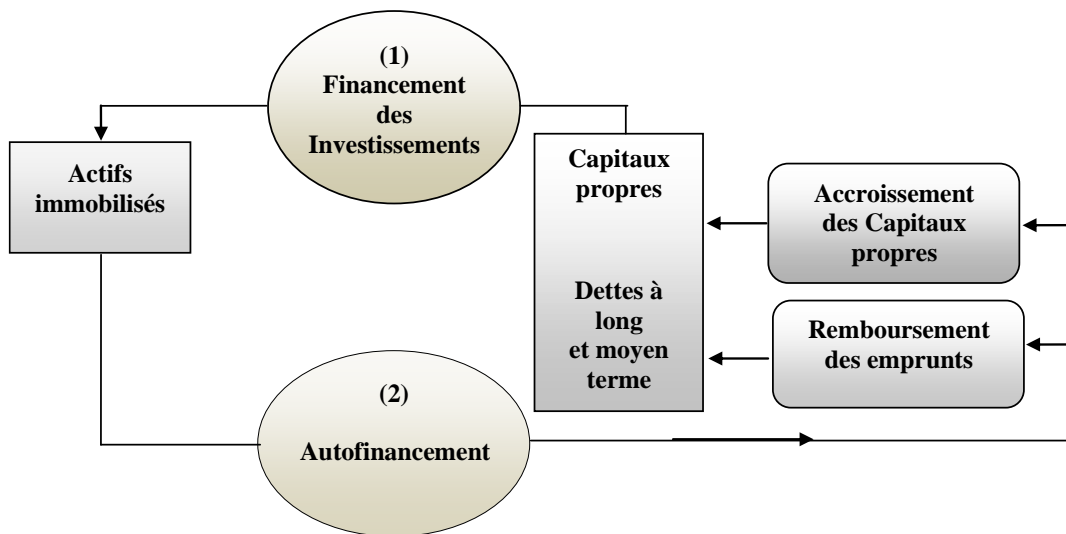
Les deux premières composantes constituent bien une évaluation des ressources nécessaires pour reconstituer les capitaux engagés durablement dans l'entreprise (on parle parfois à leur sujet « d'autofinancement de maintien »). La troisième constitue l'apport additionnel qui permettra d'élargir l'outil de travail et donc de développer l'activité (on désigne parfois cette composante sous la dénomination « d'autofinancement de croissance »)



En cas de perte, l'autofinancement ne permet pas de maintenir à niveau constant les fonds engagés par l'entreprise: il y a donc destruction de capital.

Le cycle de l'accumulation peut dès lors être représenté de la façon suivante:

Figure (2.2) - Autofinancement et cycle des capitaux « longs » engagés dans l'entreprise



Source: Ibid, p 200.

En tant que surplus monétaire sécrété et réinvesti dans l'entreprise, l'autofinancement peut faire l'objet de deux affectations fondamentales. D'une part, il peut être engagé durablement dans le financement d'actifs immobilisés (il s'agit des investissements au sens le plus traditionnel du terme). D'autre part, il peut être affecté au remboursement d'emprunts. La comparaison entre le montant des dettes à long et moyen terme et celui de l'autofinancement (ou de la capacité d'autofinancement) fournit ainsi une indication précise sur la capacité de remboursement d'une entreprise.

1-1-4 autofinancement et capacité de remboursement

La relation entre autofinancement et capacité de remboursement. D'après ces données, en effet, si l'entreprise consacrait l'intégralité de son surplus monétaire à rembourser ses dettes à long et moyen terme, il lui faudrait telle année pour parvenir à éteindre les obligations qu'elle doit se reconnaître à ce titre.

L'indicateur qui exprime la capacité de remboursement est donc le rapport:

$$\frac{\text{Encours de dettes à long et moyen terme}}{\text{Marge brute d'autofinancement}}$$

ou encore:

$$\frac{\text{Encours de dettes à long et moyen terme}}{\text{Autofinancement}}$$

Les deux indicateurs fournissent le même résultat: en l'absence de distribution de dividendes, l'autofinancement est en effet égal à la Marge Brute d'Autofinancement.

Le recours aux indicateurs présentés ci-dessus peut être justifié si l'on se rappelle que la CAF, la marge brute d'autofinancement et, de façon plus précise, l'autofinancement mesurent la capacité de l'entreprise à créer ou à reconstituer un surplus monétaire qui constitue la seule source de fonds possible pour rembourser les emprunts. Lorsque les deux rapports ci-dessus présentent des valeurs faibles, c'est que l'entreprise n'est pas très endettée par rapport à sa capacité d'autofinancement. En revanche, lorsque le rapport atteint des valeurs élevées, l'entreprise apparaît très endettée et devrait rencontrer des difficultés futures pour rembourser ses dettes lorsqu'elles parviendront à leur échéance. Les valeurs moyennes observées pour ces indicateurs s'inscrivent dans un intervalle de 2 - 3, d'après des observations empirique. Ces observations montrent bien que l'autofinancement constitue le fondement même de la capacité de remboursement. Son niveau actuel et son évolution récente sont un des éléments essentiels que les apporteurs de capitaux externes chercheront à prendre en compte avant d'accepter de s'engager dans l'entreprise.

1-1-5 Autofinancement et autonomie financière

L'autofinancement est engendré par l'activité il apparaît enfin comme le seul gage possible d'une autonomie et d'une stabilité suffisante dans le financement. Bien sûr, il existe d'autres ressources stables que l'autofinancement.

Mais l'insuffisance d'autofinancement risque de tarir les sources externes de financement à terme. L'autofinancement constituera donc en toute hypothèse l'amorce inévitable de tout plan de financement à terme: les bailleurs de fonds externes n'accepteront d'apporter des ressources durables que si le montant de l'autofinancement engendré par l'entreprise les rassure sur sa viabilité et ses performances¹.

De même, il existe d'autres ressources autonomes que l'autofinancement puisque tout apport en capitaux propres ne semble pas accroître la dépendance de l'entreprise à l'égard de prêteurs. Mais, d'une part, une entreprise présentant des résultats et un autofinancement insuffisants risque de décourager les apports en capital de nouveaux actionnaires, voire même des actionnaires déjà associés au capital. D'autre part, en cas d'insuffisance de l'autofinancement, le recours à l'augmentation de capital peut être l'occasion d'une perte de contrôle, totale ou partielle, pour les associés actuels contraints de faire appel à des ressources externes pour reconstituer les capacités de financement de l'entreprise.

1-2 - Les apports en capitaux propres (L'augmentation du capital)

Il y à plusieurs types d'augmentation du capital:

¹ Ibid, p 202.

1-2-1 Les augmentations de capital par apports en numéraire et en nature

Les apports externes en capitaux propres correspondent soit à la mise de fonds initiale avancée par les propriétaires pour la fondation de l'entreprise, soit à des mises de fonds additionnelles fournies à l'occasion d'augmentation de capital¹.

Ces apports s'effectuent soit en nature (cession à l'entreprise d'immeubles, de matériel, d'actifs incorporels), soit en argent liquide ou en numéraire. En contrepartie, les apporteurs se voient reconnaître une participation au capital c'est-à-dire la propriété d'une part de capital qui leur confère ainsi le statut d'associé.

Dans la mesure où les augmentations de capital par apport en numéraire ou en nature apportent des moyens nouveaux à l'entreprise qui en bénéficie, elles contribuent effectivement à son financement. En revanche, certaines formes d'augmentation de capital n'apportent pas de ressources nouvelles mais se bornent à fixer, à stabiliser des ressources déjà mises à la disposition de l'entreprise.

1-2-2 Les augmentations de capital par incorporation de réserves

L'entreprise intègre au capital une fraction de réserves représentant des bénéfices antérieurement dégagés et non prélevés par les propriétaires.

A l'occasion de cette augmentation du capital, elle procède à une distribution d'actions gratuites aux associés, au prorata de leur participation dans le capital.

Ainsi, l'opération semble neutre à la fois pour le financement de l'entreprise et pour la richesse des associés. Elle conserve cependant un sens et un effet, mais à terme.

Même si la richesse des propriétaires semble inchangée dans l'immédiat, deux avantages indirects leur ont été apportés.

D'une part, les nouvelles actions, sont plus faciles à céder que le droit antérieurement détenu sur des réserves. D'autre part, si l'entreprise maintient ou accroît dans le futur le montant du dividende par action qu'elle distribue (c'est le cas le plus fréquent).

1-2-3 Les augmentations de capital par conversion de dettes

L'augmentation de capital par conversion de dettes ne semble pas avoir d'incidence sur le financement de l'entreprise. Dans ce cas en effet, on se borne à « virer » en capitaux propres un montant qui figurait antérieurement dans des comptes de dettes, sans modifier l'enveloppe globale des ressources, c'est-à-dire le montant du passif. Si l'échéance de la dette faisant

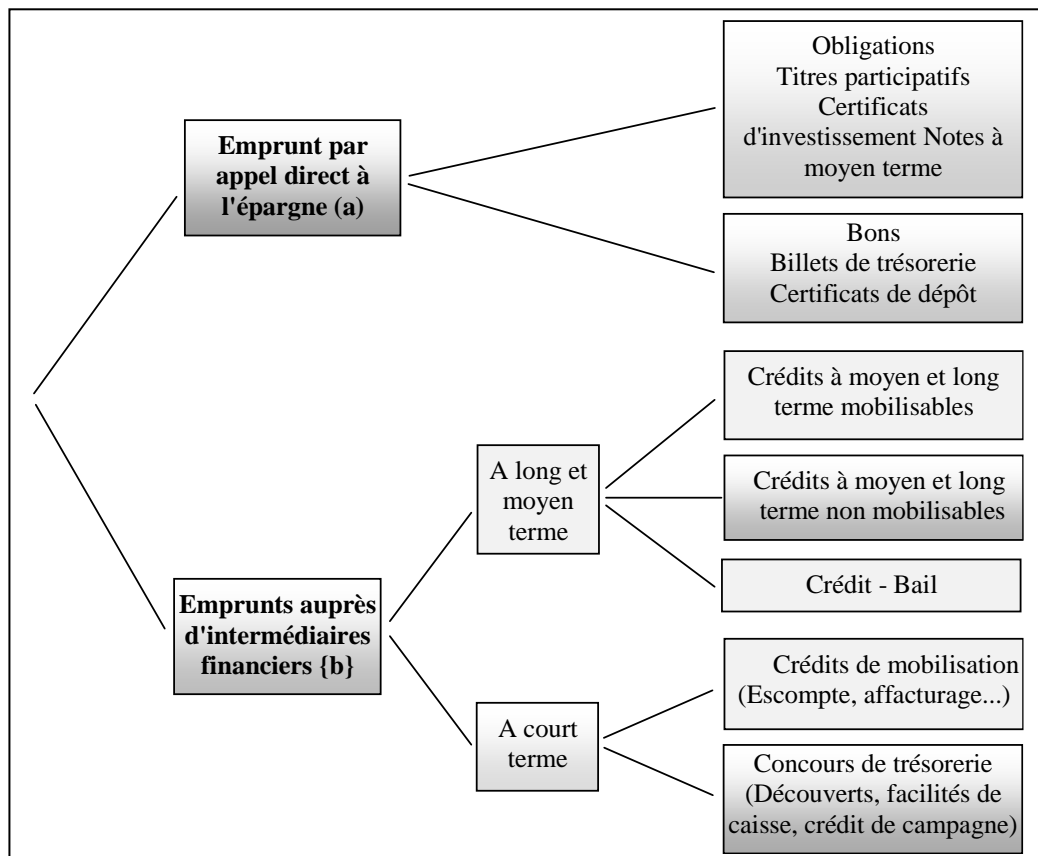
¹ Armand DAYAN et Autre, *Manuel de gestion*, Vol 2, Ellipses, Paris, 2001, p 283.

l'objet de la conversion est proche, l'opération effectuée allège la pression exercée sur la trésorerie de l'entreprise et permet aussi de réduire les besoins de financement immédiats.

