

République Algérienne Démocratique et Populaire

Ministère de l'Enseignement Supérieur et de la Recherche Scientifique

Université M'hamed Bouguerra Bumerdes



Faculté des Sciences
Département des Mathématiques

Mémoire présenté Par

M^{lle} HENANE Isma & M^{lle} ZIBANI Fazia

En vue de l'obtention du diplôme de Licence
en mathématiques informatiques
Option : mathématiques financières

La Politique Financière de l'entreprise
(Cas : l'entreprise Biopharm)

devant le jury composé de :

Président	M ^r B. GHENNANE	M.C.A	U.M.B.B.
Rapporteur	M ^r R. MISSOUM	M.A.A	U.M.B.B.

Juin 2016

Table des matières

Introduction générale	4
1 Présentation d'éléments de base liés à la politique financière	6
1.1 Le Coût du capital, la création de valeur et l'effet de levier financier	6
1.1.1 Le coût du capital	7
1.1.2 La création de valeur	10
1.1.3 L'effet de levier financier	11
1.2 L'actif économique et la structure financière	14
1.2.1 L'actif économique	14
1.2.2 La structure financière	15
2 Les principales théories sur la politique financière	22
2.1 Evolutions majeurs dans l'analyse théorique de la (politique) stratégie	22
2.1.1 La finance académique avant 1958	23
2.1.2 Première révolution dans la pensée financière : L'approche de Modigliani et Miller (1958)	24
2.1.3 La théorie de Sharpe et Lintner au milieu des années 1960	26
2.1.4 Le caractère optionnel des investissements et des financements (La théorie de Black et Scholes)	27
2.2 La prise en compte des conflits entre agents et la résolution de ces conflits par la politique financière	28
2.2.1 La théorie positive de l'agence	28

2.2.2	La théorie des coûts de transaction et sa similitude avec la théorie de l'agence	31
2.2.3	La politique financière comme mode de signalisation (Myers et Majluf)	33
2.2.4	La théorie de Pecking Order	34
2.3	La théorie stratégique de la structure de financement	35
2.3.1	La démarche de Barton et Gordon (1987-1988)	35
2.3.2	Les apports de la théorie financière à la stratégie financière	36
2.3.3	Les apports de la théorie financière pour la décision	37
3	Présentation de cas	38
3.1	Introduction en bourse de BIOPHARM	38
3.1.1	Information concernant l'opération	40
3.1.2	L'évaluation de Biopharm	40
3.1.3	Régime fiscal :	45
3.1.4	Décisions qui sont à l'origine de l'opération	45
3.1.5	Admission	45
3.1.6	But de l'opération	46
3.2	Mise en perspective théorique de l'introduction en bourse de BIOPHARM . .	46
3.2.1	Eléments en relation avec la théorie du Pecking Order	47
3.2.2	Eléments en relation avec la théorie de l'agence	48
3.2.3	Eléments en relation avec la théorie de signal	49
3.2.4	Politique financière de Biopharm	50
3.2.5	Perspectives de Biopharm	53

Remerciements

A Mon Enseignant et Encadreur

M^r R. Missoum

On a eu l'honneur d'être parmi vos étudiants et de bénéficier de votre riche enseignement. Vos qualités pédagogiques et humaines sont pour nous un modèle.

Votre patience, votre disponibilité permanente, vos orientations et vos judicieux conseils ont toujours suscité notre admiration.

Veillez bien monsieur recevoir nos vifs remerciements pour le grand honneur que vous nous avez faite d'accepter l'encadrement de ce travail.

A Monsieur K. Khaldi

A qui on se confiait pour le moindre obstacle, éclairant notre chemin avec son savoir.

Veillez trouvez ici, l'expression de notre gratitude et de notre grande estime.

On tient à remercier les membres de jury d'avoir accepté d'examiner ce travail.

On tient à remercier chaleureusement, tous nos proches et tous ceux qui, de près ou de loin, nous ont apporté leurs sollicitudes pour accomplir ce Travail.

Dédicaces

*À la mémoire de mon très cher grand père qui nous à quitté à jamais puisse Dieu le tout puissant
l'accueillir en son vaste paradis.*

*À la plus belle créature que Dieu a créée sur terre. À cette source de tendresse, de patience et de
générosité. À ma mère !*

*Aucune dédicace ne saurait être assez éloquente pour exprimer ce que tu mérites pour tous les
sacrifices que tu n'as cessé de me donner.*

*Tu as fait plus qu'une mère puisse faire pour que ses enfants suivent le bon chemin dans leur vie et
leurs études.*

À mon Père

*Aucune dédicace ne saurait exprimer l'amour, l'estime, le dévouement et le respect que j'ai toujours
eu pour vous.*

Je te dédie ce travail en témoignage de mon profond amour.

À mes chères soeurs :

Nabila et Lynda

À la personne la plus chère à mon coeur

*Mon frère **Hichem**, présent dans tous mes moments. Les mots ne suffisent guère pour exprimer
l'attachement, l'amour et l'affection que je porte pour toi.*

À mes Amis.

À tous ceux qui me sont chers.

À toute la promo Mathématique Financiers 2016.

Ainsi qu'à tous ce que j'ai eu le plaisir de connaître durant mes années à Boumerdes.

Fazia

Introduction

Les différentes évolutions qu'a connues le monde des entreprises ont ouvert le champ à une diversité de travaux de recherches dans des disciplines telles que les sciences économiques (la théorie de la firme), les sciences de gestion (la théorie des organisations), les sciences financières (la Corporate finance), etc. les chercheurs et auteurs de référence se sont intéressés à étudier à travers différentes méthodologies cet objet complexe qu'est " l'entreprise ".

Dans un environnement économique de plus en plus mouvant et instable (concurrence féroce, crises économiques, mondialisation, etc.), les entreprises cherchent les moyens leurs permettant d'être performante tout en demeurant viable. Les disciplines scientifiques offrent une panoplie de concepts, d'outils et de méthodes (management stratégique, marketing, analyse et gestion financière, etc.). À cet effet la politique financière constitue un outil d'importance majeur aux yeux des dirigeants, en ce qu'elle représente comme instrument de gouvernance ; de formulation de stratégies, ... Aussi, t'elle constituée depuis plusieurs décennies un domaine de recherche qui a donné naissance à des théories incontournables.

L'effort de redressement et de modernisation de l'économie nationale entrepris par les pouvoirs publics en Algérie depuis le début des années 1990, à travers notamment, la privatisation d'entreprises publiques, l'ouverture du partenariat entre entreprises nationales et étrangères, l'ouverture d'un marché financier, etc. incite chercheurs et praticiens à accorder au sujet de la politique financière l'importance qu'elle mérite.

Cependant, le manque de travaux théoriques et d'informations empiriques en Algérie, caractérisent le thème de la politique financière.

La politique financière fait partie de la finance d'entreprise, elle diffère de l'analyse financière ou de l'évaluation de l'entreprise par ses objectifs de gestion. Elle consiste à déterminer le cadre de référence des décisions financières en accord avec la politique générale

de l'entreprise. Aussi, permet-elle de hiérarchiser les priorités, de sélectionner les décisions et de définir les objectifs. Elle va déterminer la configuration de la structure financière de l'entreprise, laquelle va se traduire par un certain coût du capital¹.

Dans le présent mémoire nous tenterons d'apporter des éléments de réponse aux interrogations suivantes :

- **Quels sont les notions et concepts utilisés dans l'élaboration de la politique financière de l'entreprise ?**
- **Qu'es-ce que la politique financière ? et comment permet-elle de maximiser la richesse de l'entreprise ?**

La préparation et la mise en oeuvre d'une politique financière sont une tâche du management de l'entreprise, principalement le directeur financier. Cependant, chaque service à son influence sur le processus financier, et chaque dirigeant doit faire preuve de sens de responsabilité.

En vue d'essayer d'apporter des éléments de réponse à notre problématique, notre travail consiste à présenter dans une première phase les concepts et les notions en relation avec la politique financière (chapitre 1). Dans une seconde phase, nous avons tenté d'aborder différentes théories ayant marquées la pensée financière en matière de finance d'entreprise (chapitre 2).

Enfin, nous allons essayer de confronter les éléments théoriques traités avec le cas de l'entreprise **BIOPHARM**, et ce à travers les informations présentées par cette dernière dans le cadre de son processus d'introduction en bourse.

1. **Hervé Hutin** ; Toute la finance ; Eyrolles ; 4^{eme} édition : 30 avril 2010 : P.319

Chapitre 1

PRÉSENTATION D'ÉLÉMENTS DE BASE LIÉS À LA POLITIQUE FINANCIÈRE

Le but de ce premier chapitre est de présenter des notions essentielles à la compréhension de la politique financière d'une entreprise. Nous avons abordé les notions qui nous paraissent être les plus pertinentes et les plus récurrentes dans notre sujet. La documentation consultée nous a permis d'effectuer un classement en deux sections distinctes de ces notions, cela en prenant en considération les relations qui existent entre elles.

1.1 Le Coût du capital, la création de valeur et l'effet de levier financier

Le coût du capital est une notion fondamentale pour les entreprises en matière de politique financière car il est au cœur des mesures de la création de la valeur ; il sert à la fois pour le choix des investissements et l'évaluation de l'entreprise.

1.1.1 Le coût du capital

Définition 1 :

Le coût du capital, noté K , aussi appelé "coût moyen pondéré du capital (CMPC)" pour faire allusion à la structure financière de l'entreprise¹, c'est un coût d'opportunité qui évalue pour les investisseurs l'intérêt qu'ils ont à investir leur argent dans une société plutôt qu'ailleurs².

Indicateur qui définit le taux de rentabilité annuel moyen escompté par les actionnaires et les créanciers en contrepartie de leur investissement. Le coût moyen pondéré du capital sert donc de moyen de mesure pour évaluer ce que l'entreprise doit à ses investisseurs. Le CMPC apporte des informations capitales à la société qui l'utilise concernant le choix du type d'investisseurs qu'elle souhaite convaincre. Le CMPC informe les investisseurs sur l'intérêt d'investir ou non dans la société. Pour les créanciers, le CMPC sert de mesure du risque³.

Considéré comme une moyenne pondérée des différents financements auxquels l'entreprise fait appel⁴. "Le coût de capital est le taux de rentabilité minimum que doivent dégager les investissements de l'entreprise afin que celle-ci puisse satisfaire à la fois l'exigence de rentabilité des actionnaires (coût des capitaux propres) et l'exigence de rentabilité des créanciers (coût de l'endettement net). Le coût du capital est donc le coût de financement global de l'entreprise"⁵

La mesure du coût du capital :

Le coût du capital peut en effet se calculer⁶ :

- Soit par une méthode directe à partir du β de l'actif économique ;
- Soit par une méthode indirecte où il est égal à la moyenne pondérée du coût des capitaux propres et du coût de l'endettement net ;

1. <http://definition.longin.fr/fr/cout-du-capital> consulté le 17/05/2016

2. D^r Mondher Cherif; Le coût du capital (WACC : Weighted Average Cost of Capital);

www.performances-strategy.com

3. www.droit-finances.net consulté le 16/05/2016

4. Jean-Claude Coille. Op.cit., p59.

5. Pierre Vernimmen; Finance "finance d'entreprise"; 14^e édit. P 667, P671.

6. www.vernimmen.net consulté le 19/05/2016.

-
- Soit à travers l'observation, quand elle est disponible, de la valeur de l'actif économique.

1. La méthode direct :

Elle consiste à déterminer le coût moyen pondéré du capital en appliquant directement le modèle du marché (le MEDAF). Cette méthode part de l'actif économique et cherche à définir le taux de rentabilité exigé pour investir dans un projet.

Le coût moyen pondéré du capital est égal au taux sans risque augmenté d'une prime de risque qui est fonction de la prime de marché et du beta de l'actif économique (β_e).

$$K = R_f + \beta_e(R_m - R_f)^7 \quad (1.1)$$

K : le coût moyen pondéré du capital (coût du capital),

R_f : le taux de l'argent sans risque,

R_m : le taux de rentabilité du marché,

β_e Le bêta de l'actif économique appelé également bêta désendetté ou bêta de l'activité est une mesure du risque systématique⁸ d'un titre indépendamment de sa structure financière. Il mesure le risque de l'activité économique par rapport au marché⁹.

Le β de l'actif économique est égal à la moyenne pondérée par les valeurs du β des capitaux propres et β de l'endettement net¹⁰

$$\beta_e = \beta_{cp} \frac{V_{cp}}{V_{cp} + V_d} + \beta_d \frac{V_d}{V_{cp} + V_d} \quad (1.2)$$

Le MEDAF : (Modèle d'équilibre des actifs financiers) est un modèle qui prend en considération l'incidence du risque financier sur le comportement de l'investisseur. Il permet de déterminer le taux de rentabilité exigé par l'actionnaire, qui est égal au taux de l'argent sans

7. Pierre Vernimmen ; op.cit., P 661.

8. Le risque systématique est un risque qui peut mettre en danger la survie du système financier. L'un des risques de l'investissement boursier puisque l'ensemble des titres ont une sensibilité plus ou moins forte aux variations enregistrées sur les marchés financiers. www.mataf.net consulté le 17/05/2016.

9. www.mazars.fr consulter le 17/05/2016.

10. Pierre Vernimmen ; op.cit., P 670.

11. Ibid., p 662.

risque majoré d'une prime de risque qui dépend du risque de marché (ou risque systématique).

