

« Structure du capital et de la performance des PME algériennes »**Ali Nabil BELOUARD***belouard_na@yahoo.fr*

Université de Boumerdès

Salim SEDER*sedersalim8@hotmail.com*

Ecole supérieure de commerce d'Alger,

Résumé :

L'objet de cette communication est d'étudier la relation entre la structure du capital des PME algériennes et leurs performances. Nous essayons de tester la théorie hiérarchique de financement du capital, proposée par Myers (1984), sur des données des PME algériennes. L'étude de la structure de capital est devenue un thème de prédilection pour les chercheurs en finance et ce depuis le travail séminal de Modigliani et Miller (1958). Cependant, la plupart des études empiriques qui analysent l'impact de la dette sur la performance des entreprises, ont été effectuées sur des données des entreprises de grandes tailles, comme le souligne Van Caillie (1998), alors que les études de la structure du capital des PME restent toutefois latentes. A partir de ce constat, nous nous intéressons à examiner, en premier lieu, la relation entre la structure de capital et la performance et en second lieu, la théorie hiérarchique de financement à partir des données des PME algériennes. En d'autres termes, cette étude cherche à savoir quelle est la source de financement préférée par les PME algériennes en testant la théorie hiérarchique de financement. Cette théorie suppose que les entreprises préfèrent s'autofinancer au lieu de recourir au financement externe.

Pour ce faire, nous sélectionnons un échantillon d'entreprise PME et calculons deux variables pour chaque PME. La première variable représente la structure financière, et l'autre définit la performance de chaque PME mesurée par la rentabilité. Puis, nous analysons le lien entre ces deux variables à travers les techniques d'estimations économétriques.

I-Introduction

Selon une récente étude réalisée de la Banque Mondiale⁵⁸, le secteur privé algérien est confronté à une insuffisance d'accès au financement bancaire, le résultat de l'étude est que le financement des PME algériennes repose largement sur des sources non bancaires. Dans un échantillon aléatoire de 562 d'entreprises privées algériennes, le financement bancaire ne représente que 18 % seulement du financement total à l'investissement. Les entreprises privées algériennes ont recours aux liquidités internes pour 71 % de leurs besoins. Globalement, 29 % des prêts sont octroyés au secteur privé contre 71 % au secteur public. Une autre étude menée par le CNES⁵⁹, atteste que les emplois des banques algériennes sont caractérisés par la prédominance des crédits accordés aux entreprises publiques et à l'Etat, avec 82,1 % des emplois et une part modeste au secteur privé avec 17,9 % des emplois. Ceci nous a incités à étudier la structure du financement des PME Algériennes. En d'autres termes, cette communication essaye de répondre à la question suivante :

Comment les PME se financent en Algérie ? C'est-à-dire, quelle est la source de financement adoptée par les PME en Algérie ?

L'objectif de ce papier est d'étudier la structure du capital des PME algériennes. Pour ce faire, nous sélectionnons un échantillon d'entreprise PME et calculons deux variables pour chaque PME. La première variable représente la structure financière, et l'autre définit la performance de chaque PME

⁵⁸- Rapport de la Banque Mondial, Juin 2003.

⁵⁹- Rapport du CNES, 2002.

mesurée par la rentabilité. Puis, nous analysons le lien entre ces deux variables à travers les techniques d'estimations économétriques.

Notons que la structure du capital désigne la proportion de l'ensemble des éléments constituant le capital de l'entreprise (fonds propres, dettes à long et moyen terme et compte courant d'associés). Quant au taux d'endettement, celui-ci est mesuré par le ratio : « dette à moyen et long terme / dette à moyen et long terme + fonds propres + compte courant d'associés ».

Les sources de financement (structure du capital) peuvent être scindées en deux grands volets : source interne, la principale source interne est l'autofinancement qui provient des capacités financières constituées par la PME, au cours de son activité tel que les bénéfices conservés et non distribués aux actionnaires, les sources externes, telle que le recours soit aux endettement par le crédit qui est une forme d'endettement ayant une date d'échéance et un taux d'intérêt généralement fixe, soit à l'augmentation du capital par l'émission de nouvelle action, c'est-à-dire par l'ouverture du capital.