2- Le financement par l'endettement

C'est à propos des formes de l'endettement que la profusion des moyens de financement apparaît avec le plus d'évidence. Si l'on se réfère aux critères déjà proposés ci-dessus, il est cependant possible d'en proposer un classement relativement clair.

Figure (2.3): Un classement des différentes formes d'endettement



Source: Ibid, p 208.

2-1 L'endettement par le recours à l'intermédiation financière (L'emprunt bancaire)

Ces emprunts accordés par les établissements de crédit sont aussi connus sous l'appellation d'emprunt indivis défini à partir de quatre paramètres: son montant, sa durée, son taux nominal et son profil de remboursement (c'est à dire in fine, par amortissement constant ou par annuités constantes).

L'emprunt indivis, et donc non divisé, est contracté auprès d'un prêteur unique (banque, établissement de crédit...). L'entreprise s'engage, selon un échéancier fixé à l'avance, à rembourser le capital et à verser des intérêts périodiques. Avant de consentir un emprunt, les prêteurs étudient la situation de l'entreprise et en particulier sa capacité d'endettement, qui

dépend du montant de ses capitaux propres et des dettes préexistantes, et exigent des garanties.

Le plus souvent les établissements financiers cherchent à faire coïncider la durée de l'emprunt avec la durée de vie des investissements. L'emprunt entraîne une perte d'indépendance financière de l'entreprise vis-à-vis de ses banquiers et ne peut être la seule ressource de financement stable de l'entreprise car il est limité par la capacité d'endettement de cette dernière. En outre, le paiement des intérêts représente un coût important et peu prédictible dans le cas d'emprunt à taux variable.

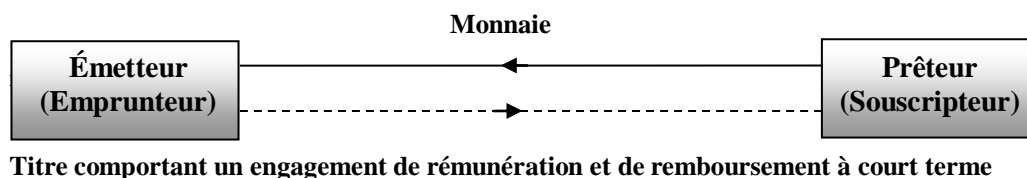
2-2 L'endettement par appel direct à l'épargne

L'endettement par appel direct à l'épargne constitue un mode de financement particulièrement sélectif et ne concerne en propre que les grandes entreprises et d'importantes institutions publiques ou privées. Lorsque leur situation économique et leurs résultats sont favorablement appréciés, seules ces dernières présentent en effet une notoriété et une surface financière suffisantes pour qu'un large public puisse être atteint par leur appel à l'épargne et leur accorder sa confiance et ... ses fonds. Dans la pratique, le mode de financement se traduit par deux types d'opérations: l'émission de titres à court terme et l'émission d'obligations et d'autres titres longs.

2-2-1 L'émission de titres à court terme

L'émission de bons, de billets de trésorerie ou d'autres titres à court terme constitue une opération par laquelle l'émetteur remet un titre en contrepartie d'apports de fonds qui lui sont prêtés à court ou à moyen terme. Ces titres qui peuvent être émis dans le public ou placés auprès de partenaires avec lesquels l'émetteur établit un contact direct apparaissent comme une forme d'obligations simplifiée et à terme plus court.

Figure (2.4): Schéma d'une émission de titres financiers



2-2-2 L'émission d'obligations

L'émission d'obligations (c'est-à-dire le lancement d'un emprunt obligataire) constitue la forme privilégiée d'emprunt par appel direct à l'épargne, même si elle est réservée aux seules sociétés par actions remplissant des conditions sélectives.

En effet, le principe de ce type d'opération consiste dans le fractionnement de l'emprunt en un grand nombre de parts, les obligations. Ce fractionnement permet de réaliser une centralisation financière plus efficace en mobilisant de multiples contributions de montant éventuellement limité. Chaque obligation constitue donc pour le prêteur un titre de créance et pour l'emprunteur une reconnaissance de dette.

Mais les différents types de financement par l'endettement de la figure (2.3) doit encore être complété par la prise en compte de trois autres types de crédits ou de prêts:

- Des concours spécifiques concernent certaines opérations telles que l'exportation, la création d'entreprises, la décentralisation. Ces concours sont généralement attribués par des intermédiaires financiers et devraient donc être rattachés à la catégorie {b}.
- Le crédit interentreprises qui se noue lorsqu'une entreprise accorde à ses clients des délais de règlement ne met en cause ni l'appel à l'épargne ni l'intermédiation.
- Enfin, des concours susceptibles d'être obtenus sont des marchés internationaux de capitaux ou auprès de banques internationales représentent des montants importants et des techniques financières complexes. Mais ils ne concernent en pratique qu'un nombre très limité de grandes entreprises, publiques ou privées.

Section 2: Le cout du capital

Le Coût du capital d'une entreprise représente ce qu'elle doit payer à des investisseurs afin de les amener à investir des fonds dans l'entreprise; il s'agit d'un cout de renonciation¹

Le Coût du capital a trois usages, tout aussi importants l'un que l'autre:

- Evaluation de la performance: mesurer un Profit Economique passé ou à venir sur du Capital déjà investi et donc être en mesure de juger si cette performance permet à chaque période de payer au Capital son salaire ou non; à ce titre, il influence les Opérations de l'entreprise et peut donc constituer un des paramètres d'un système de Participation de ses dirigeants et employés.

- Choix des investissements: déterminer si la performance escomptée d'un nouvel investissement de Capital est suffisante pour que celui-ci soit acceptable et donc accepté; il est une référence interne essentielle pour les dirigeants de l'entreprise dans la détermination de leur Stratégie.

- Valorisation de l'entreprise ou de ses projets: servir de taux d'actualisation pour ramener des Profits Economiques futurs à une valeur présente et ainsi calculer la valeur de marché du Capital servant à générer ces résultats; il est une référence externe fondamentale pour les investisseurs dans l'entreprise, sur les marchés des capitaux tant primaire que secondaire.

1- Coût des différentes sources de financement

Le coût d'une source de financement correspond au coût des fonds propres et au coût de la dette financière. Il peut être défini comme le taux d'actualisation qui égalise la valeur actuelle de l'ensemble des fonds reçus par l'entreprise (nette des commissions et des frais d'émission) avec la valeur actuelle des sorties de fonds résultant de l'utilisation de cette source de financement. Ces sorties de fonds sont soit des remboursements du principal de la dette, soit des intérêts, soit des dividendes.

1-1 Le coût des fonds propres

Définissons d'abord Le coût des fonds propres, qui correspond au taux de rentabilité requis par les actionnaires, est généralement évalué grâce au modèle MEDAF (modèle d'équilibre des actifs financiers; capital asset pricing model, CAPM); il est égal à un taux sans risque majoré d'une prime de risque. Celle-ci rémunère le risque pris par l'investisseur

¹ Nabil KHOURY et Ephraïm MEDINA, *La structure du capital: une synthèse des orientations théoriques et empiriques de la dernière décennie*, L'Actualité économique, Vol 61, N° 3, 1985, pp 365-367.

lorsqu'il acquiert les titres d'une entreprise; elle est fonction de la plus ou moins grande sensibilité de ces titres (ou plus exactement de leur rentabilité) aux fluctuations du marché; cette sensibilité dépend notamment du secteur d'activité de l'entreprise, de sa structure opérationnelle (point mort) et de sa structure financière (endettement).

Sans méconnaître les réflexions nouvelles du monde académique sur ce sujet, en particulier l'Arbitrage Pricing Theory ou le New Equilibrium Theory ou encore la théorie des options, il n'est pas malsain d'avoir recours au modèle plus ancien du MEDAF¹. Ce dernier modèle est en effet beaucoup plus simple que tous les autres. Dans un monde où la notion même du Coût du capital est dans la pratique assez méconnue, il nous paraît important de l'aborder par la voie la plus simple afin de permettre au maximum de personnes concernées de s'initier à cette notion essentielle. Libre aux rares spécialistes de la question d'approfondir leur réflexion grâce à des théories plus poussées.

On note:

- TSR: Taux Sans Risque, rendement d'un investissement dans un actif à risque nul, pris par définition comme étant les Bons du Trésor à moyen long terme du pays considéré.
- PRM: Prime de Risque du Marché, rendement supplémentaire d'un investissement dans le portefeuille de l'ensemble du marché; comprise entre 3 % et 6 % selon les époques et les pays.
- IRF: Indice de Risque Financier; traditionnellement appelé bêta; nous récusons par avance l'analogie avec cette notion comme le lecteur le verra plus tard; il oscille pour la majorité des entreprises entre 0,7 et 2: un IRF supérieur à un correspond à une entreprise dont les fluctuations de rendement sont amplifiées par rapport à celles du marché; un IRF inférieur à un correspond au contraire à des variations amorties par rapport à celles du marché.

On peut alors donner une formulation de CFP comme suit:

$$CFP = TSR + IRF \times PRM.$$

1-2 Le coût de la dette financière

Ce taux correspond au taux de rendement exigé par les créanciers.

Si on note:

CBD: Coût Brut de la Dette,

t: le taux d'impôt sur les sociétés,

¹ Philippe HERLIN, *Finance: le nouveau paradigme*, Editions d'organisation, 2010, pp 103-104.

et CND : Coût Net de la Dette,

on a:

$$CND = CBD \times (1 - t)$$

Comme les intérêts des dettes financières sont déductibles fiscalement, il y a bien lieu de distinguer entre le coût brut et le net. Seul le net est pertinent.

Cette notion est suffisamment traditionnelle pour que nous ne nous y attardions pas plus.

Précisons toutefois qu'il s'agit d'un coût d'opportunité et non d'un coût historique. Il ne sert à rien de faire la moyenne pondérée des taux payés par l'entreprise sur chacun de ses contrats de prêts.

Il convient plutôt de répondre à la question: si l'entreprise devait reconstituer aujourd'hui la totalité de son endettement, à quel taux le ferait-elle ?