Modèle d'équilibre des actifs financiers (MEDAF) : $E(R_x) = R_F + \beta[E(R_M) - R_F]$ ¹²

$E(R_x)$: Espérance de rentabilité exigée.

R_F : Rentabilité d'un actif sans risques.

β : sensibilité de la rentabilité de l'action aux fluctuations de la rentabilité du marché ("a" dans la droite des moindres carrés), le coefficient qui mesure le risque systématique.

$E(R_M)$: Espérance de rentabilité du marché.

2. La méthode indirecte :

Cette méthode est la plus utilisée, elle consiste à définir la moyenne du coût des capitaux propres (K_{cp}) et du coût de la dette (K_d) pondéré par leur valeur de marché respective. On obtient la formule suivante du coût moyen pondéré du capital¹³ :

$$CMPC = K = K_{cp} \frac{V_{cp}}{V_{cp} + V_d} + K_d (1 - IS) \frac{V_d}{V_{cp} + V_d}$$
¹⁴ (1.3)

- V_{cp} : valeur des capitaux propres ;
- V_d : valeur des dettes ;
- IS : impôt sur les bénéfices ;
- K_{cp} : coût des capitaux propres (taux de rentabilité exigé par les actionnaires) ;
- K_d : coût de la dette (taux de rentabilité exigé par le prêteur)
- CMPC : coût moyen pondéré du capital

3. Le calcul implicite à partir de la valeur de l'actif économique :

Le coût du capital peut être estimé à partir de l'observation de la valeur de l'actif économique de l'entreprise et de la projection des flux de trésorerie disponibles anticipés :

$$V = V_{CP} + V_D = \sum_{i=0}^{\infty} \frac{FTD_i}{(1 + K)^i}$$
¹⁵ (1.4)

12. www.revue-banque.fr estimer le coût du capital : les principaux enjeux théoriques et pratiques. Consulté le 17/05/2006.

13. Pierre Vernimmen ; op.cit., P 667

14. Ibid., p 664.

15. Ibid., p 665.

1.1.2 La création de valeur

D'un point de vue financier, l'objectif d'une entreprise est de créer de la valeur, c'est-à-dire d'être capable de réaliser des investissements dont le taux de rentabilité dégagé (le taux de rentabilité minimum que doivent dégager les investisseurs de l'entreprise) est supérieur au taux de rentabilité exigé (la rentabilité exigée par les actionnaires) et la rentabilité exigée par les créanciers (coût de l'endettement).

" Une entreprise sera capable de créer de la valeur lorsqu'elle dégagera sur son actif économique un taux de rentabilité économique (après impôts) supérieur au coût de l'argent (capitaux propres et endettement net) qu'elle a mobilisé pour le financer." ¹⁶

La création de valeur consiste, d'une part, à accroître la productivité de l'entreprise et, d'autre part, à rechercher une croissance durable et rentable. La création de valeur peut s'apprécier à travers la capacité de l'entreprise à effectuer des investissements, plus ou moins risqués, avec une rentabilité qui est supérieure au coût moyen pondéré du capital. La création de valeur s'effectue au profit de l'ensemble des investisseurs, actionnaires et créanciers (amélioration de la structure financière), de la société. ¹⁷

Traditionnellement, la création de richesse pour une entreprise est "mesurée" par sa création de valeur ajoutée positive :

$$EVA^{18} = [R_e(1 - \tau) - K]AE \quad (1.5)$$

Avec :

- R_e : le taux de rentabilité économique avant impôt de l'actif économique
- τ : le taux d'impôt sur les bénéfices
- AE : l'actif économique
- K : le coût moyen pondéré des ressources financières

Elle a lieu quand le taux de rentabilité économique après impôts $R_e(1 - \tau)$ de l'actif économique est supérieur ou égal au coût moyen pondéré des ressources financières figurant au passif de l'entreprise (capitaux propres, amortissements et provisions et les dettes financières).

16. Pierre Vernimmen ; op.cit., p 310.

17. www.mataf.net . consulté le 15/05/2016.

18. EVA : signifie Economic Value Added ou, Valeur Economique Ajoutée.

Ce qu'il est convenu d'appeler le premier théorème de Modigliani-Miller peut s'énoncer comme suit : en l'absence d'impôts, de coûts de transaction, de coûts de faillite, et si les marchés financiers sont parfaits¹⁹, Il n'existe aucun lien entre la structure financière de l'entreprise et sa valeur.²⁰

Modigliani et Miller (1963) ont corrigé leur modèle en intégrant les effets de la fiscalité. Ils confirment la possibilité de créer de la valeur pour une entreprise en optimisant le choix de sa structure de financement.²¹

La compréhension du processus de création de valeur (conjonction du modèle économique²² et des actifs immatériels sous jacents²³) permet d'améliorer la vision stratégique, de maximiser la valeur des actifs et de procéder à l'évaluation de l'entité.²⁴

1.1.3 L'effet de levier financier

a. Concept et définition de l'effet de levier

En finance d'entreprise, l'effet de levier désigne l'impacte de la structure d'endettement d'une entreprise sur la rentabilité de ses fonds propres.²⁵

19. Marché parfait : se dit d'un marché où toutes les conditions pour que les prix correspondent à la réalité du moment sont réunies. Autrement dit, à chaque instant, tous les acteurs peuvent agir en fonction d'une même information connue de tous. Un marché parfait est un marché où la concurrence est parfaite entre chaque acteur composant le marché. www.edubourse.com consulté le 07/05/2016.

20. www.universalis.fr/encyclopedie/the-cost-of-capital-corporation-finance-and-the-theory
Écrit par Gunther CAPPEL-BLANCARD, Nicolas COUDERC

21. Asma TRABELSI. (11 Décembre 2006). LES DÉTERMINANTS DE LA STRUCTURE DU CAPITAL ET LES PARTICULARITÉS DU FINANCEMENT DANS LES PME : UNE ETUDE SUR DONNÉES FRANÇAISES. Thèse de Doctorat en Science de Gestion. UNIVERSITÉ de Paris-IX-Dauphine.

22. Modèle économique : aussi appelé modèle d'affaires, modèle d'entreprise, est le plan mis en IJuvre par une entreprise pour générer des revenus et tirer un bénéfice de ses opérations. Il est semblable à une ligne de conduite. Il fixe les conditions, les manières et les moyens avec lesquels l'entreprise souhaite se développer. Il définit également la façon dont l'entreprise pourra exploiter un avantage concurrentiel susceptible de créer et de gérer de la valeur ajoutée. www.cafedelabourse.com consulté le 15/05/2016.

23. Actif sous jacent : Actif sur lequel on peut poser une option (action, obligation, indice boursier, bons du Trésor, contrats à terme, une matière première...) pouvant être acheté (dans le cas d'une option d'achat) ou vendu (dans le cas d'une option de vente) à la levée de l'option. C'est un actif financier sur lequel porte un produit dérivé. <http://www.boursereflex.com> consulté le 15/05/2016.

24. <http://archives.lesechos.fr/archives/cercle/2013/01/16> consulté le 30/04/2016.

25. B. GUERRIEN, dictionnaire d'analyse économique, éd. La Découverte, Paris, 1997, P. 292.

L'effet de levier est donc une conséquence positive ou négative de l'endettement sur la rentabilité financière de l'entreprise. Lorsque cette dernière se trouve détériorée, on parle d'effet massue. Dans ce sens l'effet de levier est un outil de politique financière.²⁶

L'effet de levier, est défini comme étant la différence entre la rentabilité des capitaux propre -rentabilité financière- et la rentabilité économique. Il détermine le montant maximum d'endettement acceptable, sans mettre en risque les capitaux propres. Il peut accroître la rentabilité des capitaux propres par rapport à la rentabilité économique, mais il peut aussi la minorer (détériorer), le rêve devient un cauchemar.

L'effet de levier guide les choix de l'entreprise en matière d'endettement, fondé sur la considération de croissance et de rentabilité. Il analyse les relations entre le taux de rentabilité économique, le taux d'intérêt, le levier d'endettement et le taux de rentabilité financière. Dans sa formule de calcul on distingue le bras de levier qui est l'inverse du ratio de l'endettement financier (Dette/Capitaux propres). Lorsqu'il augmente il signifie un accroissement du niveau de risque de l'entreprise ; mais aussi à la condition que la rentabilité économique soit supérieure au taux d'intérêt moyen de la dette, il permet ainsi l'amélioration de la rentabilité financière.

b. Intérêt de l'effet de levier

L'intérêt de l'effet de levier est essentiellement pédagogique : comprendre comment se partage la rentabilité des capitaux propres entre la rentabilité de l'effet industriel et commercial et une pure construction financière.²⁷

Autrement dit, c'est connaître l'origine d'une bonne rentabilité des capitaux propres qui provient de la rentabilité de l'actif économique et/ou de la pure construction financière qu'est l'effet de levier. C'est son seul intérêt.²⁸

c. Le calcul de l'effet de levier de l'endettement

Effet de levier = rentabilité des capitaux propres(RF) - rentabilités économique²⁹

26. R. LEDUFF et coll. Encyclopédie de la gestion et de management, Dalloz, Paris, 1999, P. 339.

27. Pierre Vernimmen ; op.cit., p.300.

28. Ibid., P 301.

29. www.actiononline.fr consulté le 12/04/2016

C'est le résultat de la rémunération fixe de la dette, lorsque la rentabilité économique est supérieure au coût de la dette.

Il explique le taux de rentabilité des capitaux propre en fonction du taux de rentabilité de l'actif économique et du coût de la dette.

Pour le calculer il s'agit d'une relation qui fait intervenir :

- La rentabilité financière R_F
- La rentabilité économique R_E
- Le coût de la dette (taux d'intérêt) i
- Le montant de la dette D
- Les capitaux propres CP

$$R_F = R_E + (R_E - i) \times \frac{D}{CP} \quad (1.6)$$

$$Effet\ de\ levier = (R_E - i) \times \frac{D}{CP} \quad (1.7)$$

Trois situations peuvent en effet se présenter :³⁰

1. $Effet\ de\ levier > 0 \rightarrow R_E > i$, l'entreprise présente **un effet de levier positif** : plus elle est endettée, plus elle est rentable financièrement pour ses actionnaires ; une augmentation de l'endettement génère une augmentation de la rentabilité financière. En d'autre terme l'endettement favorise l'enrichissement des actionnaires.
2. $Effet\ de\ levier < 0 \rightarrow R_E < i$, l'entreprise présente **un effet de levier négatif** ou "effet de massue" : plus elle est endettée, moins elle est rentable pour ses actionnaires ; la rentabilité économique dégagée n'est pas suffisante pour couvrir le coût de l'emprunt, l'endettement apparaît comme "facteur" d'appauvrissement des propriétaires de l'entreprise.
3. $Effet\ de\ levier = 0 \rightarrow R_e = i$, l'entreprise ne présente aucun effet de levier positif ou négatif : la rentabilité financière est indépendante de sa structure financière.

30. Dov Ogien ; MAXI FICHES de Gestion financière de l'entreprise ; Livre en PDF.

1.2 L'actif économique et la structure financière

1.2.1 L'actif économique

Définition 2 L'actif économique de l'entreprise est la somme de ses immobilisations et de son besoin en fonds de roulement (d'exploitation et hors exploitation). Il est donc égal à la somme des encours nets engagés par l'entreprise qu'ils soient liés au cycle d'exploitation ou au cycle d'investissement. Appelé aussi parfois fonds opérationnels engagés ou capitaux investis. Il est financé par les capitaux propres et l'endettement net.³¹

a. Méthode de calcul

$$\begin{aligned}\text{Actif économique}^{32} &= \text{moyenne économique du côté de l'actif du bilan} \\ &= \text{Immobilisation} + \text{BFR}^{33} \\ &= \text{Capitaux engagés} \\ &= \text{Capitaux propres} + \text{endettement net} \\ &= \text{Capitaux investis du côté du passif du bilan}\end{aligned}$$

b. Le cas d'un actif économique négatif

L'actif économique d'une entreprise est négatif lorsqu'elle affiche un besoin en fonds de roulement de signe négatif. Cette situation, assez inhabituelle mais néanmoins caractéristique dans des secteurs comme la distribution, fait apparaître des stocks et des créances clients d'une valeur nettement inférieure à la valeur des dettes fournisseurs en raison de décalage de paiements entre d'une part, les clients opérant selon un mode de règlement immédiat, et d'autre part les fournisseurs ne sont payés que plusieurs semaines (ou mois) après la vente du produit. Le besoin en fond de roulement n'a pas besoin d'être comblé dans ce cas particulier, mais servira à financer les immobilisations.³⁴

31. Pierre Vernimmen; op.cit., p.52.

32. www.actiononline.fr consulté le 15/05/16.

33. BFR (Besoin en fond de roulement) = Actif circulant (val réalisable + val d'exploitation) - Passif circulant (DCT sauf trésorerie passif) (sans tenir compte de la trésorerie)

34. www.mazars.fr consulté le 10/05/2016.