II - CADRE THEORIQUE : BREF APERÇU SUR LE FINANCEMENT DES PME ⁶⁰

Cette partie tente d'abord de présenter brièvement les principaux aspects des PME, et d'exposer ensuite les principales théories financières du financement.

II-1 : Petites et Moyennes Entreprises : essai de définition

La PME pose un problème au niveau de sa définition, car elle n'a pas la même identité partout dans le monde. Elle change de critère d'un pôle à un autre et d'une économie à une autre. Ainsi, sa définition au Japon diffère de celle en France, et celle des pays développés n'est pas la même dans les pays en développement. La PME n'a donc pas une définition universelle⁶¹.

a. La PME dans les pays industrialisés

Dans les pays industrialisés deux images de la PME radicalement opposées coexistent : La première image de la PME est celle d'une entreprise archaïque, cantonnée dans des activités en déclin (La petite exploitation familiale agricole, l'artisanat ou le petit commerce) et dont le niveau technologique est relativement faible. La PME apparaît ici comme une forme d'organisation héritée du passé et l'esprit qui anime les patrons de ces PME est conservateur et traditionaliste. On retrouve cette conception de la PME surtout dans les pays d'Europe du Sud, en Espagne, au Portugal, en Italie et tout particulièrement en France.

"A cette conception traditionaliste où la PME est perçue comme une survivance du passé, on peut opposer une conception plus moderne.

Ainsi en Allemagne, le concept de PME est plus connu sous le terme « Mittelstand » qui signifie littéralement classe moyenne. Ces entreprises de taille moyenne constituent le pilier de l'économie sociale de marché et symbolisent le principe de « responsabilité collective » cher aux entreprises germaniques".⁶²

Dans les pays anglo-saxons, la PME est souvent associée à l'innovation, au dynamisme, à l'initiative privée, au goût du risque... C'est l'image de la PME high-tech, stéréotype de l'entreprise moderne par excellence, créatrice d'emplois et capable de plus grandes prouesses technologiques.

b. Critères de définition de la PME dans les pays industrialisés

Pour la définition des PME dans les pays industrialisés, les critères retenus sont différents. Ce qui reflète la pluralité des objectifs à réaliser, compte tenu des spécificités nationales particulièrement sur le plan démographique, financier et économique. Néanmoins le critère retenu communément reste celui de l'effectif des employés dans l'unité de production.

⁶⁰ Cette partie est tirée de Seder, S., « Etude sur la structure du capital des PME algériennes Perspectives de la banque », mémoire de magistère, école supérieure de commerce d'Alger, 2005.

⁶¹ Bouazzaoui, E.L.M., « Emploi et création des PME au Maroc Oriental », D.E.S.A, Université Mohamed Ier, 2001.

⁶² Torres, O., « Les PME », Editions Flammarion, Collection DOMINOS, 1999, p: 23.

c. La PME dans les pays en développement⁶³

Dans les pays en développement, les conditions d'une économie de marché ne pourront être satisfaites. La primauté est à la satisfaction des besoins primaires d'une économie de survie. C'est dans les années 70 que l'on a pris conscience de l'existence dans le tiers monde d'un secteur informel où travaillaient les petits commerçants, des petits vendeurs, en situation plus ou moins légale qui coexiste avec le secteur formel.

"Dans le continent africain, l'informalité des économies est très forte, et la petite entreprise est caractérisée d'abord et avant tout par son aspect communautaire. L'activité économique se fonde dans l'activité sociale. C'est l'homme dans sa dimension sociale qu'il convient de prendre en considération. C'est dans ce sens que la plupart des définitions de la PME, dans les pays en développement, prennent en considération le facteur démographique, donc le nombre d'emploi par entreprise".

Ainsi en Egypte, un seul critère est retenu pour identifier la petite industrie, et c'est le nombre d'employés qui varie de 10 à 50 personnes. Au Soudan et au Sénégal deux critères sont retenus, l'emploi qui est respectivement dans les deux pays de 30 et 50 personnes, et le montant d'investissement qui est de 430.000 dirhams (Dhs) dans le premier et de 2.000.000 Dhs dans le second.