2 Le Coût Moyen Pondéré du Capital (CMPC)

Le cout moyen pondéré du Capital (CMPC ou WACC: Weighted average cost of capital) est égal à la moyenne pondérée des couts de l'ensemble des sources de financement: Capitaux propres et dettes financières il définit comme étant la somme du cout du chacun des composants du capital, pondérés en fonction de leur part relative dans la structure du capital de l'entreprise¹.il est défini par légalité suivante²:

$$CMPC = CFP \times \frac{FP}{FP + DF} + CND \times \frac{DF}{FP + DF}$$

Dans le calcul des différents couts des sources de financement mises à la disposition de l'entreprise, exprimées au passif du bilan, on ne tient pas compte des couts des réserves, amortissements et provisions et autres sources L'actionnaire perçoit un flux de dividendes, à l'infini incorporant toutes sortes de plus-values, résultant par exemple des réserves. Par conséquent, une approximation de ces couts, à travers les fonds propres et/ou les dettes, est souvent effectuée. Pour le calcul de la valeur marchande de la firme, les équivalents fonds propres, les primes liées au capital et les réserves n'entrent pas dans le calcul de la valeur de marché car en principe leur valeur est reflétée dans la valeur de marché des actions ordinaires.

¹ Ibid, p 105.

² Jérôme GLACHANT et Autres, *Private equity et capitalisme français*, La Documentation française, Paris, 2008, p 58.

Ici encore, nous ne méconnaissions pas le débat entre partisans d'une pondération aux valeurs comptables et partisans d'une pondération aux valeurs de marché. D'un strict point de vue académique, il va de soi que l'orthodoxie est du côté des valeurs de marché. Mais dans la pratique, en particulier pour les sociétés non cotées, on doit le plus souvent se contenter des valeurs comptables.¹

La principale limite technique de la Création de Valeur tient précisément à la difficulté d'évaluer le coût des capitaux propres. En théorie, le calcul devrait se fonder sur des données prospectives, contestables par nature. Dans la pratique, ce sont des séries chronologiques passées qui sont utilisées: l'hypothèse implicite est que demain ressemblera à hier, ce qui dans un contexte de fortes turbulences constitue une hypothèse discutable. En cas d'erreur, le risque majeur est celui du sous-investissement ou du surinvestissement.

¹ Elie COHEN, Op.cit, p 232.

Section3: Décision de financement et la rentabilité et LA Valeur Ajoutée Economique (VAE)

La décision de financement que doit prendre l'entreprise consiste à choisir généralement entre deux catégories de financement. Il s'agit d'une part du financement par fonds propres qui englobe à son tour l'autofinancement et l'augmentation du capital¹ et d'autre part, le financement par endettement, qui concerne les dettes à terme et le crédit- bail.

1- Financement par fonds propres et la rentabilité et la Valeur Ajoutée Economique (VAE)

1-1 Financement par l'autofinancement et la rentabilité et (VAE)

En ce qui concerne l'autofinancement, nous avons sélectionné les mesures suivantes:

- La première représente le rapport entre le résultat ordinaires net (RON) et les capitaux investis (CI). Pour l'étude de la relation qui existe entre l'autofinancement et la rentabilité et la Valeur Ajoutée Economique (VAE), nous sommes conduits à examiner la rentabilité des capitaux investis (CI) mesurée par le rapport (RON/ CI) étant donné que plus l'entreprise est rentable plus elle opte pour le choix de financer ses investissements par autofinancement.

D'un autre côté et en se référant à la formule de la rentabilité et la Valeur Ajoutée Economique (VAE) nous constatons que plus le résultat ordinaires net (RON), principale source d'autofinancement, est important plus la rentabilité et la Valeur Ajoutée Economique (VAE) sera importante.

- La deuxième mesure permet d'examiner la capacité d'autofinancement de l'entreprise et de voir le poids du résultat ordinaires net (RON) dans cette capacité, ci le rapport

(CAF ajustée /RON)

- Pour la troisième mesure (RR / CI): il s'agit d'examiner l'importance de l'autofinancement d'expansion, représenté par les réserves pour réinvestissement (RR) exonéré, par rapport aux les capitaux investis (CI).

1-2 financement par augmentation du capital et la rentabilité et (VAE)

Pour le financement par augmentation du capital, lorsque l'entreprise procède à une augmentation du capital pour financer un investissement, ses fonds propres vont s'accroître et le nombre des actions en circulation va augmenter. Par conséquent, les capitaux investis(CI) de l'entreprise vont augmenter étant donné qu'ils représentent la somme des fonds propres et

¹ Claude-Annie DUPLAT, *Analyser et maîtriser la situation financière de son entreprise*, Vuibert, Paris, 2004, p 176.

des dettes financières. L'influence alors que peut avoir une augmentation du capital sur la création de valeur peut être mesurée par le rapport entre le montant de la variation du capital suite aux augmentations effectuées et les capitaux investis(CI).

Soit (VARK / CI) Pour les équivalents fonds propres, ils concernent particulièrement les ajustements des dépenses de R&D et frais assimilés, le goodwill, les impôts différés et les provisions.

Ces ajustements donnent lieu à un accroissement des capitaux investis(CI) et le non prise en considération de ce type de retraitement peut sous-évaluer les capitaux investis et par conséquent, surestimer la rentabilité et la Valeur Ajoutée Economique (VAE). Ces équivalents fonds propres représentent donc une source de financement cachée et une partie de l'investissement sur laquelle les dirigeants sont obligés à dégager un rendement compétitif.

Outre les mesures ci-dessus sélectionnées, nous ajoutons d'autres variables afin de voir l'importance, en général, du financement par fonds propres et son impact sur la rentabilité et la Valeur Ajoutée Economique (VAE) de l'entreprise ainsi que l'importance de la Rémunération des Fonds Propre(RFP) par rapport au coût du capital CMPC. Soient:

$$[(FP \text{ et équiv } FP) / CI]; (RFP / CMPC)$$

2- Financement par dettes financières (DF) et la rentabilité et LA Valeur Ajoutée Economique (VAE)

Pour les dettes financières, nous avons sélectionné les mesures suivantes: levier financier:

(DF/ FP); le poids des dettes financières par rapport au capitaux investis (DF/ CI) et l'importance de la rémunération des dettes financières (RDF) par rapport au coût du capital CMPC: (RDF/ CMPC)

2-1 Financement par dettes financières (DF) et la rentabilité

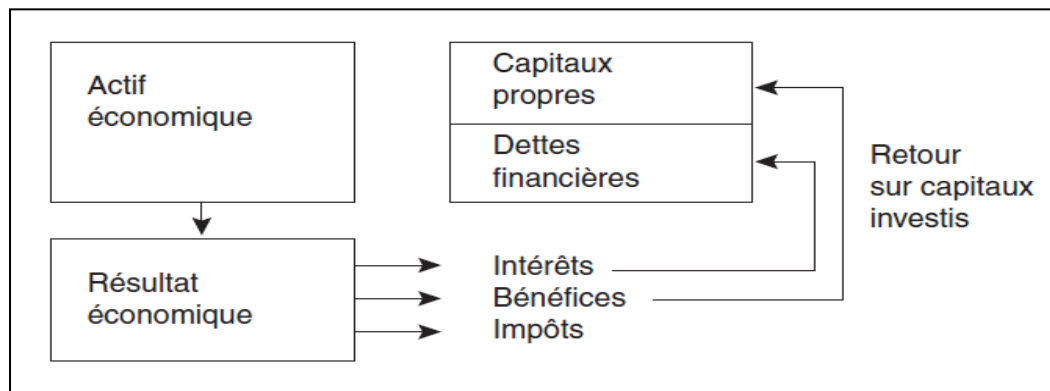
2-1-1 Rentabilité financière et levier financier

L'effet de levier financier (couramment appelé effet de levier tout court) désigne l'incidence favorable que peut exercer le recours à l'endettement sur la rentabilité financière de l'entreprise. On ne peut donc avancer, dans le diagnostic de la rentabilité des capitaux propres, qu'en analysant si l'effet de levier joue et de combien.

2-1-1-1 Pourquoi l'effet de levier

L'entreprise finance un ensemble d'emplois durables qui constituent son actif économique. Ces emplois dégagent un résultat global, le résultat économique, qui correspond comptablement au résultat d'exploitation. Celui-ci est avant intérêts et avant impôts. Il sera donc réparti entre les prêteurs, l'impôt et le solde qui revient aux actionnaires. La rentabilité financière mesure le flux qui revient aux actionnaires par rapport aux capitaux propres qu'ils ont investis. L'effet de levier consiste à profiter d'une rentabilité financière plus élevée que la rentabilité de l'ensemble des fonds investis. Le moyen d'y parvenir est de s'endetter, si du moins le coût de l'endettement est plus faible que la rentabilité économique. Le surplus gagné par l'entreprise entre la rentabilité des investissements effectués à l'aide des dettes et leur coût, va profiter aux actionnaires.

Figure (2.5): présentation de l'effet de levier



Source: Pierre VERNIMMEN, Op.Cit, p 298.

2-1-1-2 analyses de l'effet de levier

Introduisons les variables suivantes:

FP: Fonds propres

DF: dettes financières

$$AE: \text{actif économique} = FP + DF$$

$$Re: \text{rentabilité économique} = \text{Résultat d'exploitation} / \text{Actif Economique}$$

i: taux d'intérêt moyen

$$Rf: \text{Rentabilité financière} = \text{Résultat Net} / \text{Fonds Propres}$$

t: taux de l'impôt

$$\text{Résultat net} = (\text{Résultat d'expl.} - \text{intérêts}) \times (1 - \text{taux de l'impôt})$$

$$= (Re. AE - i \times Df) \times (1 - t)$$

$$\text{rentabilité financière} = \frac{\text{Résultat Net}}{\text{Fonds propres}} = \frac{[(Re \times AE - i \times DF)(1 - t)]}{FP}$$

En simplifiant par $AE = FP + DF$:

$$Rf = [Re + \frac{DF}{FP} \times (Re - i)] (1 - t)$$

Il faut raisonner après impôt car les actionnaires perçoivent leur bénéfice après les décaissements liés à l'impôt. Le premier terme de l'expression, $Re \times (1 - t)$, représente la rentabilité économique après impôts. Ce taux est égal à la rentabilité financière si l'entreprise ne s'endette pas. Le second terme correspond à l'effet de levier financier¹:

- l'effet de levier est positif si $(Re - i)$ est positif, c'est-à-dire si la rentabilité économique est supérieure au coût de l'endettement. La rentabilité financière est alors augmentée par l'endettement;
- à l'inverse, l'effet de levier est négatif si la rentabilité économique est inférieure au coût de l'endettement. Dans cette éventualité, la rentabilité financière devient inférieure à la rentabilité économique. C'est l'effet de massue;
- l'ampleur de l'effet de levier – dans les deux sens – dépend du ratio D/C. Celui-ci est connu; il s'agit du ratio d'endettement ou levier d'endettement. L'effet de levier est donc clairement une fonction croissante de l'endettement de l'entreprise.

Rentabilité financière = Rentabilité économique + Effet de levier

La conclusion que l'on peut tirer d'un effet de levier positif au niveau de la politique d'endettement est simple, *a priori* l'entreprise a intérêt à s'endetter au maximum.