1.2.2 La structure financière

Définition 3 La structure financière d'une entreprise est fonction de la nature des activités qu'elle développe et des décisions stratégiques prises en matière d'investissement et de financement. Le terme structure financière fait allusion à l'ensemble des ressources qui finance l'entreprise, il s'agit d'une répartition entre ses dettes financière (qu'elles soient à long terme ou à court terme) et ses capitaux propres.³⁵

a. Importance de la structure financière

- La structure financière constitue une source d'informations aussi bien pour les opérations économiques que pour toutes personnes intéressées par la vie de l'entreprise.
- Pour les bailleurs de fonds, elle constitue un indicateur fiable avant d'accorder un crédit alors que pour les dirigeants de l'entreprise, la structure financière leur permet d'évaluer la santé financière de celle-ci afin de mieux orienter leurs décisions de financement³⁶, et cela en utilisant les ratios de la structure financière qui sont établis à partir du bilan de l'entreprise³⁷, parmi ses ratios on cite ceux qui paraissent important à notre sens :

$$\bullet \text{le ratio de financement structurel} = \frac{\text{capitaux permanents}}{\text{actif immobilisé}}$$

Ce ratio traduit la solidité financière de l'entreprise. Il constitue une autre manière d'exprimer le fonds déroulement. Si le ratio est supérieur à 1, le fonds de roulement est positif.

$$\bullet \text{le ratio de financement propre} = \frac{\text{capitaux propres}}{\text{actif permanents}}$$

Ce ratio mesure la part de financement propre de l'entreprise dans ses ressources permanentes.

$$\bullet \text{Le ratio d'autonomie financière} = \frac{\text{dettes à long et moyen termes}}{\text{capitaux propres}}$$

35. www.mataf.net consulter le 19/05/2016.

36. Sheriaruvugiro 2010 "la structure financière et la rentabilité" Mémoire de master université libre des pays des grands lacs.

37. Cours de M.Missoum ; "l'analyse financière" ; polycopié, Université de l'UMBB 2014/1015 : P.26, 27.

Ce ratio traduit la capacité d'endettement de l'entreprise. S'il est supérieur à 1, cela signifie que les bailleurs de fonds externes (banques) participent davantage au financement de l'entreprise que les actionnaires.

Les analystes estiment quelles dettes financières devraient être au minimum inférieures à 30% des capitaux propres.

En deçà de cette limite, on considère qu'une entreprise est trop prudente dans sa gestion et qu'elle laisse passer des opportunités.

Il est préférable que ces dettes soient plus élevées, mais qu'elles ne dépassent pas la moitié des capitaux propres (50%).

Les sociétés de production industrielle nécessitent plus d'investissements et ont, de ce fait, généralement davantage recours à l'endettement.

Au-delà de 66%, les analystes considèrent que l'endettement est beaucoup trop risqué. Ce ratio doit être inférieur à 1, sinon l'entreprise a peu ou pas de capacité d'endettement à terme. Elle devra soit augmenter ses capitaux propres, soit se contenter de financements à court terme moins sécurisants.

$$\bullet \text{Le ratio de solvabilité} = \frac{\text{capitaux propres}}{\text{endettement total}}$$

Il intéresse beaucoup les banquiers et doit être apprécié sur plusieurs exercices pour constater l'amélioration ou la dégradation de la solvabilité d'une entreprise.

Toutefois l'interprétation de ce ratio peut conduire à faire des contresens (mélange de dettes à très long terme et de dettes à très court terme).

$$\bullet \text{Le ratio de qualité des actifs} = \frac{\text{amortissements cumulés}}{\text{immobilisations brutes}}$$

Il traduit le degré de vieillissement de l'appareil productif.

Si l'amortissement est linéaire, plus ce ratio approche de 1, plus cela signifie que les équipements sont vieillissants.

Ce ratio doit être utilisé prudemment ; il convient de prendre les valeurs des immobilisations amortissables et conforter les résultats par un diagnostic technique.

– Pour l'Etat, dans la mesure où l'impôt est fonction du bénéficiaire et ce dernier à son tour est tributaire de la bonne santé de l'entreprise.

b. Les déterminants de structure financière

Dans cette partie on cite les différents déterminants de la structure financière que nous comptons joindre à notre étude. Pour chaque déterminant, nous dresserons donc un bref descriptif en essayant de faire le lien avec les théories de la structure financière.

●L'âge(AGE)

"Est une variable quantitative, elle correspond à l'intervalle de temps situé entre l'année d'observation et la date de création de l'entreprise. Il est exprimé en nombres d'années d'existence de l'entreprise."³⁸ La relation entre l'âge et la structure financière est quelque peu ambiguë.

- D'après la théorie du financement hiérarchique et en supposant que la capacité d'autofinancement de l'entreprise est une fonction croissante de son âge, les entreprises plus âgées ont plus recourt à l'autofinancement qu'à l'endettement(relation négative).
- Par contre la théorie du compromis³⁹ et la théorie de l'agence supposent une relation positive entre l'âge de l'entreprise et le taux d'endettement, autrement dit les entreprises plus âgées auraient une meilleure réputation fruit de leur performance et disposeraient donc d'un meilleur capital. Par conséquent elles seraient gérées par des dirigeants expérimentée, ce qui pourrait conduire à la réduction des coûts d'agence entre elles et les banques notamment par le biais d'un signal positif sur la bonne qualité de leurs investissements potentiels.⁴⁰

●La taille (TAIL) :

"Elle est approximée par le nombre d'employés engagés à temps plein par l'entreprise. C'est une variable quantitative représentant l'effectif total du personnel employé au sein de l'entreprise"⁴¹.

38. D.Eddy BALEMBA Kanyurhi, D.Albert MALAIKA LUKUITSHI "les déterminants de la structure financière des PME Bukavu". www.academia.edu consulter le 06/06/2016.

39. La théorie du compromis procède de la révision du théorème de Modigliani et Miller (1958) au regard de la fiscalité et des coûts de faillite, puis de l'inclusion de nouvelles hypothèses - coûts d'agence et valeur du signal - qui viennent enrichir la procédure d'optimisation (l'atteinte d'un ratio cible) et conduisent à dépasser le cadre statique de l'équilibre pour l'inscrire dans une perspective dynamique.

40. Géraldine Miniaou **op.cit**, p10.

41. D.Eddy BALEMBA Kanyurhi, D.Albert MALAIKA LUKUITSHI **op.cit**.

Selon les théories de la structure financière citée ci-dessous la relation entre la taille et l'endettement est positif :

- D'après la théorie du compromis statique, les entreprises de plus grandes devraient être capables de détenir plus de dettes puisqu'elles détiennent un meilleur accès au marché du crédit.
- Selon la théorie de l'agence les grandes entreprises auraient un actionnariat plus dilué⁴² ce qui implique une difficulté de contrôle par les dirigeants, cela pousseraient à la hausse des ratios d'endettement afin de protégé leur investissements personnel au sein de l'entreprise⁴³.

•**La rentabilité (rentabilité économique(ROIC)) :**

"C'est une variable quantitative ; elle est mesurée par le rapport entre le résultat d'exploitation (excédent brut d'exploitation) et le capital engagé. La rentabilité de l'entreprise exprime, en effet, la capacité de celle-ci à dégager des fonds internes"⁴⁴.

- La théorie du financement hiérarchique énonce qu'à cause de l'asymétrie d'informationnels entreprises préfèrent l'autofinancement plutôt que la dette. Comme les entreprises les plus profitables sont les plus disposées à générer le plus de fonds internes, le levier financier devrait diminuer avec la rentabilité (relation négative).
- Alors que la théorie du compromis statique prévoit que les entreprises les plus profitables utiliseront plus de dette (relation positive).
- Notons que la théorie de l'agence suggère aussi une relation positive entre niveau d'endettement et rentabilité de l'entreprise puisque la présence importante d'excédents de trésorerie pousse les actionnaires à vouloir contracter d'avantage de dette pour son rôle disciplinant et ainsi réduire les couts d'agence des fonds propres.⁴⁵

•**Les perspectives de croissances :**

"C'est une variable qualitative, elle est approximée à partir du taux moyen d'évolution du chiffre d'affaire de l'entreprise"⁴⁶.

42. Le terme de dilution a deux acceptions bien distinctes. On parle tout d'abord de dilution lorsqu'une modification de la structure financière de l'entreprise (recours à l'endettement, réduction de capital...) ou qu'une opération de fusion ou d'acquisition provoque une baisse du bénéfice par action. www.lesechos.com consulté le 10/06/2016.

43. Géraldine Miniaou **op.cit**, p10.

44. D.Eddy BALEMBA Kanyurhi, D.Albert MALAIKA LUKUITSHI **op.cit**. p11

45. Géraldine Miniaou **op.cit**. P11

46. D.Eddy BALEMBA Kanyurhi, D.Albert MALAIKA LUKUITSHI **op.cit**. p11

Plusieurs théories prédisent des relations inverses entre perspectives de croissance et niveau d'endettement.

- Selon la théorie de l'agence quand une entreprise est dans une phase de croissance et que ses opportunités d'investissement sont abondantes, ses flux de trésorerie libres sont faibles et le problème d'agence entre dirigeants et actionnaires se voit réduit. La dette pourrait alors mener à des problèmes de sous-investissement(Stulz, 1990) ce qui pousse les firmes à réduire le niveau d'endettement(relation négative).
- La théorie du financement hiérarchique, elle, propose une relation positive entre perspectives de croissance et endettement puisque les entreprises ayant de fortes opportunités d'investissement se financeront en premier lieu par la dette afin de minimiser l'asymétrie d'information existant entre dirigeants et investisseurs⁴⁷.

●Le caractère tangible des actifs

"C'est une variable quantitative. Elle est mesurée par la proportion des biens immobiliers présents dans le total des actifs des entreprises."⁴⁸

Le caractère tangible des actifs joue le rôle des collatéraux qui seront disponibles afin de garantir la dette. Les théories de l'agence, du compromis statique et du financement hiérarchique sont alors toutes trois en accord sur la relation positive entre l'endettement et le caractère tangible des actifs de l'entreprise.

- Selon la théorie de l'Agence, une entreprise qui aura une plus grande proportion d'actifs tangibles aura une meilleure capacité à émettre de la dette sécurisée et les coûts d'agence de la dette seront plus faibles.
- Selon la théorie du compromis statique, les entreprises utilisant des actifs tangibles comme collatéraux apportent une certaine sécurité aux créanciers en cas de détresse financière et auront alors la capacité d'emprunter plus.
- Enfin, la théorie du financement hiérarchique suggère que le caractère tangible des actifs réduit l'asymétrie d'information et poussent les entreprises à utiliser davantage de dette⁴⁹.

47. Géraldine Miniaouv op.cit. P11.

48. D.Eddy BALEMBA Kanyurhi, D.Albert MALAIKA LUKUITSHI **op.cit.** p11

49. **Ibid.**

•La liquidité

"La liquidité d'une entreprise peut se définir par sa proportion de cash et autre actifs liquides qui peuvent servir de sources de financement interne. Ainsi, selon la théorie du Pecking Order, une entreprise disposant d'un ratio de liquidité général élevé aura moins tendance à s'endetter puisqu'elle préférera dans un premier temps s'autofinancer (Myers et Majluf, 1984)". Nous nous attendons alors à une relation négative entre niveau d'endettement et liquidité de l'entreprise⁵⁰.

•L'impact des taxes

On utilise le taux effectif d'imposition, afin de mesurer l'impact des taxes sur la structure financière.

- Selon la théorie du compromis(1963) un taux d'imposition élevé entraînerait des avantages de la dette plus importants car L'impôt est calculé sur le bénéfice après paiement des intérêts d'emprunts. Le recours à l'endettement réduit donc le montant de l'impôt, Il y a donc une incitation pour les entreprises à s'endetter (relation positive).
- Tandis que la théorie du financement hiérarchique, les entreprises à un taux d'imposition élevé définirait une entreprise plus profitable donc elles préfèrent l'autofinancement à la dette(relation négative).⁵¹

c.L'optimalité de la structure financière :

Plusieurs études sur la structure financière des entreprises ont été faites par Modigliani et Miller(1958), qui considèrent que la structure n'a pas d'impact sur la valeur de l'entreprise, cette neutralité a été fortement critiquée par les traditionalistes qui soutiennent la thèse de l'existence d'une structure financière optimale c'est-à-dire que la valeur d'une entreprise dépend de sa structure financière. Pour maximiser la valeur d'une entreprise, il faudra minimiser le coût moyen des ressources investies⁵².

Il n'existe de structure optimale que si le financement des entreprises est intégralement assuré par la source la moins coûteuse. Le niveau d'endettement judicieusement choisi qui

50. **Ibid.**

51. **Ibid.**

52. Sheriaruvugiro, op.cit., p10.

permet d'obtenir le plus faible coût moyen du capital, est le seul déterminant de la valeur de l'entreprise⁵³.

La théorie de Modigliani et Miller repose sur le fait que la valeur d'une entreprise est fondamentalement liée à sa capacité bénéficiaire et donc la structure financière n'a aucune incidence sur la valeur de l'entreprise. Dans un marché parfait Modigliani et Miller ont montré la non-pertinence de la structure financière :

- La structure financière choisie par l'entreprise ne peut pas modifier sa valeur. Peu importe la façon dont cette structure est partagée entre la dette, les capitaux propres et autres titres de créances, la valeur du placement se maintient.

la valeur d'un actif est conservée intact indépendamment de la façon dont on subdivise cet actif que ça soit entre actif immobilisé ou circulant la somme reste la même. C'est le côté gauche du bilan, les actifs réels⁵⁴ qui déterminent la valeur d'une entreprise et non les proportions des titres d'emprunts et de capitaux qu'elle a émis, une fois la valeur totale est déterminée, les actionnaires n'ont pas à se soucier de la façon dont la découpe a été faite.