En dehors du continent africain, il existe une plus grande distinction faite entre la petite et la moyenne industrie, en tenant compte du seul critère de l'emploi.

Cette distinction diffère de celle des pays comme le Singapour, les Philippines et la Corée, où la petite industrie emploie de 5 à 99 personnes, et la moyenne industrie de 100 à 199 personnes, soit en total, la PMI dans ces pays emploi de 5 à 199 personnes ».

Il n'existe donc pas de définition universelle dans la plupart des pays, elle change alors d'un continent à l'autre et d'un pays à l'autre.

Le critère de base de définition de la PME dans les pays en développement est celui de l'emploi. Ils ont comme souci majeur de faire face au problème du chômage qui devient avec le temps plus important.

d. La définition de la PME en Algérie⁶⁴

En Algérie, il n'existe pas une définition communément admise de la PME, par les organismes de statistiques et de suivi de la PME, puisque les différentes sources capables de fournir des informations sur le secteur ne s'accordent pas. Selon la classification de la CNAS⁶⁵, le nombre d'entreprises et ainsi que le nombre des salariés se répartissent de la manière suivante : très petite entreprise avec 0 à 09 personnes ; petite entreprise, employant entre 10 et 49 salariés ; les moyennes entreprises avec 50 et plus salariés.

Selon l'ONS (1998), dans l'annuaire des entreprises, le nombre d'effectifs de la PME peut atteindre 500 salariés. Cependant le ministère de la PME, dans ses diffusions sur le tissu industriel (PME), en s'appuyant sur la définition de l'union européenne selon laquelle, le nombre d'employés dans une PME est compris entre 0 et 250 salariés, rend bien l'analyse de la situation de la PME en Algérie très difficile.

II-2 : L'importance de la PME dans le développement de l'économie nationale⁶⁶

A. Evolution des PME en Algérie

Après l'indépendance, l'Etat algérien a eu recours à la planification centralisée et cela en constituant de grandes entreprises publiques de production de biens et de services, et en nationalisant

⁶³ Bouazzaoui, M., op-cit, p: 11.

⁶⁴ Ziar, N., « La place des PME dans une économie en transition : le cas de l'Algérie », Université d'Oran, Algérie, pp : 3/4.

⁶⁵ Caisse Nationale des Assurances Sociales.

⁶⁶ Pour une étude détaillée sur les caractéristiques des PME, le lecteur peut consulter : Seder, S., op-cit.

les terres afin de couvrir les différents besoins ; mais l'Etat s'était rendu compte qu'il était souhaitable de décentraliser la fabrication de quelques produits, et ce, pour bénéficier des avantages de l'externalisation (la sous-traitance⁶⁷). C'est ainsi que la première génération des PME avait obtenu son premier rôle. Le processus du développement des PME a connu plusieurs périodes :

➤ La première période se caractérise par la parution du premier code des investissements en 1966 ; cependant la PME a marqué réellement son démarrage à partir du premier plan quadriennal (1970-73) ; qui avait prévu un programme spécial de développement des industries locales, poursuivi du deuxième plan quadriennal (1974-78). Durant toute cette période, le développement de la PME a été initié exclusivement par le secteur public dont les objectifs constituent à assurer un équilibre régional. C'est ainsi qu'un total de 594 PME ont été réalisées durant cette période.

➤ La seconde période celle des années 80 et plus précisément à partir de 1982 (à la faveur de la loi 82-11 du 23 Août 1982) que l'investissement privé national a connu une évolution marquée tout de même par beaucoup de réticences. Cette loi a élargi les domaines d'activités jusque là limitées au tourisme et à l'industrie. Cette extension intègre notamment les domaines de prestation de service, de la pêche, de bâtiment et travaux publics et du transport avec une limitation de l'investissement à un plafond de 30 millions de dinars et l'interdiction de concentration d'activités similaires de connexes entre les mains d'un même propriétaire. Grâce à cette loi et à l'OCIP⁶⁸ plus de 1000 projets ont été inscrits dans ce cadre ; cependant, moins de 15 % des projets agréés par l'OCIP ont été réalisés, et cela pourrait être due à la lourdeur de cet organisme ainsi l'existence de nombreuses contraintes de toute nature. Dans cette période, près de 777 projets de PME ont été réalisés.