À la limite elle doit viser un endettement total et des capitaux propres insignifiants qui feraient tendre le rapport DF/FP vers l'infini. La rentabilité financière pourrait ainsi atteindre des niveaux extraordinaires ! En fait, il existe une limite à la capacité d'endettement des entreprises qui fait que les prêteurs sont réticents à financer une entreprise dont les capitaux propres sont trop faibles. Une norme souvent citée en matière de structure d'endettement est que les dettes financières durables ne doivent pas dépasser les capitaux propres, ce qui limite le ratio DF/FP à 1. En présence d'un levier positif, on peut donc s'attendre à ce que l'entreprise choisisse un ratio de levier de l'ordre de 1. Inversement, en cas d'effet de levier

¹ P. CONSO, *principe de l'effet de levier*, Economica, 1985, paris, pp 255-257.

négatif, la direction minimise l'effet de levier en retenant $DF/FP = 0$, c'est-à-dire en se finançant uniquement par fonds propres.

L'analyse précédente prise au sens strict conduirait à des politiques d'endettement en termes de tout ou rien. Dans les faits, les choix sont plus contrastés car la décision relève d'un arbitrage rentabilité-risque qui est au cœur de la finance. Si un levier positif permet d'augmenter la rentabilité, on a vu qu'il en est de même du risque.

L'endettement accroît la volatilité des bénéfices nets de l'entreprise en augmentant la part des frais fixes qu'elle doit supporter.

Confrontée à un accroissement du risque financier, même en cas de levier positif, une entreprise peut ainsi choisir une politique d'endettement intermédiaire qui traduira son arbitrage rentabilité-risque. On peut utiliser une représentation graphique pour identifier la gamme de choix qui s'offre à l'entreprise. Chaque niveau d'endettement DF/FP caractérise une relation bien précise entre R_e et R_f . Dans un système d'axe, il s'agit d'une droite d'équation:

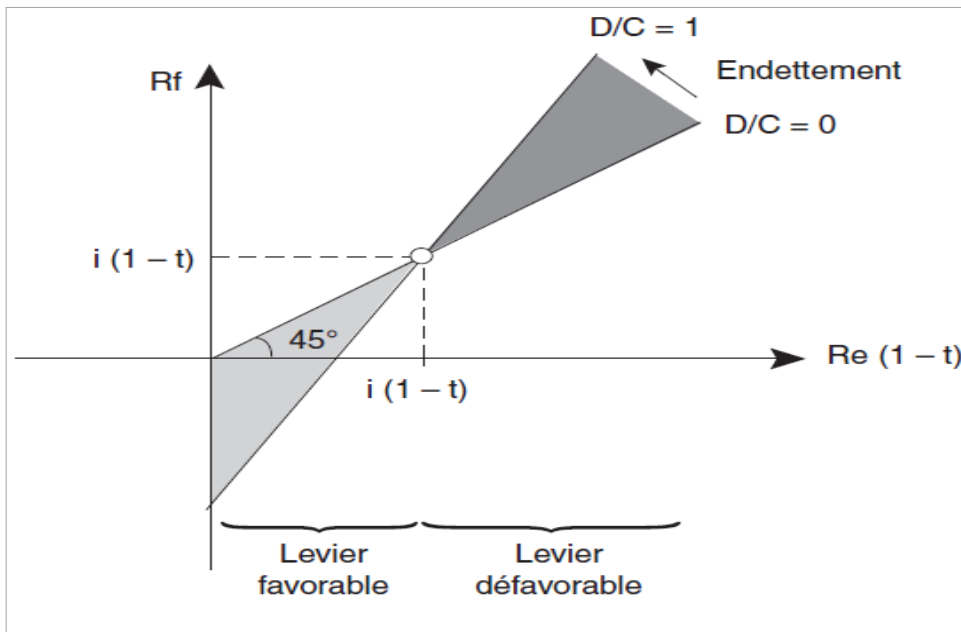
$$R_f = \left(1 + \frac{DF}{FP}\right) \times (1 - t) R_e - (1 - t) \frac{DF}{FP} \times i$$

Si l'on considère la rentabilité économique, la pente de la droite est $(1 + DF/CP)$.

Celle-ci est comprise entre 1 (pour: $DF = 0$) et 2 (pour: $DF/FP = 1$), ayant alors atteint une borne supérieure. Plus l'entreprise est endettée, plus la pente est marquée, expression d'un effet de levier de grande ampleur. Les différents choix d'endettement constituent un faisceau de droites qui passent toutes par le point de coordonnées $[i \times (1 - t), i \times (1 - t)]$. Ce point correspond au cas particulier: $R_e = i$, où l'effet de levier ne joue ni négativement, ni positivement.

En cas de rentabilité économique faible (inférieure à: $i \times (1 - t)$), la rentabilité financière est d'autant plus négative que le levier DF/FP est élevé. Le choix de la structure d'endettement revient à se situer sur une des droites possibles en prenant en compte l'aversion au risque financier des actionnaires de l'entreprise.

Figure (2.6): choix d'endettement et effet de levier



Source: Jaqueline DELAHAYE et Florence DELAHAYE, Finance d'entreprise: manuel et application, Dunod, Paris, 2007, p 123.

2-1-1-3 Limites de l'Effet de levier

Une première interrogation que suggère l'analyse de l'effet de levier est de savoir si elle est applicable en cas d'endettement financier négatif, c'est-à-dire au cas où les placements financiers sont supérieurs aux dettes. Le taux d'intérêt à prendre en considération est alors le taux moyen des placements financiers effectués par l'entreprise, p. La rentabilité financière nette pour les actionnaires est la moyenne pondérée des rentabilités de l'actif économique investi et des placements nets. Il suffit de remplacer dans la formule de l'effet de levier la dette DF par -P, le montant net des placements financiers, et le taux d'intérêt i par p.

$$R_f = R_e \times (1 - t) - \frac{P}{C} \times (R_e - p) \times (1 - t)$$

Enfin, il faut souligner la limite du calcul de l'effet de levier qui fait référence à des taux de rentabilité comptable. La première raison est technique: les données issues du bilan établi à la clôture de l'exercice ne sont pas forcément représentatives des encours moyens tout au long de l'exercice. L'analyste financier, en cas de distorsion, corrigera les données bilantielles des opérations effectuées pour restituer un montant moyen ou prospectif de capitaux propres et de dettes. La seconde raison, est que la formule de l'effet de levier est une « tautologie comptable » lorsqu'elle est appliquée à des données comptables. L'effet de levier comptable ne constitue qu'un simple facteur explicatif de la rentabilité comptable des capitaux propres. Or, le taux de rentabilité comptable, qu'il s'agisse de rentabilité économique ou financière, est une pauvre mesure *ex post* qui ne correspond pas forcément au rendement exigé par les

apporteurs de capitaux *ex ante*. Le taux comptable de rentabilité financière et le taux de rentabilité économique, calculés sur des valeurs bilantielles, sont des taux qui ne relèvent pas de la finance car ils ne prennent pas en compte les deux paramètres fondamentaux que sont le risque et la valeur. La formule de l'effet de levier calculé sur des bases comptables possède un sens de diagnostic *ex post* et de contrôle, sans plus. On ne peut la projeter dans le futur. Pour estimer la relation entre rentabilité économique et rentabilité financière espérée, il faut impérativement faire référence à la notion de valeur de marché, et utiliser les taux de rentabilité exigés par les actionnaires et les prêteurs. La théorie financière montre d'ailleurs que la relation de l'effet de levier, estimée avec des données adéquates, reste valable en se situant *ex ante*.

2-2 Financement par dettes financières et LA Valeur Ajoutée Economique (VAE)

L'entreprise qui choisit de financer ses projets d'investissement par endettement bénéficie d'un avantage fiscal qui consiste à une déduction du bénéfice imposable des intérêts relatifs à l'emprunt, au titre de l'impôt sur les sociétés. Dans ce sens,

Il existe une deuxième formulation du CMPC vu de l'actif, pour tenir compte de la déductibilité des intérêts relatifs à la dette financière notée comme suit:

$$CMPC = CAE \times (1 - T \times DF/AE)$$

Avec CAE: le Coût de l'Actif Economique:

$$CAE = TSR + (BRI \times PRM)$$

On désigne par:

- TSR: Le Taux Sans Risque. C'est le rendement d'un investissement dans un actif à risque nul.
- BRI: Business Risk Index. C'est l'indice du risque opérationnel, particulier à l'entreprise donné par rapport à l'ensemble du marché. cet indice caractérise le risque spécifique de cette entreprise compte tenu, d'une part, de son secteur industriel ou de services; et d'autres part, de ses particularités au sein de ce secteur.
- PRM: Prime de Risque de Marché. C'est un rendement supplémentaire d'un investissement dans le portefeuille global de l'ensemble du marché.

Cette formule nous permet de calculer l'impact de l'endettement sur le coût du capital et par conséquent sur la rentabilité et la Valeur Ajoutée Economique (VAE). D'après cette formulation, on a conclu qu'à coût de l'actif économique égal, une même entreprise verra son coût du capital décroître en fonction de son recours accru à l'endettement grâce à la

déductibilité des intérêts de son résultat imposable. Ce qui fera augmenter la rentabilité et la Valeur Ajoutée Economique (VAE) de l'entreprise. En conséquence, la déductibilité des intérêts relatifs à l'endettement du résultat opérationnel de l'entreprise a un impact prépondérant sur la décision de financement et par conséquent, sur la création de valeur. Nous pouvons donc prévoir une relation importante entre l'impôt et la création de valeur par l'intermédiaire de la décision de financement. De ce fait, en se référant, la variation de la rentabilité et la Valeur Ajoutée Economique (VAE) en fonction de celle des impôts relatifs aux dettes financières est résumée comme suit:

$$(dEVA / dT) = - (EBIT - (CAE \times DF))$$

Ce terme est négatif. Lorsque le taux d'impôt baisse, la valeur de résultat, la rentabilité et la Valeur Ajoutée Economique (VAE) croîtra. Néanmoins, ceci n'est valable que lorsque le résultat d'exploitation est suffisant pour couvrir le coût de la dette non pas à son taux d'intérêt facial mais au coût de l'actif économique. Autrement dit:

$EBIT > CAE \times DF$. L'entreprise doit donc, faire un résultat comptable positif suffisant pour rémunérer ses créanciers à un taux économique.

D'après ce résultat, les entreprises ont intérêt à ce que le taux d'imposition baisse pour que la valeur de la rentabilité et la Valeur Ajoutée Economique (VAE) augmente. Néanmoins, pour pouvoir utiliser cette formule, il est nécessaire de connaître l'indice de risque de l'entreprise afin de déterminer le Coût de l'Actif Economique (CAE). Ce qui nécessite, une méthode statistique qui consiste à travailler, nécessairement, sur de larges échantillons d'entreprises cotées d'un même secteur (environ 50). Il est nécessaire aussi de travailler sur une liste de secteurs et pour une période de cinq ou dix ans.

Or le nombre des entreprises algériennes cotées en bourse dans tous les secteurs n'atteint pas 10 entreprises.

La plupart d'entre elles n'ont pas plus du temps dès leur introduction en bourse.

Ce qui rend impossible l'application de cette formule malgré son importance¹.