L'approche de Modigliani et Miller(1958) qui traite la structure financière ne permet pas de bien saisir et expliquer le comportement des entreprises au niveau du choix du financement tel qu'il est observé réellement, ni de comprendre et d'appréhender les nouveaux modes de financement de plus en plus complexes qui ne cessent de se développer et qui peuvent répondre à de nouvelles préoccupations des entreprises. Une autre analyse effectuée par Modigliani et Miller inclut la présence de l'impôt sur les résultats et nous permet de déduire que :

L'endettement peut augmenter la valeur d'une entreprise et diminuer le coût de ses ressources à travers la fiscalité. La dette est privilégiée par le fisc autrement⁵⁵.

53. Ibid.

54. Les actifs réels sont des ressources économiques qui génèrent directement de la consommation.

55. Sheriaruvugiro **op.cit.** P10

Chapitre 2

LES PRINCIPALES THÉORIES SUR LA POLITIQUE FINANCIÈRE

L'objectif de ce chapitre est de montrer certaines évolutions des approches théoriques, puis de mettre en relief des apports actuels de la théorie financière sur le plan académique.

2.1 Evolutions majeurs dans l'analyse théorique de la (politique) stratégie

L'objectif de cette section est de décrire les principales évolutions du raisonnement financier pour modifier les perspectives et la complication croissante de la théorie.

Pour cela nous devons nous référer à la théorie financière de Charreaux (encyclopédie de gestion economica 1989). Qui mis en évidence la structuration de la pensée financière en matière de finance d'entreprise.

2.1.1 La finance académique avant 1958

Dans son célèbre manuel "Financial management and Policy" J. Van Home distinguait les principales étapes de l'évolution de la finance, ce qui fait d'elle une discipline académique aux Etats Unis et en France.

Il explique que la finance est une discipline séparée de l'économie, son contenu recouvrait les instruments, les institutions et les procédures utilisés sur les marchés financiers (G. Charreaux, 2006).

Vers 1920 l'attention se porte sur la description des méthodes de financement externe dans la gestion financière de l'entreprise.

Financement externe= (capitaux empruntés : emprunt et crédit-bail ¹)

Le financement externe peut être :

- Financement direct(marché financier) : actions et obligations.
- Financement indirect(établissement de crédit) court, moyen et long terme.
 - Sans création monétaire.
 - Avec création monétaire.

Actions : financement sur fonds propres

Le financement indirect + les obligations : financement par endettement.

En troisième étape la finance se focalise sur la préservation de liquidité, les décisions de faillite et de redressement. La principale préoccupation concernait la protection du prêteur et la réglementation financière.

Entre les années 1940 et 1950 consacrent une approche traditionnelle centrée sur le point de vue des partenaires externes, prêteur ou investisseur, et principalement descriptive. (G. Charreaux, 2006).

1. Crédit bail : Opération financière assimilable à une location. Une entreprise décide de louer un bien à une société de crédit-bail. Cette société a acheté ce bien dans le but unique de la louer à l'entreprise qui en a besoin. Après la période de location, l'entreprise aura le choix entre :

- acheter le bien pour un prix déterminé à l'avance
- rendre le bien
- continuer à le louer pour une somme
- modique.

Les préoccupations des financiers d'entreprise incluent la décision d'investissement, la création des modèles d'évaluation² et l'apparition de la relation entre la gestion financière et l'analyse des titres, ce qui a été séparé auparavant.

On conclut que la finance comme discipline académique est caractérisée par une absence quasi-totale de préoccupation explicative.³

Les notions du coût du capital et de structure de financement optimale remontent aux années cinquante. Par contre dans les années soixante-dix les manuels français ignoraient presque totalement les développements de la finance académique (G. Charreaux, 2006).

2.1.2 Première révolution dans la pensée financière : L'approche de Modigliani et Miller (1958)

En 1958 Modigliani et Miller ont publié un article⁴ sur la théorie de l'investissement, leurs objectifs se résumaient sur les points suivants⁵ :

- Construire une théorie d'influence de la structure de financement sur la valeur de la firme en situation d'incertitude ;
- Montrer comment cette théorie peut résoudre la question du coût du capital et développer la théorie d'investissement.

Tout se repose sur l'arbitrage qui assure l'équilibre du marché financier et la liaison effectuée entre la finance de l'entreprise et le fonctionnement du marché financier.

Le souci qui s'impose pour ses deux auteurs est d'obtenir une théorie explicative.

Ce qui est sûr c'est que cette théorie a mené à une définition opérationnelle du coût du capital et des décisions d'investissement rationnelle à l'intérieure de l'entreprise (G. Charreaux, 2006). Une autre problématique porte sur la politique de dividendes.

2. Notamment le célèbre modèle de Gordon et Shapiro, "Capital Equipment Analysis : the Required Rate of Profit", *Management Science*, octobre 1956. Voir également, Gordon, "Dividends, Earnings and Stock Prices", *Review of Economics and Statistics*, vol. 41, mai 1959.

3. Gérard Charreaux. (2006) ; *Théorie financière et stratégie financière* ; *Revue française de gestion* ; vol 1, no 160, pp. 109-137.

4. Modigliani et Miller, "The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment", *American Economic Review*, juin 1958.

5. Gérard Charreaux. (2006), *op.cit.*, p109

D'après Modigliani et Miller(1958) toutes les formes de financements sont équivalentes en présence des marchés parfaits. Ainsi la valeur de la firme dépend seulement des flux de trésorerie qu'elle génère. Et donc la distribution de ses flux en dette et capitaux propres n'est pas importante Ce qui mène à constater que la structure du capital est ainsi sans importance. C'est ce qu'ils ont appelé "thèse de neutralité".⁶

Cette approche a été longtemps critiquée sous prétexte qu'on ne peut l'appliquer.

Pour cela Modigliani et Miller(1963) ont reconnu que la valeur de la firme endettée est toujours supérieure à celle de la firme non endettée.

Les recherches de Modigliani et Miller ont inspiré plusieurs scientifiques, qu'ils ont levé chaque hypothèse de cette approche pour mieux expliquer la structure financière de l'état.⁷

●Séparabilité des décisions d'investissement et de financement

D'après Modigliani et Miller l'acceptation de l'investissement ne dépend pas de la façon dont l'investissement est financé, cette dernière simplifie la prise de décision financière tout en permettant la décentralisation. Ces recherches concernent l'existence ou non d'une structure financière optimale lorsqu'on introduit des imperfections comme la fiscalité ou les coûts de faillite.

Certains modèles⁸ de la fiscalité remettent en cause la séparabilité des décisions d'investissement et de financement.

Quelque soit le résultat obtenu sur l'existence ou non d'une structure de financement optimale, la démarche reste un arrangement entre le coût et les gains respectifs des financements que ce soit par fonds propres ou par dette financière : c'est une optimisation statique.

La séparabilité des décisions d'investissement et de financement existe dans quelques cas particuliers ; ce n'est donc pas une règle mais une exception :

6. BERKAL Safia ; Université Mouloud Mammeri de TIZI-OUZOU faculté des sciences commerciales, économiques et de gestion Département des sciences économiques ; en vue de l'obtention du diplôme de magister en science économiques ; Les relations Banques/entreprise publiques : portées et limites (cas de la banque national d'Algérie et l'entreprise Leader Meuble Taboukert) ; P : 31. Téléchargé sur www.ummt.o.dz le 05/06/2016.

7. *Ibid.*, p31.

8. Notamment, De Angelo et Masulis, "Optimal Capital Structure Under Corporate and Personal Taxation", Journal of Financial Economics, mars 1980.

Vérifiable seulement dans le cas de séparabilité au sens strict (une source de financement unique ou absence d'impôt sur les bénéfices.), l'absence d'impact du financement (autofinancement, fonds propres, dettes financières) sur la valeur du projet d'investissement ou sur la valeur de l'entreprise peut être étendu au cas où les dirigeants de l'entreprise ont une structure financière -cible (cas de séparabilité au sens large).⁹

En règle générale le processus de décision d'investissement est structuré en quatre étapes : perception, formulation, évaluation et choix.¹⁰

La décision de financement concerne surtout la gestion de la structure financière, ce qui mène le responsable de l'entreprise à trouver la formule adéquate qui fera gagner l'entreprise et toutes ses parties prenantes. Trois cas peuvent se présenter :¹¹

- Le choix entre les capitaux apportés par les actionnaires et ceux apportés par les créanciers ;
- Réinvestir le surplus ou le distribuer ;
- Le choix de financement interne (autofinancement) ou financement externe.

D'où les décisions d'investissement et de financement ne peuvent être séparées dans la réalité. En effet, on ne décidera d'un investissement qu'en fonction de la possibilité de le financer et en fonction du coût eu égard à la rentabilité attendue.¹²

2.1.3 La théorie de Sharpe et Lintner au milieu des années 1960

Elle consiste en l'évaluation du prix du risque et sa prise en compte dans le choix des investissements. Cette dernière allait être apportée par la construction du MEDAF due à Sharpe et Lintner ; ce modèle bien connu permet d'évaluer le montant des primes de risque requises en tenant compte uniquement du risque systématique (ou non diversifiable)¹³. Pour cela il fallait, tout d'abord considérer l'entreprise comme un portefeuille d'actifs. Ensuite confirmer l'évaluation de la rentabilité requise des investissements qui doit se faire

9. Jean-François Gueugnon (Janvier 2009), Cours de Politique Financière de l'entreprise, UNIVERSITE PARIS X OUEST - U.F.R. SEGMI.

10. BERKAL Safia ; *op.cit.*, p 26.

11. *Ibid.*, p 26.

12. Conso. P. gestion financière de l'entreprise, édition DUNOD 1987 ; P45.

13. On trouvera une excellente synthèse de l'application du MEDAF à la finance d'entreprise dans Rubinstein, "A Mean-Variance Synthesis of Corporate Financial Policy", Journal of Finance, vol. 28, 1973.

en fonction des normes du marché financier. C'est L'apport de Sharpe et Lintner pour la finance d'entreprise.

2.1.4 Le caractère optionnel des investissements et des financements(La théorie de Black et Scholes)

La théorie des options appliquée à la structure financière permet de mieux comprendre l'impact sur la situation financière des créanciers et des actionnaires de certaines décisions de l'entreprise (distribution de dividendes, investissements risqués, autofinancement etc.). Elle trouve sa source dans l'asymétrie existant entre actionnaire et créancier (risque de perdre l'investissement mais taux de rentabilité plafonné) qui fait penser aux options. Elle constitue un prisme intéressant pour analyser la relation créanciers-actionnaires¹⁴.

Autrement dit, elle s'applique sur la structure financière afin de mieux comprendre l'impact financier des créanciers concernant certaine décisions de l'entreprise.

Black et Scholes(1973) se basent sur le caractère optionnel des investissements et des financements et considèrent les titres de l'entreprise des options. La contribution de ces deux auteurs est célèbre dans le modèle d'évaluation des options sur action des marchés financiers. Elle comporte l'application des options à la finance de la firme.

Black et Scholes constituent les actions comme étant des options d'achat sur les actifs de la firme, les propriétaires initiaux sont les créanciers, par contre les actionnaires ne deviennent propriétaires que lorsque leurs options d'achat s'élèvent, c.-à-d. remboursement des créanciers. Donc remboursement des dettes. En cas de non remboursement des dettes, les créanciers restent des propriétaires d'actif.

La théorie des options à pour but de renouveler l'analyse d'autre aspects de la stratégie financière, plus précisément les effets de fusions, des acquisitions et les critères de choix des investissements.

On constate l'incidence de la politique financière et de la politique de dividendes sur les conflits portant sur la répartition de la valeur de la firme entre actionnaires et dirigeants. Ce qui montre comment les divergences d'intérêt entre actionnaires et créanciers peuvent influencer sur la politique financière.

14. www.lesechos.fr/finance-marches/Vernimmen/definition_theorie-des-options consulté le 28/04/2016.

Les critères de choix des investissements ou d'évaluation d'entreprise ont été révisés, dans le but d'intégrer le caractère optionnel de certains investissements ; c'est la distinction : capitaux propres et dettes.(G. Charreaux, 2006).

Le gestionnaire financier doit savoir comment évaluer les options. Les experts financiers connaissent les facteurs explicatif tels que : le prix et la date d'exercice de l'option, le risque de l'actif sous jacent et le taux d'intérêt.

Il convient de situer l'apport de la théorie des options sur le même plan que celle de Modigliani et Miller qui voulaient appréhender la stratégie financière d'une nouvelle façon, donc La théorie des options peut être considérée comme une extension de l'approche de Modigliani et Miller, les approches habituelles de la structure du financement et du coût du capital restent valides.

2.2 La prise en compte des conflits entre agents et la résolution de ces conflits par la politique financière

2.2.1 La théorie positive de l'agence

Jensen et Meckling en 1976 définissent ce qu'ils appellent une relation d'agence (la théorie de l'agence tire son nom de la relation d'agence) à travers leur célèbre article "Theory of the firm : Managerial Behavior, Agency Costs, and Ownership Structure" paru dans *Journal of Financial Economics*, : " Nous définissons une relation d'agence comme un contrat par lequel une ou plusieurs personnes (le principal) engage une autre personne (L'agent) pour exécuter en son nom une tâche quelconque qui implique une délégation d'un certain pouvoir de décision à l'agent"¹⁵

D'après cette définition on comprend que tout contrat cache en lui une relation d'agence dès le transfert de la prise de décision d'un agent à un autre.