L'assouplissement de la législation a été graduellement entamé à partir de 1988 avec la loi 88-25 du 19 juillet 1988 qui libère le plafond de l'investissement privé et ouvre à ce dernier d'autres créneaux. Grâce à cette loi le nombre d'entreprises privées est passé à 19843 entreprises. Ce n'est qu'à partir de 1990 (avec la loi 90-10 du 14 avril 1990 relative à la monnaie et au crédit), puis en 1991 (avec le décret n° 91-37 du 19 février 1991 portant libération du commerce extérieur) que les investissements majoritairement ou totalement étrangers ont été autorisés. C'est ainsi que le nombre d'entreprises privées est passé à 22382 entreprises en début de 1992.

Depuis 1993, avec le décret législatif n° 93-12 du 05 octobre 1993 qui réduit la procédure à une simple déclaration et offre des mesures d'encouragement puis en 1994 avec la création de l'ANSEJ en 1996 et la création de l'ANDI⁶⁹ en 2001 ainsi que d'autres organismes qui encouragent l'investissement privé en Algérie (CALPI, SALEM, ADS...), et jusqu'à l'an 2002 on dénombre 188564 entreprises de taille PME qui emploient 731082.

B. Le rôle de la PME dans l'économie nationale

Si les grandes entreprises occupent une place importante dans le système économique, le rôle de la PME n'est guère moins important, car elle permet et contribue à la croissance économique, via :

- ✓ La création d'emplois ;
- ✓ La création de la valeur ajoutée ;
- ✓ La participation à la distribution des revenus.

B1. La création d'emploi

Le dynamisme économique est dû principalement à des investissements dans le domaine de l'industrie, il se trouve devant plusieurs contraintes (manques de ressources financières, coûts élevés, centralisation de l'Industrie...etc.).

Pour surmonter ces difficultés, il est judicieux de créer de petites filiales liées aux grandes entreprises (l'externalisation), cette opération permettra de construire plusieurs unités pouvant répondre à la demande progressive de l'emploi, en créant des postes permanents à moindre coût (la petite entreprise, c'est le contrôle du coût).

⁶⁷ voir Rapport du CNES. Juin, 2002.

⁶⁸ OCIP : Organisme Chargé de promouvoir les Investissements Privés.

⁶⁹ ANDI : Agence National de Développement des Investissements.

B2. La création de la valeur ajoutée

La valeur ajoutée se mesure par la différence des biens qu'elle vend et ce qu'elle a dû acheter pour produire ces ventes.

En 1994, la valeur ajoutée du secteur public était de 617.4 milliards de dinars représentant 53.5 % du total national, alors que celle dégagée par le secteur privé avec 1178 milliards de dinars soit 46.5 % du total national.

A partir de 1998, les parts respectives se sont inversées faisant passer en tête le secteur privé avec 1178 milliards de dinars soit 53.6 % et 1019.8 milliards de dinars soit 46.4 % pour le secteur public.

Par ailleurs, Il est à noter que plus de 65 % de la valeur ajoutée et de l'emploi des pays développés provient des PME. Une politique économique en vue de la constitution, de la promotion et des redéploiements des PME est incontournable dès lors que l'on aspire au développement⁷⁰.

B3. La distribution des revenus

La valeur ajoutée créée par chaque PME recouvre l'ensemble des rémunérations des services qui ont été rendus au cours du processus de production et au fonctionnement des administrations. La valeur ajoutée servira à :

- ✓ Rémunérer les services, force de travail, capital, moyens financiers (il s'agira alors des salariés, de dividendes ou d'intérêts).
- ✓ Contribuer au fonctionnement des administrations en particulier en versant des impôts.

Il est clair donc que l'entreprise quelle que soit sa taille, en créant de la valeur ajoutée et en redistribuant ce surplus sous des formes divers aux autres agents, remplit un rôle essentiel dans l'activité d'un pays.