En revanche, la détermination de l'importance de l'avantage fiscal de l'endettement peut être assurée, dans notre cas, à l'aide de la formule² du CMPC tout d'abord par la mesure TEI qui représente le Taux d'Economie d'Impôt réalisée et la mesure EI qui est le produit de ce taux par les

¹ Cette formule permet de calculer le coût des fonds propres même dans le cas d'une société non cotée ou d'une subdivision d'une entreprise cotée

² $CMPC = (CFP \times FP / VM) + (CND \times DF / VM)$ avec $VM = FP + DF$

$$CI: TEI = T \times CBD \times DF / VM; EI = TEI \times CI$$

La mesure suivante permet de déterminer la variation du CMPC par rapport à celle du coût brut de la dette CBD, elle est calculée par:

$$dCMPC / dCBD = (1 - T) \times DF / VM$$

Concernant les équivalents d'endettement, les paiements du contrat de leasing sont traités de simples loyers et l'actif acquis par le contrat de location n'est pas capitalisé. Ce qui revient à sous-estimer les capitaux investis et à sous-estimer également le résultat opérationnel. Il résulte donc que les équivalents d'endettement ont un impact sur les capitaux investis et par voie de conséquence sur la rentabilité et la Valeur Ajoutée Economique (VAE) de l'entreprise.

Ces équivalents d'endettement peuvent être appréciés par la mesure (équivalent DF/CI)

Introduction

Après avoir présenté les mesures que nous avons prévu pour analyser l'impact de la décision de financement sur le résultat, la rentabilité et la Valeur Ajoutée Economique (VAE), nous proposons de présenter l'analyse empirique réalisée afin de tester cette relation sur le plan pratique.

Néanmoins, le caractère exploratoire de notre recherche nous a conduits à adopter une approche reposant sur une étude de cas. En effet, l'utilisation de l'étude de cas ne semble utile que lorsqu'il s'agit d'une enquête empirique qui étudie un phénomène contemporain à l'intérieur de son contexte réel et essentiellement que lorsque la limite entre le phénomène et le contexte n'est pas clairement évidente ou paraît complexe.

Dans la présente étude nous avons essayé:

- Tout d'abord, de mesurer la création ou la destruction de valeur de NCA-Rouïba durant la période d'étude allant de 2009 jusqu'à 2011 à l'aide des indicateurs de résultat la rentabilité et la VAE.
- Ensuite, d'examiner la relation qui existe entre les éléments essentiels de la décision de financement et les éléments caractéristiques de résultat la rentabilité et la valeur ajoutée économique (VAE).
- Par la suite, d'envisager les voies possibles permettant à NCA-Rouïba d'améliorer sa situation en examinant les stratégies créatrices de valeur.

Le calcul de la valeur de résultat la rentabilité et la VAE ainsi que le détail de l'estimation du coût du capital et le calcul intermédiaire figurent en annexe (4).

Section1: Présentation de l'entreprise NCA-Rouïba

Le Choix de la société NCA-Rouïba, comme cas de figure, a été fait pour la raison de disponibilité des informations en plus elle prend le visa de la Commission d'Organisation et de Surveillance des Opérations de Bourse (COSOB). Sur la période d'étude allant de 2009 jusqu'à 2011.

1- Définition et création NCA-Rouïba

1-1 Définition

La société NCA-Rouïba est une société privée de droit algérien qui a été l'un des acteurs les plus importants dans le secteur agro-alimentaire en Algérie. Aujourd'hui, elle évolue exclusivement dans le marché, en croissance, des jus, nectars et boissons non gazeuses communément appelé BRSA (boissons rafraichissantes sans alcool) ou JNSD (juice, nectars, still drinks) et se consacre intégralement à la production et la distribution de boissons, de nectars et du jus de fruits.

1-2 Sa création

La société NCA-Rouïba a été créée en 1966 sous la forme juridique de Société A Responsabilité Limitée (S.A.R.L). Elle a été transformée en Société Par Actions (S.P.A) au mois de mars 2003. La durée de vie de la société, initialement limitée à 50 ans, a été étendue à 99 ans par l'Assemblée Générale Extraordinaire (AGEX) qui s'est réunie le 5 février 2006. Son siège social se situe sur la Route nationale N°5, Zone industrielle de Rouïba, Alger 16300.

2 Historique et Réglementation

2-1 Historique

- 1966: Création de la société: Démarrage de la production et la distribution de conserves alimentaires en boîtes métalliques (Harissa, Tomates, etc.).
- 1984: Démarrage de l'activité de boissons à base de fruits (jus, nectars et boissons).
- 2000: Certification ISO 9002 (première entreprise algérienne à être certifiée).
- 2003: Changement de la forme juridique en Société par Actions. Dégâts importants occasionnés par le « séisme de Boumerdès » ce qui a conduit à la délocalisation de la distribution vers un nouveau site situé à Oued-Smar.
- 2004: Démarrage de l'activité production de lait UHT.
- 2005: Entrée de la société de capital investissement non résidente Africinvest Ltd dans le capital de la société et mise en place du comité stratégique ayant adopté le programme de mise à niveau et de développement articulé autour des actions suivantes:

- ✓ Mise en place d'un programme de mise à niveau industrielle;
- ✓ Démarrage d'un plan de formation concernant l'ensemble des ressources humaines;
- ✓ Construction d'une plateforme logistique aux normes internationales.
- 2008: Obtention du Prix National de l'Environnement délivré par les autorités nationales;
- ✓ Certification ISO 14001.
- ✓ Achèvement, avec succès, du 1er programme de mise à niveau industrielle initié en
- 2005: et adoption d'un plan d'action centré autour des produits et de la marque.
- 2009: Démarrage de la mise en œuvre du plan d'action marketing à travers notamment:
 - ✓ La modernisation du Logo de la marque;
 - ✓ L'adoption de nouveaux packagings;
 - ✓ La dynamisation de la gamme de produits avec l'introduction des gammes Mon Energie.
- 2010: Démarrage de la production et de la distribution de la gamme Fruits Mixés en packaging PET.
 - ✓ Décision d'Introduction de la société à la Bourse d'Alger.
- 2012: Poursuite du programme de développement adopté en 2010 et entamé en 2011 à travers les actions suivantes:
 - ✓ Mise à niveau des ateliers de productions afin de se conformer aux exigences de la norme ISO 22000, à savoir (i) le réaménagement des sols, (ii) l'organisation des flux matières et du personnel, et (iii) l'audit documentaire (première phase);
 - ✓ Installation d'une seconde ligne de conditionnement Tetra Pak A3 Speed et mise à niveau industrielle de la ligne de conditionnement en bouteilles PET;
- 2013: Les principales orientations stratégiques pour l'année 2013 se présentent comme suit:
 - ✓ Renforcement des capacités de conditionnement en carton via l'installation d'une troisième ligne de conditionnement Tetra Pak A3 Speed;
 - ✓ Remplacement de l'ancienne ligne de conditionnement en PET par une nouvelle ligne Aseptique;
 - ✓ Optimisation des caractéristiques organoleptiques et nutritionnelles de la gamme PET;
 - ✓ Certification ISO 22000;

- ✓ Acquisition de nouveaux terrains pour abriter de nouvelles plateformes logistiques;
- ✓ Introduction en Bourse.

L'introduction en bourse de la société NCA-Rouïba a été proposée par le Conseil d'Administration de la société réuni le 27 mai 2011.

La structuration de l'opération a été présentée aux actionnaires de la société réunis en Assemblée Générale Ordinaire le 22 mai 2012, qui ont approuvé la proposition.

Le nombre d'actions émises est de: 2.122.988 actions.

Le prix de l'action est de 400 DA net de tous frais.

Toute demande d'achat doit porter au minimum sur 75 actions.

2-2 Réglementation

NCA-Rouïba est régie par les dispositions du code de commerce instaurées par l'ordonnance n° 75-59 du 26 septembre 1975, modifiée, complétée ou précisée par l'ensemble des textes à caractère législatif et réglementaire ultérieurs. Ainsi que par Loi N°09-03 du 25 février 2009 relative à la protection du consommateur et à la répression des fraudes et la Loi 10-05 du 15 août 2010 modifiant et complétant l'ordonnance n°03-03 du 19 juillet 2003 relative à la concurrence.

3- Missions et activités

NCA-Rouïba spécialisée dans la fabrication de jus et boissons au jus de fruits.

La gamme de NCA-Rouïba se compose de cinq catégories de produits destinés à couvrir l'ensemble des besoins et des préférences de ses consommateurs:

- Mon énergie: cette gamme, synonyme d'énergie apporte aux consommateurs une boisson alliant le plaisir gustatif à un apport en énergie et en vitalité.
- Light: cette gamme synonyme de bien-être s'adresse aux consommateurs qui cherchent à apprécier le bon goût des fruits sans sucre ajouté.
- Premium (Pur Jus et Nectar): cette gamme synonyme de naturalité s'adresse aux consommateurs qui cherchent le goût authentique et l'apport calorique du pur jus de fruits.
- Fresh: cette gamme s'adresse aux consommateurs qui cherchent une boisson désaltérante et rafraichissante ayant des caractéristiques organoleptiques supérieures. Cette gamme est déclinée en emballage carton et en bouteille plastique (PET).
- Fruits Mixés: cette gamme synonyme de goût supérieur s'adresse aux consommateurs adeptes des produits riches en pulpe.

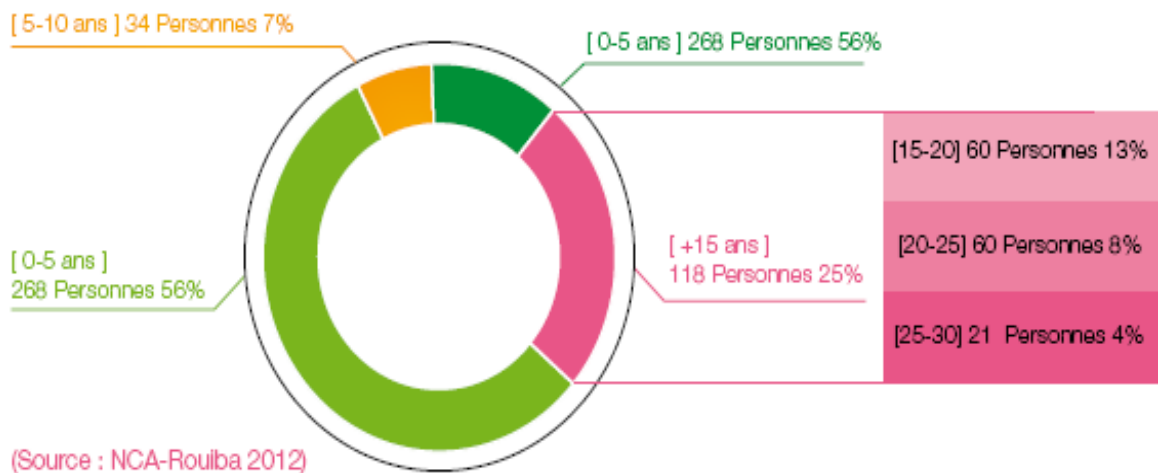
4- Ressources humaines

NCA-Rouïba est conduite par une équipe jeune composée de Femmes et d'Hommes animés par un fort sentiment d'appartenance • Ils évoluent dans un environnement de travail très stimulant, motivés par un package salarial incitatif incluant un programme de formation continue des plus modernes.