Par définition, L'agent(le tiers mandataire) est capable de gérer le bien qui fait l'objet du contrat mieux que ne le fasse le principal (le propriétaire).¹⁶

15. Badreddine Chabbou ; Université Laval Faculté des Sciences d'administration Département Finance et Assurance ; Essai de maîtrise (MBA-Finance) ; Distributions et coûts d'agence : Le cas des sociétés d'assurance de personnes à capital-actions opérant au Canada, p 10..

16. BERKAL Safia ; op.cit. p38.

J.S.Coleman (1990) la définit comme étant : "une relation d'autorité, d'un acteur sur un autre, qui existe si le premier dispose de droits de contrôle sur certaines actions du second"¹⁷.

L'article de Jensen et Meckling (1976), est le premier article important remettant en cause le référentiel établi par Modigliani et Miller pour l'analyse de la politique financière. Selon ces deux auteurs, ce qui est important ce n'est pas la relation d'agence en elle-même, mais ce sont les coûts d'agence. Ainsi, ils écrivent : "Remarquons également que les coûts d'agence apparaissent dans toutes les circonstances qui impliquent un effort de coopération par deux ou davantage de personnes même s'il n'y a pas de relation principal-agent clairement définie".¹⁸

Les coûts d'agence sont des coûts de gestion d'intérêts entre les acteurs de l'entreprise. Jensen, Meckling et Myers (1976-1977) ont montré que la minimisation des coûts d'agence entre actionnaires et débiteurs permettait d'approcher un partage dettes-capitaux propres optimal. La théorie des coûts d'agence a fait l'objet de nombreux développements et de nombreuses modélisations à la fin des années 1980 et au début des années 1990, dont les principaux enseignements sont résumés ci-après.¹⁹

La relation d'agence est utile dans l'étude des relations entre les actionnaires et le dirigeant, ou bien la relation entre les actionnaires et les créanciers de la firme.

Les actionnaires cherchent à réduire au maximum la tentation des dirigeants salariés à bénéficier d'avantage en nature, pour préserver les résultats et maximiser leur bénéfice.

Ces avantages (voitures de fonction, jets, sièges sociaux luxueux) sont des arguments utilisés lors des attaques pour le contrôle de l'entreprise (Raiders²⁰)²¹.

Le choix des investissements ainsi que la fixation d'un niveau d'endettement pour l'entreprise se présente sous forme d'un processus impliquant les parties suivantes :

Les actionnaires : cherchent la rentabilité maximale de leur placement

17. Badreddine Chabbou, op.cit, p11.

18. Ibid., p 14.

19. Hervé Hutin ; op.cit., P 357.

20. Raiders : un investisseur de l'entreprise qui a l'intention de reprendre une entreprise par l'achat d'une participation majoritaire dans ses actions et l'installation de la nouvelle direction. <http://wordnetweb.princeton.edu/> consulté le 08/06/2016.

21. Hervé Hutin ; op.cit., p 358.

Les créanciers : leur objectif est la récupération des fonds prêtés à l'entreprise

Les dirigeants : recherchent les investissements les plus sûrs possibles et où leur comportement ne pourra être mis en cause.

Les actionnaires sont donc considérés comme des détenteurs d'option d'achat puisque leur risque est limité à leur mise, alors que leur profit est en théorie illimité.

Tout se base sur l'évaluation du risque ; les dirigeants gèrent conformément aux intérêts des actionnaires pour rechercher le maximum de leur richesse.

Jensen et Meckling fondent leur approche de la finance sur la vision originale de l'entreprise, en prenant comme exemple, deux individus aux objectifs divergents et conflictuels et dont le niveau d'information diffère (G. Charreaux, 2006).

Dans une situation d'asymétrie d'information, des conflits d'agence peuvent être entre :

- Dirigeant et actionnaires, les actionnaires cherchent à maximiser leurs profits tandis que les dirigeants tentent de maximiser leur propre utilité ;
- Créanciers et actionnaires, les premiers souhaitent le remboursement du capital emprunté et les seconds veulent maximiser la rentabilité de celui-ci²².

Les composantes de la politique financière sont des moyens de résoudre les conflits entre dirigeants, actionnaires et créanciers.

Cette théorie justifie l'existence d'interaction entre politique d'investissement et de financement. Elle soulève le problème du choix des objectifs entre dirigeants, actionnaires et créanciers. D'autre part, elle incite les financiers à intégrer la finance avec la théorie de l'organisation.

La démarche entreprise par Jensen et Meckling a pour objectif d'expliquer les phénomènes financiers observés :

Les variables privilégiées dans cette démarche sont :

- les coûts d'information ;
- la structure de l'environnement ;
- les techniques contractuelles ;
- les systèmes de contrôle.

Ce qui a amélioré la compréhension de la politique financière.

22. BERKAL Safia ; op.cit. p41-42.

2.2.2 La théorie des coûts de transaction et sa similitude avec la théorie de l'agence

"La théorie des coûts de transaction (TCT), d'Oliver Williamson (1975) indique que les caractéristiques des transactions (leur incertitude, leur fréquence, le degré d'actifs ou d'investissements spécifiques qui leur sont nécessaires) ainsi que le contexte dans lequel celles-ci se déroulent (le nombre d'acteurs, leur opportunisme ou leur degré de rationalité) entraînent des coûts de transaction qui diminuent la performance de la firme. Pour limiter ces coûts, il convient de choisir les formes d'organisations et de contrats les mieux adaptées : le marché (contrat classique), la forme hybride (contrat néo-classique) ou la hiérarchie (intégration). Au sein de l'approche transactionnelle, la théorie de l'agence et la théorie des contrats offrent deux cadres conceptuels complémentaires à la TCT. Les théoriciens de l'agence s'interrogent sur les mécanismes d'incitation, de surveillance et de sanction des partenaires dans des contextes de divergence d'intérêts et d'asymétrie d'information."²³

C'est ce qu'on appelle les prolongements de la théorie de l'agence ; les recherches se limitaient à l'analyse des conflits entre trois catégories d'agents : les dirigeants, les actionnaires et les créanciers.

Dans le premier cas l'approfondissement consiste à mieux examiner l'articulation des différentes modalités de contrôle des dirigeants surtout les relations entre la politique financière et les modes de rémunération et de protection des dirigeants.

Ensuite on essaye d'intégrer dans l'analyse d'autres partenaires comme les ouvriers, les fournisseurs, les clients, etc.

Les coûts d'agence comprennent aussi les coûts nés des conflits entre ces agences et l'entreprise.

Prenons comme exemple un trop fort endettement qui mène au risque de faillite ce qui touche les intérêts des clients qui ont achetés des biens durables et qui sont liés à un contrat de garantie avec l'entreprise.

La démarche de Cornell et Shapiro accorde un rôle déterminant à la mise en relation de la politique financière et du risque de faillite (G. Charreaux, 2006). Le tableau suivant illustre ces éléments.

23. www.e-marketing.fr consulté le 08/06/2016.

TABLE 2.1: Le bilan élargi de Cornell et Shapiro²⁴

Actifs	Dettes et capitaux propres
Actifs circulants	Dettes à court terme
Actifs fixes	Dettes à long terme
Capital organisationnel	Créances organisationnelles :
	1.nées des transactions passées
	2.attendus des transactions futures
Actifs totaux	Capitaux propres
	Différence entre valeur de marché et valeur comptable des capitaux propres.
	Total des dettes et des capitaux propres

Donc la théorie de l'agence entraîne un rapprochement entre la théorie financière et la théorie des organisations²⁵ l'économie industrielle et la stratégie (G. Charreaux, 2006).

L'analyse de la politique de financement proposée par Williamson conduit à une conception très différente de la décision de financement. Elle s'appuie sur la théorie des coûts de transaction.

D'après Williamson, la dette ou les fonds propres ne sont plus considérés comme des instruments financiers, ils sont analysés en fonction de leurs coûts d'agence respectifs, mais comme des structures de gestion de la transaction particulière qui constitue le financement de l'investissement. (G. Charreaux, 2006).

Le financement par les capitaux propres présente les propriétés suivantes :

- Il procure un statut de créancier résiduel tant sur les résultats que sur la liquidation des actifs ;
- La durée du contrat correspond à la durée de vie de l'entreprise.

Ces éléments expliquent, notamment, que le conseil d'administration représentant les intérêts des actionnaires a pour mission de gérer la transaction en contrôlant les dirigeants,

25. La théorie des organisations a pour but de rassembler les connaissances acquises sur le fonctionnement des organisations, sur la manière dont il convient de les diriger, sur le comportement et sur les motivations des différents membres qui les composent. La théorie des organisations s'est développée tout particulièrement dans les années trente regroupant des chercheurs des diverses branches des sciences humaines (psychologues, sociologues, économistes, etc.). www.mataf.net

aboutissant à des modalités de financement de l'entreprise qui dépendent de la nature des actifs.

Ce qui implique la non-séparabilité des décisions d'investissement et de financement dans la politique financière. Les modes de financement sont choisis en fonction de leur capacité à minimiser les coûts de transaction au lieu de l'être en fonction du critère d'asymétrie d'information.

2.2.3 La politique financière comme mode de signalisation (Myers et Majluf)

La théorie du signal affirme la non neutralité entre la dette et le capital propre car les différents acteurs ayant des relations avec l'entreprise ne disposent pas de la même information, quelque soit le choix de moyen de financement il peut être utilisé comme "mécanisme de signalisation" de la qualité de l'entreprise. C'est pourquoi la participation des dirigeants dans le capital de l'entreprise constitue un "super signal" pour les investisseurs et les créanciers. Nous constatons, que tout changement dans la politique financière de l'entreprise induit automatiquement des modifications dans la perception de la firme par le marché et les créanciers. D'où le lancement d'un nouvel emprunt exige de l'entreprise de signaler au marché ses véritables perspectives : générer le cash flow pour faire face à ces charges d'intérêts ainsi que ses engagements. C'est le risque de perdre le soutien de ses créanciers et de ses actionnaires même si le projet est bénéfique²⁶.

Le point le plus important se situe dans la relation d'agence et dans les conflits d'intérêts qui lui sont liés. Les niveaux d'endettement ou de dividendes versés restent des signaux qui permettent d'informer les investisseurs. Le niveau d'endettement peut être utilisé pour résoudre le problème de l'asymétrie d'information²⁷ entre les dirigeants supposés mieux

26. BERKAL Safia, op.cit, p 32.

27. Une asymétrie d'information, dans le milieu de la finance et de la bourse, en économie et théorie des contrats, porte sur l'étude des décisions dans les transactions lorsqu'une partie est mieux informée, possède une meilleure information que l'autre partie. Contrairement à l'économie néo-classique qui suppose une information parfaite, il s'agit de "ce que nous ne savons pas". Cela crée un déséquilibre de pouvoir dans les transactions, y compris lors d'une opération de rachat crédit, qui peuvent parfois conduire à des transactions qui iront "de travers", une sorte de défaillance du marché dans le pire des cas. En exemple pour illustrer ce problème : la sélection adverse, l'aléa moral et les informations de monopole. Le plus souvent, les asymétries de l'information sont étudiées dans le contexte de problèmes mandant-mandataire. Les causes de l'asymétrie d'information sont la désinformation : elle est essentielle à chaque processus de communication dans l'adver-

informés et les investisseurs. (G. Charreaux, 2006).

D'après Myers et Majluf (1984) on peut considérer les décisions financières comme un jeu entre les dirigeants qui veulent maximiser la richesse des actionnaires et les apporteurs de capitaux qui sont de nouveaux actionnaires ou créanciers. Ce qui mène à des interactions entre les décisions d'investissement et de financement. (G. Charreaux, 2006)

C'est-à-dire il est préférable de financer en priorité par autofinancement puis par dette enfin par augmentation de capital (théorie de Pecking Order). Ce qui introduit une vision dynamique de la structure de financement, ce qui semble avoir un pouvoir explicatif supérieur des pratiques des entreprises.

2.2.4 La théorie de Pecking Order

La théorie du Pecking Order a été développée par S. Myers en 1984. Elle tend à justifier la classification des modes de financement des entreprises. Les entreprises privilégient tout d'abord l'autofinancement. Si les besoins de financement des investissements dépassent le montant de l'autofinancement, les entreprises ont recours au financement externe. Dans ce cas, elles privilégient le recours au crédit bancaire puis, quand elles le peuvent, à l'émission d'obligations. Ce n'est qu'en dernière hypothèse que l'entreprise va recourir à l'augmentation de capital et au risque de dilution que cela implique pour ses actionnaires.²⁸

Selon cette théorie la priorité de financement des dirigeants est reconnue moins sensible à la présence d'asymétrie informationnel. Considérons que l'asymétrie d'information à un coût, "quelles sont les sources de financement dont le coût est le plus bas".²⁹

D'après Myers et Majluf(1984) les dirigeants de l'entreprise ne doivent pas essayer de maintenir un niveau d'endettement particulier, ils préfèrent se financer d'abord d'une manière interne (autofinancement), et si ça nécessite le financement externe il faut émettre les titres les plus sûrs. Commencant par l'endettement (la dette peu risquée qui nécessite la conviction des créanciers par une prise de garantie, puis les dettes plus risquées et les titres hybrides³⁰ tel que les obligations et les actions. Enfin passent à l'augmentation du capital

site. <http://www.aquaportail.com/definition-13213-asymetrie-dinformation.html>

28. www.mataf.net consulté 26/05/2016.