Il faut aussi préciser que ses fonctions de nature strictement économique ne sont pas les seules que l'on attribue à cette catégorie d'entreprise ; de plus en plus, et du fait de son importance dans les sociétés modernes, d'autres missions lui sont attribuées : sociales, humaines et culturelles.

II-3 : Le financement des PME en Algérie

Le financement a toujours été une contrainte pour la PME algérienne. Une récente enquête menée pour le compte de la Banque Mondiale, atteste que plus de 80 % des PME algériennes ciblées par l'étude, ont été créées sur fonds propres. Le financement des entreprises en Algérie, est dominé par les banques publiques. Ces dernières considèrent les PME comme des clients fortement risqués et soumis aux aléas conjoncturels. Plusieurs études montrent que le coût du crédit est plus cher pour les PME, par rapport aux entreprises de grande taille. Cela pourrait refléter l'augmentation du coût d'agence spécifique aux entreprises de petite taille. La littérature financière affirme que le coût des fonds propres est supérieur au coût de l'endettement, ceci est dû au fait que le mode de financement par fonds propres est plus risqué que le mode de financement par endettement, et comme les PME algériennes reposent majoritairement sur les fonds propres – comme l'atteste l'étude de la Banque Mondiale – leur rentabilité est donc, faible. Tenant compte de ces deux facteurs importants à savoir un risque PME élevé et une rentabilité faible, les banques algériennes hésitent souvent à accorder des emprunts aux PME.

Les difficultés liées à l'accès au financement sont dues principalement aux taux d'intérêts élevés, aux problèmes des montants empruntés (rationnement du crédit plus sélectif), au manque de transparence (information comptable souvent non fiable), au manque de garanties...etc. Les garanties par exemple, constituent un signal crédible pour le créancier, elles représentent une contrainte psychologique pour les entrepreneurs (sanction en cas du non remboursement).

⁷⁰ Lamiri, A., « *CRISI: de l'économie algérienne* », Les presses d'Alger, 1999, p : 167.

II-4 les théories financières du financement⁷¹

Parmi les sujets abordés dans le domaine de la finance d'entreprise est l'impact de la structure du capital sur la valeur marchande de l'entreprise. Plus explicite, l'effet de l'endettement et la politique des dividendes sur la valeur de l'entreprise. On se limite ici sur l'effet de l'endettement sur la valeur de l'entreprise.

Pour comprendre les mécanismes qui sont à la base des explications théoriques de financement des entreprises, il convient de distinguer l'approche classique de l'approche néoclassique de financement⁷² :

A. Approche classique de Modigliani et Miller (MM)

Dans le cadre d'hypothèses caractérisant un marché parfait, cette approche dominée et influencée par l'étude de MM. Elle repose, en matière de financement, sur deux propositions principales :

1. Proposition I⁷³ : « la valeur marchande de n'importe quelle entreprise est indépendante de sa structure financière, de ce fait, la valeur de l'entreprise se détermine avec la capitalisation du revenu espéré sur la base d'un taux de capitalisation qui est le taux de rentabilité sur l'investissement dans une action ordinaire d'une entreprise qui appartient à la même classe du risque, mais qui est seulement financée par des fonds propres ».

2. Proposition II : celle-ci est dérivée de la proposition précédente, et implique⁷⁴ que : les décisions d'investissements sont indépendants des décisions de financements.

MM ont corrigé leurs propositions en définissant un cadre de marché imparfait caractérisé par la présence des impôts, et proposent⁷⁵ :

1. Proposition I : celle-ci implique que « la valeur de l'entreprise dont la structure du capital contient de la dette et des fonds propres est supérieure à la valeur d'une entreprise semblable dont la structure du capital est composée uniquement par des fonds propres, et ceci par la valeur actuelle des économies d'impôts dus à la dette ». On peut exprimer cette proposition par l'équation suivante : $V_L = V_u + \tau \cdot D$

Avec : V_L : la valeur de l'entreprise endettée. V_u : la valeur de l'entreprise sans dette, D : le montant de la dette et τ : le taux d'impôt. $\tau \cdot D$: représente la valeur actuelle des économies d'impôts (*Tax Shield*).