Les effectifs de la société sont passés de 336 personnes en 2003 à 479 personnes en 2012 avec une projection de 489 à la fin de l'année 2013.

La politique de la société visant à valoriser ses ressources humaines à travers l'amélioration des salaires et du niveau de vie de ses employés. La masse salariale est passée de 180 millions de dinars en 2003 à 465 millions de dinars en 2011 et 531 millions en 2012. Cela a entraîné un doublement du salaire moyen sur la période.

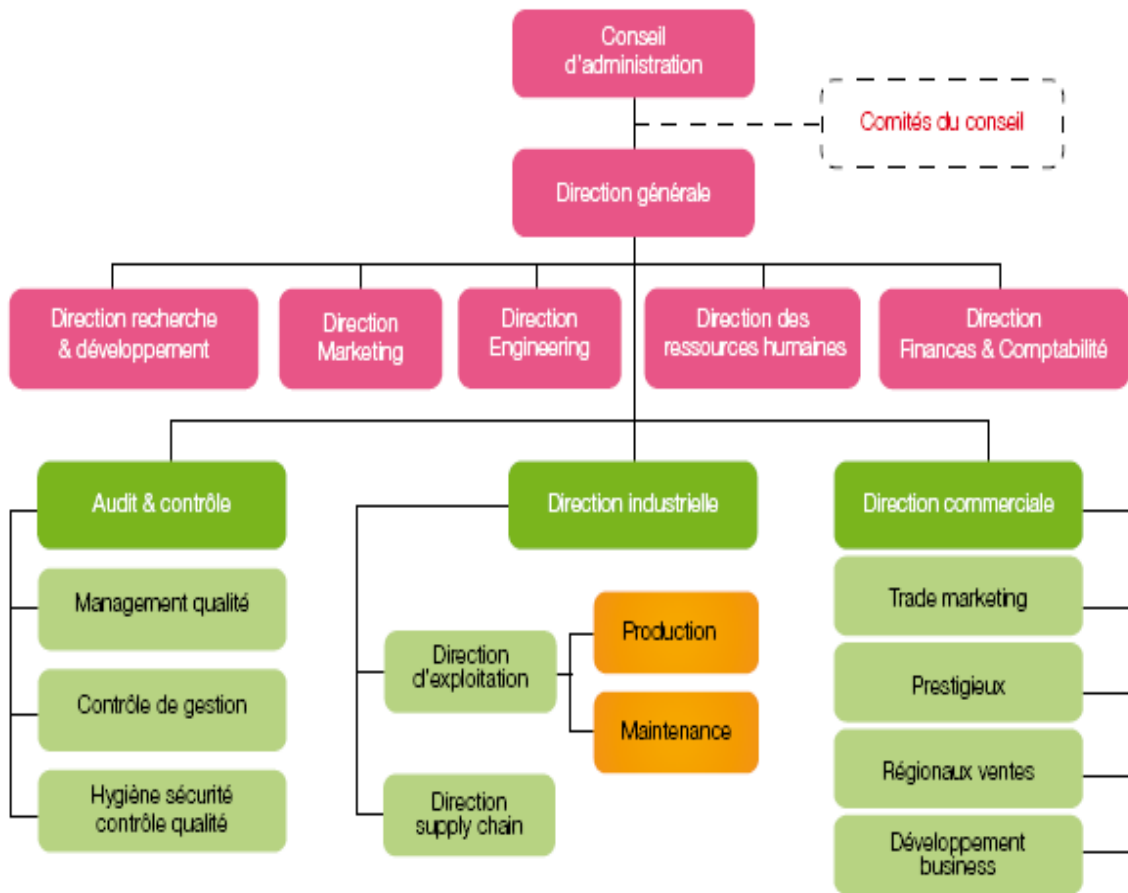
Figure (3.1): analyse de l'ancienneté des effectifs (fin 2012)



5-Organigramme de l'entreprise

La NCA-Rouïba est organisée fonctionnellement selon l'organigramme hiérarchique suivant:

Figure (3.2): organigramme hiérarchique de l'entreprise NCA-Rouïba



La répartition des effectifs par fonction se présente comme suit :

GRAPHIQUE NUMERO 11 : EFFECTIFS PAR DIRECTION



(Source : NCA-Rouïba 2012)

6- Capital social

Le capital social de la société s'élève à 849 195 000 dinars algériens, réparti en 8 491 950 actions ordinaires de 100 dinars chacune, entièrement souscrites et libérées lors de la constitution de la Société, et suite aux augmentations de capital subséquentes conformément à la Loi.

A la date précédant l'Offre Publique de Vente, le capital social de NCA-Rouïba est détenu et réparti entre 19 actionnaires.

La structure du capital de NCA-Rouïba se compose essentiellement par les fonds propres et les dettes financière. Concernant les fonds propres, Le capital social de la société s'élève à 849 195 000 dinars algériens, réparti en 8 491 950 actions ordinaires de 100 dinars chacune, entièrement souscrites et libérées lors de la constitution de la Société, et suite aux augmentations de capital subséquentes conformément à la Loi.

Les modifications de capital sont soumises aux dispositions du code de commerce ainsi qu'à celles des statuts. A la date précédant l'Offre Publique de Vente, le capital social de NCA-Rouïba est détenu et réparti entre 19 actionnaires.

Section2: l'analyse des résultats et la création de valeur de NCA-Rouïba

Dans la présente **section** nous avons essayé de mesurer la création ou la destruction de valeur de NCA-Rouïba durant la période d'étude allant de 2009 jusqu'à 2011 à l'aide des indicateur de résultat la rentabilité et la VAE.

1- L'analyse des résultats et de la rentabilité

1-1 L'analyse de résultat d'exploitation et le résultat net

Le Tableau suivant définir le résultat d'exploitation et le résultat net.

Tableau (3.1): Des informations tirées du compte de résultat de NCA-Rouïba
(En milliers de dinars)

	2 009	2 010	2 011
RESULTAT OPERATIONNEL	232 541	405 020	361 991
Charges financiers	94 802	58 321	96 007
Impôts exigibles sur résultat ordinaires	25 633	91 065	77 942
RESULTAT NET DE L'EXERCICE	112 106	255 634	188 042

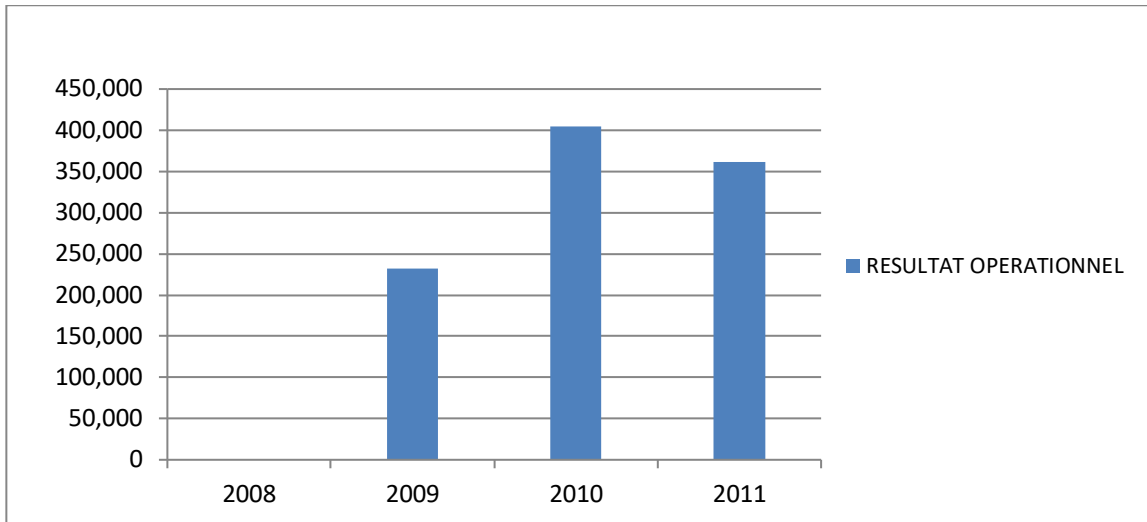
Source: nous - même à partir des comptes des résultats

Concernant le résultat d'exploitation, selon le compte de résultat des 03 années, l'entreprise

NCA-Rouïba et réalisé une bonne valeur pendant les trois années d'étude il ya une augmentation considérable entre l'année 2009 et 2010 et un décalage un peu en 2011 mais dans la tendance positif, Ensuite nous nous pencherons sur notre analyse à ce point de connaître la raison de ce changement. Ce qu'il explique que la création de la valeur et Vient de faire un résultat positif permis de couvrirai tout les couts. Nous mentionnant le résultat d'exploitation, car il et réalises à travers l'exploitation habituelle de ses seuls facteurs de production. Il ne prend en compte ni les produits et charges financiers, ni les produits et charges exceptionnels, ni la participation des salariés aux résultats de l'entreprise, ni les impôts sur les bénéfices.

Figure (3.3): Résultat opérationnel avant l'impôt

(En milliers de dinars)



Source: nous - même à partir des comptes des résultats et des bilans

Malgré la réalisation de résultat financier négatifs considérables un peu pendant toute la période d'étude, est que le résultat net est resté positif et cela est dû à capacité de résultat d'exploitation (ou opérationnel) à couvrir le perte financière, cela confirme que l'indice de résultat d'exploitation de force pour juger de la performance de l'entreprise par rapport à l'indice de résultat net.

L'analyse des comptes des résultats de la société appelle deux principaux constats:

- Les achats consommés de la société représentent en moyenne 60% du chiffre d'affaires permettant ainsi de générer une marge sur coût matières moyenne de 40% environ.
- L'évolution de l'Excédent Brut d'Exploitation a été supérieure à celle du chiffre d'affaires en 2010 du fait des économies d'échelles induites par l'utilisation optimale des facteurs de production.

1-2 L'analyse de la rentabilité

Le tableau suivant représente les principaux ratios de NCA Rouïba:

Tableau (3.2): Principaux ratios de NCA Rouïba

(en %)

Ratios	2 009	2 010	2 011
(Résultat opérationnel/Actif économique) (RE)	14,20%	21,24%	12,74%
(Résultat Net/Fonds Propres) (RF)	11,04%	23,04%	14,59%
Résultat Net/Chiffre d'affaires	3,89%	6,40%	4,06%
Return On Capital Employed (ROCE)*	11,22%	24,25%	12,50%
Dette Financière nette/EBE**	0,57	0,50	1,24
structure Fonds propres/Dette Financière nette	83/17	78/22	61/39
* ROCE: EBIT/Capitaux permanents ** EBE: excédent brut d'exploitation			

Source: nous - même à partir des comptes des résultats et des bilans

La comparaison de la rentabilité financière et de la rentabilité économique met en évidence un effet de levier de l'endettement.

Lorsque la rentabilité économique est supérieure au taux d'intérêt pratiqué par les banques (recours à l'emprunt), l'endettement permet d'accroître la rentabilité financière. Cela signifie qu'il est plus avantageux pour l'entreprise de financer une partie de ses investissements par le recours à l'emprunt plutôt que par le recours aux apports des actionnaires (les fonds propres). On parle alors d'un effet de levier de l'endettement.