29. Pierre Vernimmen, op.cit, p 756

30. Titre hybride : Titre qui cumule à la fois une part liée aux capitaux propres et une part liée aux dettes. Ainsi une action à bon de souscription d'obligation ou une obligation à bon de souscription d'actions sont

qui engendre un signal négatif et qu'il faudra combattre en réduisant l'asymétrie, en informant et en convainquant (notes d'opération, campagnes publicitaires) ³¹

L'existence des asymétries d'information aussi bien à l'intérieur qu'à l'extérieur de l'entreprise suit une hiérarchie par la nécessité des fonds externes et non par une tentative de trouver le ratio de dette sur fonds propres optimal. Les besoins de financement ont plutôt des ratios de dette faible parce qu'elles n'ont pas besoin de fonds externe. (P. VERNIMMEN, 2016)

Dans un article de 1984, S. Myers développe la théorie mise en avant par G. Donaldson en 1961 ; Selon la théorie de Pecking Order (ou hiérarchisation) les entreprises ont la priorité dans le choix des sources de financement. ³²

Pour cela, Les objectifs de versement de dividendes se font en fonction de l'opportunité d'investissement. Comme les résultats et les opportunités étant variables, les entreprises tirent sur leurs trésoreries.

En cas de déficit, il faut faire appel à un financement externe.

Si les entreprises ne peuvent faire appel à l'endettement elles émettent des titres de dettes des moins risqués au plus risqués. En cas d'insuffisance ; des actions sont émises.

Cette théorie explique assez bien la situation des entreprises cotées très rentables et peu endettées ³³ C.-à-d avoir un bon rendement avec peu de dettes.

2.3 La théorie stratégique de la structure de financement

2.3.1 La démarche de Barton et Gordon (1987-1988)

Ils supposent que les décisions en matière de structure de financement sont fondées sur les valeurs et les objectifs des dirigeants, tout en liant les facteurs externes ou internes qui influent sur le risque ou le contrôle de l'entreprise. Ultérieurement, Barton, Hill et Sundaram (1989) tentent d'établir un lien entre l'approche stratégique et l'approche suggérée par des titres hybrides. Ce type de titres peut être intéressant à émettre pour une entreprise. Ainsi dans le cadre d'une obligation convertible en actions, la société fait le pari que le cours de l'action grimpera dans les années futures, et sa dette se transformera donc en actions.

31. ierre Vernimmen, op.cit., p 756.

32. Ibid.

33. Ibid.

Cornell et Shapiro ce qui est approximatif à la notion de capital organisationnel³⁴ et le type de stratégie suivie.

2.3.2 Les apports de la théorie financière à la stratégie financière

Dans l'évolution de la finance académique appliquée à la stratégie financière, on cherche avant tout à expliquer la stratégie financière avant de s'orienter à la production de règles/-d'outils ce qui reflète la théorie économique appliquée aux organisations.

En 1990 Myers propose une théorie organisationnelle de la structure de financement très hétérodoxe : les dirigeants maximiseraient la richesse placée sous leur contrôle, cette dernière est composée des fonds propres et du surplus organisationnel tels que les avantages en nature, un surcroît de personnel ou des salaires supérieurs aux normes du marché, ce qui ne s'identifie pas dans la plus part des modèles issus de la théorie de l'agence. (G. Charreaux, 2006)

- La valeur scientifique d'une théorie est liée à son caractère testable, hors la plus part des modèles financiers sont soit non mesurables, notamment des éléments tels que les coûts d'agence, la spécificité des actifs ou le coût de faillite. Ce problème de testabilité est également lié au caractère interactif de l'ensemble des décisions financière.

Exemple : peut-on prétendre que la structure de détention du capital est une variable explicative de la politique financière.

- La théorie financière se base sur le principe de maximisation de l'utilité et les hypothèses d'anticipations rationnelles et d'efficience des marchés. (G. Charreaux, 2006)

34. Le capital organisationnel se compose de quatre éléments :

- culture : appropriation de la vision et des valeurs clé nécessaires à l'exécution de la stratégie ;
- leadership : présence de leaders qualifiés à tous les niveaux pour mobiliser l'organisation ;
- alignement : lien entre les objectifs et récompenses individuelles et collectives et l'atteinte des objectifs stratégiques ;
- travail d'équipe : partage de la connaissance au travers de l'organisation.

2.3.3 Les apports de la théorie financière pour la décision

L'objectif principal de la recherche en gestion est d'aboutir à des résultats utilisables par les décideurs tout en présentant un bilan issu de la théorie financière de la firme, pour formuler des recommandations pour les principaux partenaires. Ces recommandations ont pour but la prise de décision financière. (G. Charreaux, 2006).

Les dirigeants confirment l'importance liée aux asymétries d'information et aux conflits d'intérêt entre les différents agents, ce qui mène ou bien à une augmentation du coût de financements ou bien au refus d'accorder des financements. En particulier le surcoût du financement des entreprises ou les difficultés rencontrées pour ce financé par fonds propres, soit liés à ces éléments. Ils doivent s'articuler autour des enseignements tirés de la recherche financière pour minorer les coûts liés à ces phénomènes.

Chapitre 3

PRÉSENTATION DE CAS

Dans le présent chapitre nous nous penchons sur une analyse descriptive du cas de l'entreprise **BIOPHARM**, qui a entamé une procédure d'entrée en à la Bourse d'Alger de 2014 à 2016. Nous tenterons de comprendre la démarche de cette entreprise à la lumière des perspectives théoriques présentées au second chapitre.

Le choix de cet exemple est motivé par son caractère actuel-la période de souscription ayant débuté en mars 2016 - ainsi que par la disponibilité de certaines informations quantitatives et qualitatives.

3.1 Introduction en bourse de **BIOPHARM**

Biopharm¹(SPA) est un groupe présent dans les différents métiers de l'industrie pharmaceutique.

Elle comprend le développement, la production, la distribution en gros, la répartition aux pharmacies. L'information médicale et les services logistiques.

1. Les informations présentées dans cette section sont tirées de : Notice d'information : offre publique de vente à prix fixe, **BIOPHARM**, PDF téléchargé sur www.biopharm.dz consulté en Mai 2016.

Cette entreprise a été créée en 1991. Elle s'est développée de façon continue dans les deux dernières décennies grâce à la qualité de son outil de production et du renforcement de son réseau de distribution et de l'optimisation de ces performances managériales.

En 2013 Biopharm s'est engagée dans un processus de diversification de son actionnariat : en premier lieu la réorganisation de ses activités et d'ouvrir son capital à des investisseurs institutionnels internationaux.

Aujourd'hui, elle poursuit son évolution en ouvrant son capital en bourse et en offrant la possibilité à l'épargne nationale algérienne (Elle ouvre son capital à l'épargne publique en offrant à la vente 20% du capital, soit 8.1 fois le résultat net de 2014.) afin de participer à la croissance du secteur pharmaceutique algérien en investissant dans une entreprise aujourd'hui bien positionnée pour poursuivre son développement de façon performante.

L'assemblée générale extraordinaire des actionnaires réunies le 28/07/2015 a pris les décisions suivantes :

- Autorisation de la cession des actions de certains actionnaires sur le marché de la bourse d'Alger ;
- Admission des titres à un prix de cession de l'action : 1225 DA (avec une valeur nominale² de 200 DA/action). Plus un multiple est bas, plus le prix de l'action n'est attractif ;
- Application de l'article 57 du règlement **COSOB** n°301 du 18 mars 2003 (règlement général du dépositaire central des titres) ;
- La société lorsque ses titres seront admis à la cote officielle de la Bourse des valeurs et pour une durée d'un an, à opérer en Bourse sur ses propres actions en vue d'en réguler le cours.

Pour cela l'assemblée générale extraordinaire donne tous pouvoirs au conseil d'administration, à *M^r*. KAMEL AMEUR secrétaire de séance ayant faculté de se substituer tout mandataire de son choix. Il a le droit de signer les actes en conséquence des résolutions qui précèdent et faire accomplir toutes formalités.

2. En économie la valeur nominale d'un bien est sa valeur en monnaie actuel sans inflation permet de comparer les salaires à travers les années mesure de la valeur à différentes époques sans tenir compte de l'inflation. En finance est la valeur qui est inscrite sur le titre, le capital figurant au bilan de la société divisé par le nombre d'actions émises par celle-ci (nombre d'actions×valeur nominal=capital social)

3.1.1 Information concernant l'opération

En application de l'article 32 du règlement 97-03 un rapport d'évaluation de la société et des titres, dont le résumé est comme suit :

- Les états financiers des exercices 2012 à 2014 certifiés par les commissaires aux comptes de la société ;
- Les états financiers prévisionnels couvrant la période 2015-2019 de la société ;
- Les informations contenues dans la présente notice d'information.

L'opération se base sur un nombre minimum de 5.104.375 actions et un nombre maximum de 5.120.375 actions ce qui représente 20% du capital.

Les actions de Biopharm SPA emportent le droit d'assister aux assemblées générales, le droit de démettre les organes d'administration et de modifier les statuts d'après les droits de vote ou en vertu de la loi.

Les actionnaires ont droit en cas de liquidation à une répartition du boni³ car Biopharm ouvre droit à la perception de dividendes.

3.1.2 L'évaluation de Biopharm

D'abord l'évaluation s'est basée sur un diagnostic de la société Biopharm, puis une analyse du marché pharmaceutique algérien et une analyse des facteurs historiques ayant son influence sur la société.

Les deux méthodes retenues pour l'évaluation :

- La méthode DCF (Discounted Cash Flows) : c'est la méthode d'actualisation des flux de trésorerie futurs sur la période projetée au coût moyen pondéré du capital.

La valeur des fonds propres s'obtient en coupant la dette financière de la valeur de l'entreprise.

- La méthode des multiples comparables : elle permet d'évaluer la valeur de marché de l'entreprise en fonction des principales références du secteur pharmaceutique.

3. Boni de liquidation est une expression par la quelle on désigne les sommes que se partagent les associés d'une société dissoute, après que les actifs aient été réalisés, que les créanciers et le personnel aient été payés et que les apports aient été repris. Le boni représente les bénéfices qui n'ont pas été distribués au cours de la vie de l'entreprise. <http://www.dictionnaire-juridique.com/> consulté 08/06/2016.

Pour cela la seule entreprise citée tenue compte du multiple sur le marché algérien **SAI-DAL SPA** ainsi que des multiples entreprises pharmaceutiques au niveau des marchés mondiaux.

Des coefficients multiplicateurs sectoriels (Chiffre d'affaires, EBITDA⁴, PER⁵, P/B) sont calculés à partir des chiffres clés qui sont extraits de cet échantillon, et qui sont ensuite appliqués à la société à valoriser.

Citons que la valorisation est calculée à partir de la moyenne arithmétique des 2 méthodes citées.

La valeur moyenne d'action est de 1638 dinars soit une valeur d'entreprise représentant un multiple de 8.74 fois l'EBITDA 2014 et une valeur des capitaux propres représentant un multiple de 10.48 fois le résultat net en 2014.

4. EBITDA : Sigle anglais pour Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation, and Amortization, l'EBITDA désigne communément les revenus d'une entreprise avant soustraction des intérêts, impôts, dotations aux amortissements et provisions sur immobilisations. Indicateur des résultats économiques d'une entreprise créé aux États-Unis, l'EBITDA est également connu en France sous le sigle BAIIA (Bénéfices Avant Intérêts, Impôts et Amortissements) et se rapproche assez sensiblement de l'excédent brut d'exploitation (EBE). Il correspond ainsi au profit généré par l'activité d'une entreprise et permet de dégager la création de richesse des entreprises, dans l'optique de pouvoir les comparer entre elles sans avoir à tenir compte des différences de traitement comptables. L'EBITDA est différent de l'EBIT.

Il existe deux méthodes de calcul de l'EBITDA :

EBITDA= Chiffre d'affaires-Achats-Charges externes-Charges de personnel

EBITDA= Résultat net + Charges d'intérêts + Charges d'impôts + Amortissements et provisions

<http://www.journaldunet.com> consulté le 20/05/2016.

5. Le PER (ou Price Earning Ratio) est un ratio boursier correspondant au rapport entre la valeur en Bourse d'une entreprise et ses profits. Il peut être calculé sur la base des données du dernier exercice d'une société, sur des données trimestrielles (PER glissant) ou encore sur des données prévisionnelles (PER projeté). Le PER est destiné à évaluer la cherté d'une action. Lorsqu'il se situe entre 10 et 17, on considère généralement que son prix est bon. En dessous de 10, il signale la sous-évaluation du titre, ou suppose de futurs déficits pour la société. Au-dessus de 17, il tend à souligner la surévaluation de l'action ou à annoncer de futurs bénéfices. Quand il est supérieur à 25, il est souvent synonyme de bulle spéculative ou de forts profits attendus. PER = cours d'une action / bénéfice net par action

ou PER = capitalisation boursière / résultat net. <http://www.journaldunet.com> consulté le 20/05/2016.

a. La méthode des cash-flows actualisés (DCF) :

Cette méthode consiste le résultat de son exploitation elle se base sur le plan d'affaires élaboré par la société, ce qui caractérise la valeur de l'entreprise obtenue par l'actualisation des cash-flows de trésorerie futurs.