2. Proposition II : elle implique que le coût des fonds propres d'une entreprise endettée est égal au coût des fonds propres d'une entreprise sans dette plus une prime qui compense le risque financier. Cette prime se détermine comme étant la différence entre le coût des fonds propres d'une entreprise sans dette et le coût d'endettement qui est constant pour toutes les entreprises selon l'hypothèse de MM. Ainsi elle se détermine sur la base d'un taux d'impôt sur les bénéfices de l'entreprise et le rapport entre la dette et les fonds propres dans la structure du capital de l'entreprise. Ainsi, selon cette nouvelle vision, l'endettement a un effet positif sur la rentabilité

⁷¹ Dans cette partie en présente d'une manière sommaire les théories de financement ; et pour un exposer détail de ces théories, le lecteur peut consulter, entre autres ; Harris, M, et Raviv, A., « The Theory of Capital Structure », *The Journal of Finance*, Vol. 46, N° 1, Mars 1991. ou Seder, S., op-cit.

⁷² Hirigoyen, G., et Jobard, J-p., « Financement de l'entreprise : évolution récente et perspectives nouvelles », in encyclopédie de gestion, n°67.

⁷³ Modigliani, F, et Miller, M., « The Cost of Capital, Corporate Finance, and the Theory of Investment », *American Economic Review*, 48, 1958, pp: 267/268.

⁷⁴ Modigliani, F, et Miller, M., op-cit, p: 271.

⁷⁵ Modigliani, F, et Miller, M., « Corporate Income Taxes and the Cost of Capital: A Correction », *American Economic Review*, Vol. 53, N°3, Juin 1963.

Cette approche a fait l'objet de nombreuses critiques, et celle-ci sont en grandes partie à l'origine de développement de d'autres théories explicatives du mode de financement des entreprises. Ces théories sont présentées brièvement à travers l'approche néoclassique

B. Approche néoclassique: théories des signaux et d'agence

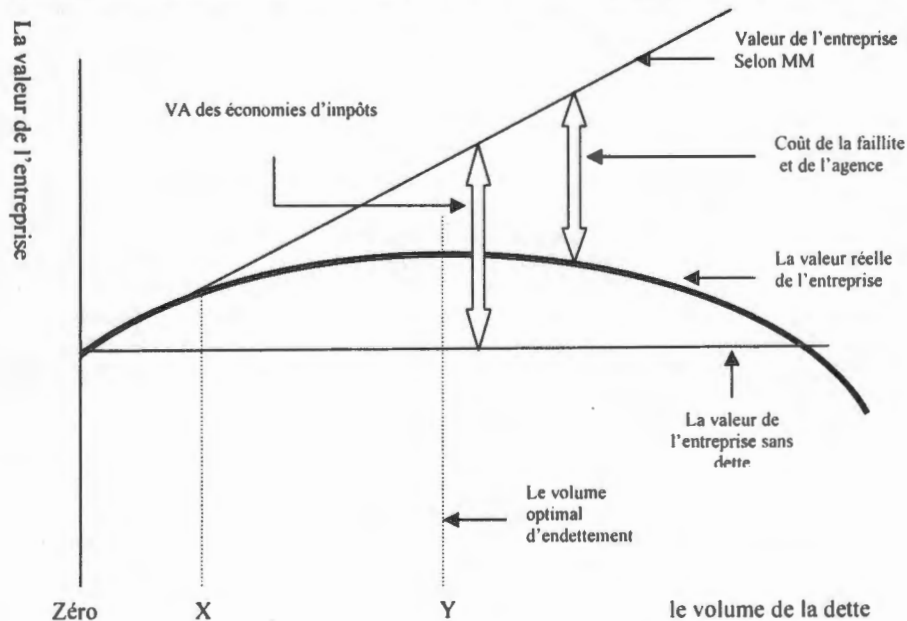
L'approche néoclassique du financement repose sur les théories des signaux et d'agence pour expliquer la structure financière. La théorie d'agence repose principalement sur l'asymétrie d'information et les conflits d'intérêts qui peuvent surgir entre les dirigeants, actionnaires et créanciers. Cette théorie rejette certaines hypothèses sur lesquelles l'approche classique est fondée : la symétrie de l'information pour tous les partenaires, et leurs intérêts sont identique.