Dans notre cas de l'entreprise NCA Rouïba Dupuis bénéficie d'un effet de levier puisque le financement mixte (capitaux propres + emprunt) permet une amélioration de la rentabilité financière. On passe de 11.04 % en 2009 à 23,04 % en 2010 et dans l'année 2011 l'entreprise réalise un taux de 14.59%, le meilleur taux examiné en 2010. Par conséquent, la rentabilité économique est supérieure au taux d'intérêt pratiqué par l'établissement financier.

Généralement L'ensemble des ratios relatifs aux années d'étude confirment la bonne santé financière de la NCA Rouïba, puisque le niveau de l'excédent brut d'exploitation est proche du niveau de l'endettement à moyen terme de la société en 2011. Ceci démontre que la société dispose d'une capacité d'endettement additionnelle importante permettant de mettre en jeu un effet de levier positif au profit des actionnaires, et ce, sans remettre en question son orthodoxie financière et sans mettre en danger ses équilibres financiers.

2- L'analyse la valeur ajoutée économique (VAE)

Le tableau ci-dessous représente les calculs concernant la valeur ajoutée économique (VAE) la Rentabilité des Capitaux Investis (RCI) et le Coût Moyen pondérés du Capital (CMPC).

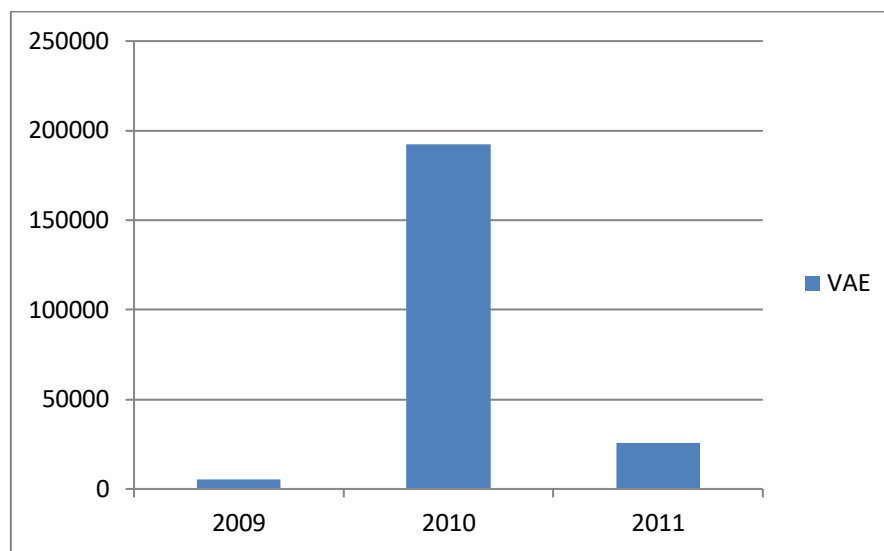
Tableau (3.3): La VAE, la RCI et le CMPC de NCA Rouïba

	2009	2010	2011
Rentabilité des Capitaux Investis (RCI)	11.22%	24.25%	12.5%
Coût Moyen pondérés du Capital (CMPC)	10.9%	10.8%	11.3%
Capitaux Investis (CI) (En milliers de dinars)	1227818	1429629	2130169
VAE = (RCI - CMPC) × CI (En milliers de dinars)	3906	192285	25562

Source: nous - même à partir des comptes des résultats et des bilans

Figure (3.4): Valeur Ajoutée Economique

(En milliers de dinars)



Source: nous - même à partir des comptes des résultats et des bilans

Le calcul de la valeur de résultat la rentabilité et la VAE ainsi que le détail de l'estimation du coût du capital et le calcul intermédiaire figurent en annexe (4).

En observant les résultats obtenus présentés en le compte de résultat et dans l'annexe (3), concernant le résultat et la valeur ajoutée économique (VAE), nous remarquons que toutes les valeurs sont positives. Par conséquent, nous ne concluons que les activités de NCA-Rouïba et créé de la valeur pendant toute la période d'étude.

section3: L'analyse de la relation entre la décision de financement et la rentabilité et la VAE

Dans la présente section nous avons essayé d'examiner la relation qui existe entre les éléments essentiels de la décision de financement et les éléments caractéristiques de résultat, la rentabilité et la VAE. Par la suite, d'envisager les voies possibles permettant à NCA-Rouïba d'améliorer sa situation en examinant les stratégies créatrices de valeur.

Le détail du calcul des mesures prévues pour l'analyse de la relation entre la décision de financement et le résultat la rentabilité et la VAE est présenté en annexe (4).

1 Autofinancement et la rentabilité et la VAE

Pour ce qui de l'autofinancement d'expansion, NCA-Rouïba consacre en moyenne 9.21% aux réserves de réinvestissement exonéré. La puissance de ce taux paraît logique puisque son RON est suffisamment important. Ceci peut être aussi vérifié par le rapport suivant (RON/CI) qui peut nous renseigner sur la rentabilité des capitaux investis. L'observation des résultats obtenus permet de remarquer que le RON, principale composante de l'autofinancement, en représente une moyenne de 15.99%. Ce qui implique que la rentabilité des Capitaux Investis (CI) est relativement fort malgré l'importance de la capacité d'autofinancement (CAF) observée et le poids de ce résultat ordinaire net (RON) dans cette capacité (CAF_M = 410953 DA)¹, (RON/CAF_M) = 47.24%.

Il est à remarquer aussi que, d'après ces résultats, plus le rapport RON/CI est important fort l'entreprise crée de la valeur. A titre d'exemple, la rentabilité la plus élevée (RON/CI =24.25%) correspond à l'année 2010 dans laquelle l'entreprise et réalisés la somme de 192285 DA de VAE. La création de valeur la plus moins s'est faite en 2009 dans laquelle la rentabilité des Capitaux Investis (CI) était la plus faible: 11.22%.

2- Augmentation de capital et la rentabilité et la VAE

Concernant les augmentations de capital effectuées par l'entreprise, elles correspondent aux années où elle réalisés moins de valeur (2009). Malheureusement le montant des capitaux investis dans l'année 2008 Il n'est pas disponible et par conséquent le pourcentage de la variation de capital investis en 2009 par rapport ou 2008, on supposant que le capital investis de 2008 et sont variation et inferieure a celle de 2009 alors qu'en 2010, elle était de 14.11% et de 32.88% en 2011 , C'est vrai que lorsqu'on a une différence constante et positive entre le taux de rentabilité des Capitaux investis (CI) et leur Cout Moyenne Pondéré du Capital

¹ Les sommes en (milliers de dinars)

(CMPC); plus les Capitaux investis¹ CI augmentent plus la rentabilité et la Valeur Ajouté Economique (VAE) augmente. Cependant, ceci ne suffit pas pour déterminer exactement l'influence de l'augmentation du capital sur la création de valeur car ces Capitaux investis (CI) ajoutés vont être exploités et vont générer des bénéfices qui engendrent des changements sur plusieurs niveaux, en particulier le Résultat Ordinaire Net (RON). Il est nécessaire alors de connaître comment ils ont été exploités et combien de bénéfice ils ont réalisé.

3- Equivalents fonds propres et la rentabilité et la VAE

Concernant les équivalents fonds propres, Dans notre cas de figure, il n'existe pas d'équivalentes dettes financières parce que NCA-Rouïba n'utilise pas le leasing. Quant aux équivalents fonds propres (équiv FP) de NCA-Rouïba, ils consistent aux cumuls des soldes des comptes de provisions (provisions pour risques et charges, provision sur stocks et provisions pour dépréciation des créances). La contribution alors des équivalents fonds propres dans la création de valeur représente 2.2% en moyenne de celle des capitaux investis.

Dans le cadre de l'approche la Valeur Ajouté Economique (VAE), les résultats montrent que NCA-Rouïba réserve 74% en moyenne de ses capitaux investis aux fonds propres. Ces rapports se rapprochent pour toutes les années de la période d'étude avec un décalage en 2011. NCA-Rouïba conserve donc presque le même pourcentage de ces fonds propres et équivalents de fonds propres dans les capitaux investis.

4- Dettes financières et la rentabilité et la VAE

4-1 La rentabilité et l'analyses de l'effet de levier

Le tableau ci-dessous représente les calculs concernant la rentabilité économique (**Re**) la rentabilité financière (**Rf**) et le levier d'endettement (**L**).

Tableau (3.4): La RE, la Rf et le levier d'endettement

	2009	2010	2011
(Résultat opérationnel/Actif économique) (RE)	14,20%	21,24%	12,74%
Coût de la dette "i"	14,35%	21,18%	12,71%
Bras de levier (RE - i)	-0,15%	0,06%	0,03%
Levier "Dettes Financiers/ Capitaux Propre" (L)	20,93%	28,86%	65,28%
Gain dû à l'effet de levier "(RE - i).L"	-3,16%	1,80%	1,85%
(Résultat Net/Fonds Propres) (RF)	11,04%	23,04%	14,59%

Source: nous - même à partir des comptes des résultats et des bilans

¹ Pascal BARNETO, Georges GREGORIO, *finance: manuel et applications*, Dunod, 2009, p 178.

En 2009 le taux de rentabilité économique de la société NCA-Rouïba est inférieur au taux de coût de l'emprunt cela confirme que les gestionnaires de l'entreprise n'ont pas réussi à dégager une rentabilité économique suffisante pour couvrir le coût de l'emprunt, dans ce cas la rentabilité financière des associés sera dégradée et elle sera d'autant plus dégradée que les emprunts ont été importants.

Cependant, dans les deux années suivantes les gestionnaires de l'entreprise ont réussi à dégager une rentabilité économique suffisante pour couvrir le coût de l'emprunt. Sous cette condition, une augmentation relative des dettes se traduira par une augmentation du taux de rentabilité financière des associés.

4-2 Dettes financières et la VAE

Il est à signaler qu'également pour les fonds propres, l'entreprise conserve une proportion presque constante des dettes financières par rapport aux capitaux investis qui est de l'ordre de 17% pour l'année 2009 et de 22% en 2010.

Cela signifie, selon l'approche de la Valeur Ajoutée Économique (VAE), que la composition de structure du capital de NCA-Rouïba, durant les deux premières années de la période d'étude est presque la même. Elle comporte 80.5% de fonds propres et 19.5% des dettes financières. Ce qui rend difficile l'appréciation de l'impact d'une structure du capital bien déterminée sur la valeur créée, puisqu'on n'envisage pas de différence considérable de la composition de structure financière de l'entreprise pour juger sur une large différence dans la valeur de la somme de VAE entre 3906 en 2009 et de 192285 en 2010 a conséquent de l'augmentation de la dette financière non plus .

Pour l'année 2011 la structure du capital de NCA-Rouïba est différente de celles des années précédentes il y a une augmentation considérable dans les dettes financières par rapport aux capitaux investis (CI), mais la somme de Valeur Ajoutée Économique (VAE) a diminué avec un grand écart il est transféré de 192285 en 2010 à 25562 en 2011.