Les flux de liquidité sont définis comme les flux de trésorerie disponibles après financement :

$$\text{Flux de trésorerie disponibles} = \text{Résultat avant impts} - \text{IBS} + \frac{\text{Amortissements}}{\text{provisions}} - \text{CAPEX}^6 - \Delta \text{BFR}$$

Ce qui correspond à la rémunération de l'actif économique de la société.

Le coût moyen pondéré du capital CMPC (WACC : weighted average cost of capital) prend en compte :

- La structure financière de l'entreprise,
- Le coût de marché de la dette,
- Le coût de marché des fonds propres.

$$\text{CMPC} = \frac{(V_f \times K_f) + (V_d \times K_d)}{(V_f + V_d)} \quad \text{Où} \quad V_f : \text{Valeur des fonds propres}$$

V_d : Valeur de la dette

K_f : Coût des fonds propres

K_d : Coût de la dette après impôts

Les principes suivants ont été respectés :

- Le coût du marché de la dette est le taux auquel la société pourrait refinancer ses endettements sur le marché ;
- Il a été retenu le coût effectif moyen de la dette ;
- Le coût des fonds propres est calculé sur la base du taux sans risque des Obligations Assimilables du Trésor OAT 15 ans (4,62%).

6. Les capex, capital expenditures, correspondent aux investissements de l'entreprise, il peut être calculé comme la somme de toutes les dépenses d'achats de matériel, de machines, de terrains, de brevets, de titres de participation,.... effectués au cours de l'exercice (une analyste interne au sein de la société), ou à partir des bilans de la société : investissements (l'année N) = immobilisations nettes (31/12/N) - immobilisations nettes (l'année N-1) + dotations aux amortissements (l'année N) + valeur nette comptable des immobilisations cédées en N. (un analyste qui n'a pas accès à l'information interne) www.vernimmen.net consulté le 20/05/2016.

Le Beta désendetté ("unlevered" Beta) du secteur pharmaceutique sur les marchés boursiers (0,91) a été utilisé pour estimer le Béta de BIOPHARM qui a été calculé de la manière suivante :

$$\text{Beta endetté} = \text{Beta désendetté} \times \left[(1 + (1 - \text{taux d'imposition}) \left(\frac{\text{Dette}}{\text{ratio des fonds propres}} \right)) \right]$$

Avec les paramètres suivants, le résultat de l'estimation du Beta de BIOPHARM a donné 1,36 :

- Taux d'imposition= 26% ;
- Ratio de la dette= 40% ;
- Ratio des fonds propres= 60% ;
- Beta pharma désendetté= 0,91.

Ce qui implique que la valeur de l'actif économique de Biopharm SPA est donc égale à la somme des flux de trésorerie actualisés au CMPC (13.99%) sur l'horizon d'évaluation explicite et de la valeur terminale (La valeur terminale de la firme pèse généralement pour 75% de la valeur totale).

La valeur des fonds propres s'obtient en soustrayant la valeur de la dette nette de la valeur de l'entreprise ;

$$\text{Valeur des fonds propres} = \text{la valeur de l'entreprise} - \text{la valeur de la dette nette}$$

La valorisation des actions de Biopharm selon la méthode DCF est estimée à 35.9 milliards de dinars.

Les tests de sensibilité⁷ réalisés afin d'estimer la fourchette de variation de la valeur de la firme sont basés sur : la variation du CMPC de +/-0.5% par rapport à la valeur de référence et la variation du taux de croissance g de 0.5% par rapport à l'indice de départ.

D'après les tests de sensibilité la valeur se situe dans la fourchette [30.3 ; 45] milliards de dinars, en fonction du WACC et du taux de croissance à l'infini considérés soit une valeur de l'action qui varie entre 1 185 et 1 765 dinars.

7. La valorisation est particulièrement sensible aux paramètres g et WACC. Il convient généralement de faire une matrice de sensibilité avec ces deux facteurs pour étudier l'impact d'une faible variation de ces paramètres.

b. La méthode des multiples comparables :

Cette méthode consiste à appliquer des multiples de valorisation constatés sur un échantillon d'entreprise du secteur pharmaceutique dans le but de déterminer la valeur de marché du groupe **Biopharm SPA**.

Tenu compte aussi la valorisation de la société algérienne **SAIDAL SPA** qui est cotée à la bourse d'Alger ainsi que des sociétés du secteur pharmaceutique cotées sur les marchés mondiaux.

Une régression linéaire du à deux variables chiffre d'affaires et EBITDA.

La valeur des fonds propres de la société **Biopharm SPA** est de 47.7 milliards de dinars ce qui a mené à l'obtention d'une action valorisée à 1868 DA.

c. Synthèse et intervalle de prix :

La valorisation proposée est un calcul de moyenne arithmétique des 3 méthodes :

- La méthode DCF
- La méthode des multiples comparable
- La méthode patrimonial⁸

Les tests de sensibilité⁹ réalisés afin d'estimer la fourchette de variation de la valeur de la firme sont basés sur : la variation du CMPC par rapport à la valeur de référence et la variation du taux de croissance g par rapport à l'indice de départ.

D'après les tests de sensibilité la valeur se situe dans la fourchette [30.3 ; 45] milliards de dinars, en fonction du WACC et du taux de croissance à l'infini considérés soit une valeur de l'action qui varie entre 1 185 et 1 765 dinars.

La valeur d'entreprise moyenne de Biopharm SPA est de 43.3 milliards de dinars.

8. La méthode patrimoniale : Une entreprise, c'est avant tout une histoire, une accumulation de richesse, d'actifs et de passifs. Cette méthode consiste à agréger l'ensemble des actifs d'une entreprise, à les réévaluer à leur valeur actuelle de marché et à en déduire les dettes, elles aussi actualisées à aujourd'hui. On parle également d'actif net réévalué (ANR). La méthode patrimoniale consiste à estimer séparément les différents actifs et engagements de l'entreprise et à en faire la somme algébrique pour déterminer l'actif net.

9. La valorisation est particulièrement sensible aux paramètres g et WACC. Il convient généralement de faire une matrice de sensibilité avec ces deux facteurs pour étudier l'impact d'une faible variation de ces paramètres.

La valeur des fonds propres est de 41.8 milliard de dinars.

L'action d'un nominal de 200 DA est valorisée dans le rapport présenté par l'évaluateur reconnu par la COSOB à 1638 DA.

3.1.3 Régime fiscal :

Les détenteurs de titres cotés et la société cotée bénéficient de certaines exonérations fiscales c.à.d. de l'impôt sur le revenu global. (IRG) ou l'impôt sur le bénéfice des sociétés (IBS)

Les produits et les plus values de cession des actions et des titres assimilés réalisé dans le cadre d'une opération d'introduction à la bourse.

Sont dispensées des droits d'enregistrement les opérations portant sur les opérations d'introduction à la bourse.

Les sociétés dont les actions ordinaires sont cotées en bourse bénéficieront d'une réduction de l'impôt sur le bénéfice des sociétés (IBS) égale au taux d'ouverture de son capital social en bourse pour une période de 5ans à dater du 1^{er} janvier 2015.

3.1.4 Décisions qui sont à l'origine de l'opération

L'assemblée générale extraordinaire réunie le 28 juillet 2015 a décidé d'autoriser la cession d'actions par appel public à l'épargne et de demander l'admission de l'action de la société par actions BIOPHARM à la cote officielle de la Bourse des valeurs mobilières d'Alger et à charger le Conseil d'administration à l'effet de mettre en oeuvre cette décision avec faculté de subdélégation à toute personne de son choix.¹⁰

3.1.5 Admission

Les conditions légale d'admission en bourse notamment la diffusion auprès du public constitué d'au moins 150 actionnaires d'au moins 20% du capital de la société.

C'est la société de gestion de la bourse des valeurs d'Alger qui publiera les modalités de négociation du titre.

10. Notice d'information : offre publique de vente à prix fixe, BIOPHARM, PDF téléchargé sur www.biopharm.dz consulté en Mai 2016.

3.1.6 But de l'opération

D'après les éléments présentés dans la notice d'information, il nous apparaît que l'introduction en bourse de l'entreprise **BIOPHARM**, est motivée par les visés (objectifs) suivants :

- Compléter la restructuration de l'actionnariat et le diversifier afin d'assurer la pérennité de la société et faciliter le développement ;
 - Ouverture du capital aux investisseurs nationaux par la cession d'une partie des actions des actionnaires historiques. (En 2013, le capital de Biopharm a été ouvert au profit de grandes entreprises.);
 - Poursuivre l'action de restructuration de l'actionnariat et du management de la société engagée en 2013 par l'ouverture de capital à des investisseurs internationaux, afin d'assurer le développement durable du groupe.
- L'entreprise vise une amélioration -voir une optimisation- de sa capacité financière en favorisant un financement par fonds propres. Un tel choix pourrait lui conférer une "assurance" financière sur le long terme. En effet les ambitions de production et d'exportation de **BIO-PHARM**, nous permettent de déduire que cette dernière préfère -dans un premier temps- un financement par fonds propres de ses investissements, au lieu d'un financement par dettes à long terme. (ce type de choix est expliqué par Pecking Order).

3.2 Mise en perspective théorique de l'introduction en bourse de **BIOPHARM**

Le capital social de **BIOPHARM** est de 5.104.375.000 DA divisé en 25.521.875 actions, d'une valeur nominale de 200DA chacune avec toutes spécificités de droit de propriété aux actionnaires.

Conformément aux statuts de **BIOPHARM SPA**, le capital peut être augmenté par l'émission de nouvelles actions et par l'augmentation de la valeur nominale des actions existantes.

Le capital social de la société a évalué depuis 2012, il est prévu dans un accord entre les actionnaires de la société l'engagement à voter en faveur d'une augmentation de capital au profit des collaborateurs et du management de la société.

Plan d'investissement sous forme d'actions représentant 8% du capital émis en 2 tranches 2017-2018 afin d'atteindre les objectifs de performance.

3.2.1 Eléments en relation avec la théorie du Pecking Order

Afin de réaliser un investissement productif on déclare un 1^{er} tirage de 140 millions de dinars sur un emprunt de 250 millions de dinars, effectué en décembre 2014 en faveur de Biopharm pour l'acquisition de matériel de laboratoire.

Cette convention de crédit prévoit :

- Une bonification du taux d'intérêt de 2% à la charge du trésor public ;
- Le trésor public prend en charge les intérêts intercalaires durant la période d'utilisation ;
- Période de différé d'une année ;
- Période de remboursement de 60 mois.

Les investissements pour l'année 2015 ont été financés par deux modes : un crédit à moyen terme pour un montant de 250 millions de dinars et le reste par autofinancement.

Modifications des statuts constitutifs :

Les statuts de la société ont connu les modifications suivantes :

N°	Date de l'acte	Objet
1	Acte du 02 /10/1991	Création de SARL BIOPHARM (capital 1200000DA)
3	Acte du 12/08/1993	Transformation en SPA Augmentation du capital 15000000DA
3	Acte du 06/04 et 25/07/1994	Augmentation du capital 80000000DA
4	Acte du 15/10/1995	Cession d'action
5	Acte du 29/09/2003	Rajouts de nouvelles activités commerciales
6	Acte du 2004 à 2005	Rajouts de nouvelles activités commerciales
7	Acte du 20/01/2007	Augmentation du capital social de 60000000DA à 100000000DA
8	Acte 21/03/2013	Augmentation du capital par l'émission de nouvelles actions et l'entrée au capital d'un partenaire étranger (ADP entreprises WLL)
9	Acte	Cession d'actions encours de finalisation ADP et WLL entreprises étrangères

TABLE 3.1: Modifications des statuts de BIOPHARM

Source : Résumé de Les modifications des statuts

3.2.2 Eléments en relation avec la théorie de l'agence

L'exploitation et la réussite de la société se base sur la bonne gouvernance des actionnaires, du conseil d'administration et la direction du groupe Biopharm.

Pour réaliser cela, il faut veiller sur les pratiques de gouvernance en les examinant régulièrement les procédures courantes et la réglementation de plusieurs autorités.

Pour assurer une bonne gouvernance, Biopharm a mis en place des comités émanant du conseil d'administration dont chacun est investi d'une mission spécifique :

– **Un comité d'audit :**

Sa mission est d'étudier les comptes sociaux ainsi que le contrôle externe et l'analyse de la maîtrise des risques. Ce comité se réunit 2 fois par an.

– **Un comité des rémunérations :**

Sa mission est d'étudier et proposer au conseil toutes recommandations en matière

de politique de rémunération. Il se réunit 2 fois par an : concernant la gestion des risques de la société il se fait accompagner par le cabinet KPMG pour des missions d'audit opérationnel dans le but de viser et identifier les risques liés à une mauvaise application du manuel de procédures et de contrôle interne.

L'audit interne c'est le respect des procédures de contrôle.

L'audit externe c'est les comptes de la société qui sont audités par un commissaire aux comptes indépendant.

Enfin la société procède à l'approbation de son budget annuel par le conseil d'administration et les écarts par rapport aux réalisations ce qui est discuté d'une façon formelle.

– **Intérêts des dirigeants dans la société :**

Avant l'opération de cession d'action :

- Avant l'opération de cession d'actions, certains cadres détiennent des actions de BIOPHARM SPA mais ne détiennent pas d'actions dans le capital d'une société actionnaire de BIOPHARM SPA. Aucun cadre ne détient des actions dans les filiales de BIOPHARM SPA ;
- Les rémunérations attribuées au membre du conseil d'administration sont d'un jeton de présence de 250000 DA par administrateur et par réunion ;
- Selon le dernier exercice aucune opération ni transaction n'a été conclue.