Le taux de l'économie d'impôt est en moyenne de 1.2%. Ce qui veut dire que l'économie d'impôt réalisée par NCA-Rouïba et qui représente le produit de ce taux par les capitaux investis est de l'ordre de 19150 DA. Ce montant représente la contribution moyenne du recours de l'entreprise aux dettes financières dans la création de valeur mesurée par VAE, durant la période d'étude.

La contribution de l'économie d'impôt relative à l'endettement dans la création de valeur mesurée par VAE est en moyenne de 33.6%. Cependant, la création de valeur de NCA-Rouïba la moins efficace ne correspond pas à l'année dans laquelle elle avait une structure du

capital qui englobe le maximum de dettes financières. Ceci peut être expliqué par la négligence de plusieurs facteurs importants à savoir les coûts de faillite, l'indépendance financière, la solvabilité de l'entreprise et bien d'autres facteurs qui déterminent sa structure financière et qu'il faut prendre en considération.

5- Rémunération des capitaux investis et la rentabilité et le VAE

La formule de VAE montre aussi que la rémunération des capitaux investis a un impact prépondérant sur la valeur créée. Plus cette rémunération ne diminue plus la rentabilité et le VAE augmente. Ainsi les entreprises ont généralement intérêt à minimiser cette rémunération par la minimisation du CMPC.

Nous pouvons remarquer que le CMPC atteint sa valeur minimale en 2009 (CMPC = 10.9%) et 2010 (CMPC = 10.8%). Dans l'année 2009 et 2010, NCA-Rouïba possède la rémunération du capital la plus basse et par conséquent, la VAE la plus importante ou autrement le montant le plus bonde la création de valeur (VAE = 192285 DA) en 2010. En 2009, l'entreprise réalisés la plus moins valeur (EVA = 3906 DA). Dans cette année, le CMPC atteint sa valeur minimale (CMPC = 10.9%). Pour ces deux années, on peut dire alors que ces résultats confirment les hypothèses de base de VAE. Plus le CMPC est faible, plus la valeur de VAE est importante. Pour tout les années dans lesquelles les valeurs VAE se trouvent entre ces deux valeurs limites, cette confirmation se trouve un peu difficile car les CMPC sont très proches entre eux (CMPC₂₀₀₉=10.9%; CMPC₂₀₁₀=10.8%; CMPC₂₀₁₁=11.3%).

La rémunération des fonds propres occupe 89.5% en moyenne du CMPC de l'entreprise. Ce rapport atteint sa valeur la plus importante (93%) en 2009 dans laquelle, NCA-Rouïba enregistre la plus moins création de valeur. Quant à la rémunération des dettes financières, elles occupent moyenne 7% du CMPC de l'entreprise. Ce résultat confirme l'idée que les fonds propres sont devenus la ressource de financement la plus onéreuse et que la minimisation du CMPC, dans le but de créer de la valeur, ne peut être assurée, qu'en premier lieu, par la diminution de la rémunération des FP car ils sont les plus coûteux pour cette entreprise.

Pour ce qui est de la variation du CMPC par rapport à celle du coût brut de la dette (CBD), les résultats obtenus indiquent que la variation d'une unité du CBD engendre une variation du CMPC, en moyenne, de 2.75%. La minimisation du CMPC en vue de créer de la valeur peut être aussi effectuée par la minimisation du CBD et par voie de conséquence des charges financières.

L'objectif pour suivi dans cet étude consiste à utiliser les indicateur de résultat la rentabilité et la valeur ajoutée économique (VAE) pour évaluer la performance de l'entreprise et analyser l'impact de sa structure du capital sur la rentabilité et la valeur ajoutée économique.

Les résultats obtenus montrent que, les activités de la société étudiée « NCA-Rouïba » que il ya une création de la valeur pendant toute la période de l'étude et que cette entreprise enregistre une croissance de son résultat d'exploitation net d'impôt ajusté et la rentabilité des Capitaux Investis (CI). D'un autre côté, l'étude a révélé que plus la rentabilité des capitaux investis (CI) et importante, plus l'entreprise crée de la valeur. Ce qui prouve que la condition essentielle pour créer de la valeur n'est pas tout simplement la réalisation des bénéfices mais plutôt il est nécessaire que la rentabilité des capitaux investis soit supérieure à leur Coût Moyen Pondéré du Capital (CMPC).

Par ailleurs, l'hypothèse, selon laquelle l'entreprise verra son coût du capital décroître et son Rentabilité et la VAE accroître en fonction de son recours accru à l'endettement, n'a pas été vérifié sur le plan pratique. En effet, le plus grande rentabilité et la création de valeur la plus importante de la société « NCA-Rouïba » ne correspond pas à l'année dans laquelle elle avait une structure du capital qui englobe le maximum de dettes financières. Ceci peut être expliqué par le fait que cette hypothèse suppose la négligence de plusieurs facteurs importants à savoir les coûts de faillite, l'indépendance financière, la solvabilité de l'entreprise et bien d'autres facteurs qui déterminent sa structure financière et qu'il faut, peut être, prendre en considération.

Comme tout travail de recherche, notre travail n'est pas exempt de faiblesses. En effet, notre étude a été portée sur une seule entreprise. Ce qui limite la généralisation des résultats malgré l'utilité de l'étude de cas à contrôler des facteurs culturels et organisationnels qui peuvent influencer la création de valeur de l'entreprise. Il faudrait peut être reprendre cette recherche dans plusieurs entreprises afin de s'assurer de la validité des résultats dans divers contexte.

Concernant l'utilisation de les indicateur de résultat la rentabilité et la valeur ajoutée économique (VAE), nous avons rencontré quelques limites pour l'appliquer. Il s'agit que les donnée comptable son exprimés en valeur absolu de résultat, Ainsi, comparer le résultat d'exploitation de deux entreprises n'a pas de sens en soi, car les chiffres ne sont pas nécessairement comparables, et l'absence d'un référentiel unanimement validé et reconnu de la valeur économique ajuté VAE.

Nous avons eu aussi des difficultés liées aux ajustements nécessaires à la détermination du Résultat ordinaire et des capitaux investis et d'autres liées à l'évaluation du coût d'opportunité des fonds propres du fait du manque de stabilité du principal facteur de prix du risque à savoir le coefficient bêta. L'indicateur de la Valeur Ajutée Economique (VAE) souffre aussi du risque de court-termisme¹. Il reste un indicateur de performance annuel. On ne peut pas donc affirmer qu'une VAE élevée sur un exercice est le révélateur assuré d'une politique de création de richesse à long terme. Un tel indicateur ne peut être un bon outil de prédiction.

Enfin, il importe de remarquer qu'organiser l'entreprise en vue de créer de la valeur actionnariale est plus facile à dire qu'à faire. Outre la décision de financement, plusieurs facteurs influencent la création de valeur. Ce qui ouvre de nouvelles voies de recherche.

¹ Le **court-termisme** désigne, de manière péjorative, un comportement qui privilégie l'obtention d'un gain immédiat au détriment du résultat futur.

I. LES LIVRES

1. Armand Dayan et Autre, *Manuel de gestion*, Vol 2, Ellipses, Paris, 2001.
2. Caroline SELMER, *Toute la fonction finance*, Dunod, Paris, 2006.
3. Claude-Annie DUPLAT, *Analyser et maîtriser la situation financière de son entreprise*, Vuibert, Paris, 2004.
4. David SWENSEN, *Gestion de portefeuilles institutionnels*, Maxima, Paris, 2009.
5. Elie COHEN, *Gestion financière de l'entreprise et développement financier*, Edicef, Paris, 1991.
6. H. BRUSLERIE, *Analyse financière*, Dunod, Paris, 2010.
7. Jaqueline DELAHAYE et Florence DELAHAYE, *Finance d'entreprise: manuel et application*, Dunod, Paris, 2007.
8. Jaqueline DELAHAYE et Florence DELAHAYE, *Gestion Financière*, Dunod, Paris, 2006.
9. Jean-Michel PALOU, *Les méthodes d'évaluation d'entreprise*, Groupe revue fiduciaire, Paris, 2008.
10. Maurice OBADIA, *Quelle économie voulons-nous*, Editions d'organisation, Paris, 2008.
11. Moujib BAHRI, *Relations entre l'EVA et les pratiques d'affaires chez les PME manufacturières*, UNIVERSITÉ DU QUÉBEC, 2007.
12. P. CONSO, *Principe de l'effet de levier*, Economica, Paris, 1985.
13. Pascal BARNETO, Georges GREGORIO, *finance: manuel et applications*, Dunod, Paris, 2009.
14. Philippe HERLIN, *Finance: le nouveau paradigme*, Editions d'organisation, Paris, 2010.
15. Pierre CABANE, *L'essentiel de la finance*, Editions d'organisation, Paris, 2008.
16. Pierre VERNIMMEN, *Finance d'entreprise*, 8^{em} édition, Paris, 2010.
17. Stéphane DUBREUILLE et Mondher CHERIF, *Création de valeur et capital-investissement*, Pearson Education, Paris, 2009.
18. Thierry BECHU, *Économie et marchés financiers*, Editions d'organisation, Paris, 2010.

II. COURS ET TRAVAUX SCIENTIFIQUES

1. Asma TRABELSI, *Les déterminants de la structure du capital et les particularités du financement dans les PME*, Thèse Pour l'obtention du titre de docteur en sciences de gestion, Université Paris IX Dauphine, Août 2006.
2. Ingrid BELLETTRE, *Les choix de financement des Très Petites Entreprises*, Thèse pour obtenir le grade de Docteur en Sciences de Gestion, Université Lille Nord de France, décembre 2010.
3. Kahindo KAVUGHUTU, *Problématique de gestion financière et l'autofinancement dans les associations sans but lucratifs cas de l'Association Muungano Solidarité*, mémoire, inédit, FASEG-ULPGL, 2007
4. Nabil KHOURY et Ephraïm MEDINA, *La structure du capital: une synthèse des orientations théoriques et empiriques de la dernière décennie*, l'Actualité économique, Vol 61, N° 3, 1985.
7. Olivier VERRIELE, *Mesurer et analyser les performances financières*, Bobigny Gestion des Entreprises et des Administrations, UNIVERSITÉ de paris, 2eme année, semestre 1, 1er version: octobre 2007.

III. LES RAPORTS

1. Commission d'Organisation et de Surveillance des Opérations de Bourse (COSOBE), *Notice d'Information NCA-Rouïba spa*, Offre Publique de vente, a location de leur l'introduction en bourse, Période de l'offre : du 07 au 25 Avril 2013.
2. Jérôme GLACHANT et Autres, *Private equity et capitalisme français*, La Documentation française, Paris, 2008.

IV. LES SITE WEB

1. Accounting and Finance links organizations, homepages, journals, educational sources > <http://www.alicoskun.net/links/accounting.htm> Consulte le 27 mars 2013
2. Ecofine - strategy, economy and finance for the hospitality industry > <http://www.ecofine.com/> Consulte le 15 mars 2013
3. Introduction to Finance Video Lecture Course > <http://www.learnerstv.com/Free-Management-Video-lectures-ltv182-Page1.htm> Consulte le 28 Avril 2013