3.2.3 Eléments en relation avec la théorie de signal

a. Analyse de la structure financière :

La structure financière est équilibrée, le fond de roulement net positif durant toute la période, il couvre largement le BFR.

Le FRN est en hausse permanente (taux de croissance annuel moyen 26%), ce qui est dû à la hausse des fonds propres. Ce qui reflète la stabilité de la profitabilité de l'entreprise ainsi que le réinvestissement d'une part de ses bénéfices.

b. Variation de la structure financière :

L'augmentation des emplois (stocks-clients) implique augmentation de BFR sur toute la période cependant l'augmentation est de moins en moins élevée alors que l'activité croît à un taux annuel moyen de 18.7%.

L'émission d'action de la part de BIOPHARM peut conformément aux conclusions de la théorie du signal peut être perçue comme une surévaluation du prix de l'action.

3.2.4 Politique financière de Biopharm

a. Investissement :

Sur 605 millions de dinars d'investissements prévisionnels, 325 millions de dinars ont été réalisés.

Cette réalisation a été faite dans les activités de production et de logistique.

- Activités de production :

- Acquisition d'une nouvelle ligne de granulation ;
- Acquisition de matériel de contrôle qualité(HPLC) ;
- Réalisation d'une station de filtrage des eaux usées pour améliorer la performance environnementale de l'entreprise.

- Activité logistiques :

- Investissement dans du matériel de transport de marchandises et de manutention.
- Biopharm fait ses propres investissements les terrains et les bâtiments sont sites de :
- Production (investissement constitués des bâtiments aux normes de l'industrie pharmaceutique et équipements de productions)
 - Distribution et logistique (installation d'entre passage adapté aux normes de l'industrie pharmaceutiques)
 - Soutien de l'entreprise (développer une efficacité de performance logistique en cohérence avec ses objectifs)

b. Tableau de flux de trésorie :

Le tableau de flux de trésorie est établi en utilisant la méthode indirecte.

Il présente les flux de trésorerie liés aux activités opérationnelles d'investissement et de financement.

Les activités opérationnelles ne remplissent pas les critères d'investissement et de financement.

Les activités d'investissement + les flux de trésorerie correspondent aux flux de trésorerie lié aux acquisitions d'investissements et des sessions d'immobilisations.

Les activités de financement ont pour objectif des changements dans l'importance du capital apporté et des emprunts.

c. Résultats financiers :

Les dividendes ainsi que la rémunération des dépôts sont comptabilisés de la façon suivante :

La première sur l'établissement du droit de paiement de l'actionnaire.

La deuxième sur le montant du capital et le taux d'intérêt effectif applicable sur une période donnée.

Donc les charges financière se basent sur les intérêts payés en relation avec le financement du groupe.

d. Répartition statutaire des bénéfices :

Cette répartition ce fait d'après le code de commerce, le bénéfice distribuable est constitué par : bénéfice net de l'exercice augmenté ou diminué des reports des exercices antérieurs, diminué du prélèvement au titre de la réserve légale.

Aussi, l'assemblée générale peut décider la distribution des sommes prélevées sur les réserves dont elle a la disposition.

Après l'accord des comptes et constatation de l'existence de sommes distribuables, l'assemblée générale détermine la part attribuée aux associés sous forme de dividendes.

Les dividendes distribués en violation de ces règles constituent un dividende fictif.

La mise en paiement des dividendes doit avoir lieu dans un délai maximal de neuf mois après la clôture de l'exercice.

La prolongation de ce délai peut être accordée par décision de justice.

Le service financier de BIOPHARM SPA est assuré par les établissements teneurs de compte conservateurs (TCC)¹¹.

– **Capitaux propres :**

Les capitaux propres consolidés sur répartissent entre le groupe des sociétés et les parts attribuables aux minoritaires.

On constate que les actionnaires minoritaires sont représentés par les parts minoritaires qui sont cédées à des sociétés du groupe.

Par contre la société mère détient + 97% des actions de ses filiales.

– **Subvention d'équipement :**

La société Biopharm à bénéficier des aides financières accordées par l'état, c'est pourquoi une convention a été signée entre le ministère du développement industriel et de la promotion de l'investissement et Biopharm.

– **Emprunts, dettes financière, trésorie :**

La trésorie et les équivalent de trésorie rassemblent les fonds en caisse, les compte courants bancaires et les dépôts à terme de moins de 3 mois.

Pour mesurer la situation financière du groupe la direction utilise un indicateur financier qui constitue : le total de trésorie nette ou dette nette de trésorie plus équivalent de trésorie.

– **Politique d'information :**

Assurer l'information aux investisseurs est la responsabilité de la société sous l'autorité du conseil d'administration, c'est pourquoi une structure à été mise en place d'après les coordonnées suivantes :

– E-mail : relations.investisseurs@biopharmdz.com

– Tel : +213. (0) 23. 85.10.10

– Fax : +213. (0) 23. 85.10.27

Les investisseurs trouvent l'information relative à la société sur :

– Le site web de Biopharm :

11. Le teneur de compte conservateur a en charge la conservation des actifs financiers ainsi que leurs enregistrements comptables dans le respect des normes fixées par les autorités. Le teneur de compte conservateur doit aussi assurer la gestion des flux titres et espèces, et la réconciliation des opérations avec les contreparties, via les différents systèmes de Place.

-
- Les sites de la COSOB ;
 - Le bulletin officiel des annonces l'égales.

3.2.5 Perspectives de Biopharm

Biopharm a bâti durant les deux dernières décennies les atouts fondamentaux assurant un développement durable :

- Identifier et produire des médicaments essentiels pour les marchés algérien et maghrébin ;
- Offrir un mix produit concurrentiel et profitable pour le groupe ;
- Consolider et développer des alliances stratégiques à l'échelle locale et régionale ;
- Capter toutes les opportunités offertes par la stratégie d'intégration verticale adoptée par BIOPHARM.

L'entreprise impose des déficit dans sa croissance future étant fortement capitalisée et ayant une faible dette financière, lui donnant ainsi la capacité de considérer des nouveaux investissements.

Biopharm présente une position stratégique vu sa cohérence et la dynamise de son marché naturel.

La vision stratégique de Biopharm s'articule autour de 4 axes majeurs :

- Identifier et produire des médicaments essentiels pour les marchés algériens et maghrébins ;
- Offrir un niveau concurrentiel et profitables pour le groupe ;
- Consolider et développer des alliances stratégiques sur l'échelle locale et régionale ;
- Capter toutes les opportunités offertes par la stratégie d'intégration verticale adaptée par Biopharm.

Conclusion

La recherche en sciences financières s'est durant longtemps intéressée à la question de la politique financière. Ainsi, plusieurs théories ont vu le jour, cherchant à apporter des éclaircissements à certaines interrogations ayant trait, entre autre, à la relation entre structure financière et politique financière ; aux problèmes de gouvernance ; au classement de priorités en matière de choix de sources de financement ; etc.

Nous avons essayé dans le présent mémoire de nous pencher sur la présentation de théories ayant marqué la finance académique. Celles-ci se sont penchées sur la production de règles et d'outils opérationnels, qui se distinguent de ce fait de ceux issus de la recherche en finance de marché.

Si avant 1958, la finance d'entreprise a cherché à se constituer en tant que discipline scientifique à part entière ; elle s'est par la suite intéressée à des questions telles que "le risque" (Sharpe et Lintner). Durant les années 1970, les chercheurs Black et Scholes (1973) se sont penchés sur l'étude du caractère optionnel des décisions financières. En 1976, les auteurs Jensen et Meckling ont travaillé sur la prise en compte des conflits entre agents. D'autres chercheurs à l'instar de Myers et Majluf, ont abordé la politique financière comme résultante des problèmes posés par l'asymétrie de l'information. D'un autre côté, Myers (1984) a travaillé sur la mise en relief des priorités dans le choix de ressources financières.

Cependant, le caractère positive de ces théories, rend difficile leur rapprochement au contexte économique national, et ce en raison de certaines défaillances telles que le manque de dynamisme du marché financier ; l'archaïsme du secteur bancaire ; la faiblesse du tissu économique ; etc.

Afin de mettre en relief certaines conclusions des théories présentées, nous avons essayé à travers l'étude du processus d'introduction de l'entreprise BIOPHARM SPA en bourse de confronter les aspects caractérisant de cette opération et avec certaines théories. Ceci à travers l'analyse de la notice d'information présentée par BIOPHARM.

La mise en confrontation des éléments théoriques et pratiques s'est caractérisée par plusieurs difficultés. D'abord, la notice d'information donne constitue plus un moyen de communication adressée aux investisseurs potentiels, qu'une synthèse d'analyse neutre. D'autre part, certaines prévisions semblent "bien optimistes" à notre sens.

Le document montre un manque de clarté concernant l'utilisation des méthodes d'évaluation du prix de l'action. Ceci peut être dû à la difficulté de l'application de méthodes telles que celle des multiples comparables qui ne donne pas suffisamment d'information vue le caractère "naissant" du marché financier en Algérie.

En conclusion, la démarche d'introduction en bourse de l'entreprise BIOPHARM semble trouver certaines explications à travers la théorie Pecking Order concernant la classification des sources de financement ; et à travers la théorie de l'agence sur le plan de la mise en place de structure visant l'amélioration de la gouvernance.

La volonté des pouvoirs publics de redresser l'économie nationale et de dynamiser le marché financier ainsi que la modernisation du secteur bancaire, offrirait un champ d'étude intéressant dans le domaine de la finance d'entreprise en général, et de la politique financière en particulier. Cette perspective permettrait à notre sens d'aborder ce tournant -de l'économie nationale- de manière réfléchie et avec des pas sûrs.

Bibliographie

Ouvrage :

1. Hervé Hutin ; Toute la finance ; 4^e édition.
2. Jean-Claude Coille ; Application et cas de gestion financière "la politique financière" ; Maxima Laurent du MESNIL Paris 1997.
3. Pierre Vernimmen ; Finance "finance d'entreprise" ; 14^e édit., 2016.
4. Dov Ogien ; MAXI FICHES de Gestion financière de l'entreprise, livre PDF.
5. P. gestion financière de l'entreprise, édition DUNOD 1987.

Articles et revues :

6. "Capital Equipment Analysis : the Required Rate of Profit", Management Science, octobre 1956. Voir également, Gordon, "Dividends, Earnings and Stock Prices", Review of Economics and Statistics, vol. 41, mai 1959.
7. Gérard Charreaux. (2006) ; Théorie financière et stratégie financière ; Revue française de gestion ; vol 1, no 160, pp. 109-137.
8. The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment", American Economic Review, juin 1958.
9. De Angelo et Masulis, "Optimal Capital Structure Under Corporate and Personal Taxation", Journal of Financial Economics, mars 1980.
10. Notice d'information : offre publique de vente à prix fixe, BIOPHARM, PDF.

Dictionnaires, encyclopédies et manuels :

1. B. GUERRIEN, dictionnaire d'analyse économique, éd. La Découverte, Paris, 1997.
2. R. LEDUFF et coll. Encyclopédie de la gestion et de management, Dalloz, Paris.
3. Encyclopedie/the-cost-of-capital-corporation-finance-and-the-theory-of-investment.

Travaux universitaires :

1. Cours de M.Missoum ; "l'analyse financière" ; polycopié, Université de l'UMBB 2014/1015.
2. Jean-François Gueugnon (Janvier 2009), Cours de Politique Financière de l'entreprise, UNIVERSITE PARIS X OUEST - U.F.R. SEGMI.
3. Asma TRABELSI. (11 Décembre 2006). LES DÉTERMINANTS DE LA STRUCTURE DU CAPITAL ET LES PARTICULARITÉS DU FINANCEMENT DANS LES PME : UNE ETUDE SUR DONNÉES FRANÇAISES. Thèse de Doctorat en Science de Gestion. UNIVERSITÉ de Paris-IX-Dauphine.
4. Sheriaruvugiro 2010 "la structure financière et la rentabilité" Mémoire de master université libre des pays des grands lacs.
5. BERKAL Safia ; Université Mouloud Mammeri de TIZI-OUZOU faculté des sciences commerciales, économiques et de gestion Département des sciences économiques ; en vue de l'obtention du diplôme de magister en science économiques ; Les relations Banques/entreprise publiques : portées et limites (cas de la banque national d'Algérie et l'entreprise Leader Meuble Taboukert).
6. Badreddine Chabbou ; Université Laval Faculté des Sciences d'administration Département Finance et Assurance ; Essai de maîtrise (MBA-Finance) ; Distributions et coûts d'agence : Le cas des sociétés d'assurance de personnes à capital-actions opérant au Canada.

Webographie :

1. www.vernimmen.net
2. www.mataf.net
3. www.mazars.fr
4. www.edubourse.com
5. www.revue-banque.fr
6. www.performances-strategy.com
7. www.cafedelabourse.com

-
8. www.droit-finances.net
 9. www.boursereflex.com
 10. <http://archives.lesechos.fr/archives/cercle/2013/01/16>
 11. www.actiononline.fr
 12. www.academia.edu
 13. www.lesechos.com
 14. www.ummo.dz
 15. <http://wordnetweb.princeton.edu/>
 16. www.e-marketing.fr
 17. www.aquaportail.com
 18. www.biopharm.dz
 19. www.dictionnaire-juridique.com
 20. www.journaldunet.com