B1. La théorie de l'arbitrage⁷⁶

La théorie de l'arbitrage (Tradeoff Theory) implique que la décision qui détermine le taux d'endettement est le résultat de l'arbitrage entre l'effet positif des économies d'impôts (Tax Shield) sur la valeur de l'entreprise et l'effet négatif du coût de la faillite et de l'agence. La figure suivante montre les dimensions de cette théorie.

Cette figure (voir ci-dessous) indique qu'à mesure que le volume des fonds endettés augmente, la valeur de l'entreprise augmente (la pente de la droite). Mais, de l'autre côté, l'augmentation de l'endettement après un certain niveau (point X) génère des effets négatifs représentés par la valeur actuelle (VA) du coût de la faillite et de l'agence, même si leur volume est moins élevé par rapport aux économies d'impôts. Par conséquent, la valeur marchande augmente toujours même avec des taux décroissants, comme cela est montré par la courbe. Les économies d'impôts et le coût de la faillite et de l'agence sont égaux au point Y. Ce point représente le volume optimal de la dette après lequel le coût de la faillite et de l'agence devient supérieur aux économies d'impôts ; ce qui signifie une baisse de la valeur marchande de l'entreprise.

Figure: La valeur marchande de l'entreprise (la théorie de l'arbitrage) Source : Hindy.M.I.1996. P 296.



⁷⁶ Hindy, M. I., « La pensée moderne de la structure du capital », Dar Almaarif, 1996, pp :295/300.

B2. La théorie du financement hiérarchique⁷⁷

La théorie de la hiérarchie repose sur la notion de l'asymétrie de l'information, c'est-à-dire que certaines sont mieux informés sur la qualité de leur entreprise, tan disque d'autres le sont moins⁷⁸. L'asymétrie de l'information implique l'existence des coûts, et sont moindres pour l'autofinancement et sont un peu élevé pour la dette et plus élevé pour l'émission d'actions.

Au début des années soixante, Golden Donaldson (1961) a entamé une étude pratique qui a accédée à la théorie de la hiérarchie (Pecking Order Theory ou POT) du point de vue des entreprises⁷⁹. Les dimensions de cette théorie sont les suivantes :

1. Les entreprises préfèrent des sources internes de financement sous forme de bénéfices non distribués et de dotations aux amortissements.
2. Les entreprises adoptent des ratios de distribution cibles (*Target Dividend Payout Ratios*) sur la base des opportunités futures d'investissement et les cash-flows futurs. En d'autres termes, les entreprises prennent en considération, lors de la distribution des bénéfices, que les bénéfices non distribués et les dotations aux amortissements sont suffisantes pour financer les opportunités d'investissement.
3. Les entreprises suivent des politiques rigides concernant la distribution des bénéfices ; elles évitent les variations inattendues, notamment celles qui impliquent la diminution de la valeur des bénéfices distribués. Si on prend en compte la possibilité d'avoir une volatilité des bénéfices ainsi des opportunités d'investissement disponibles, la politique de dividende rigide implique que les bénéfices non distribués et les dotations aux amortissements peuvent être supérieures ou inférieures aux besoins d'investissements. Dans le cas d'un excédent, l'entreprise remboursent leur dette ou placent l'excédent dans des titres négociables. Dans le cas d'un déficit, les entreprises utilisent une partie de leurs encaisses monétaires disponibles, ou vendent une partie de leurs titres négociables.
4. Si les ressources internes ne suffisent pas en premier lieu, les entreprises optent premièrement pour l'endettement ou l'émission des obligations ordinaires, puis considèrent la possibilité d'émettre des obligations convertibles et, comme dernier recours, l'émission des actions ordinaires.

La théorie met le point sur la raison sous-tendant les décisions de financement sans la détermination de la combinaison entre la dette et les fonds propres dans la structure du capital. Au sommet de l'échelle on trouve les bénéfices réservés et à sa base on trouve l'émission des actions ordinaires, avec l'endettement se positionnant entre les deux.

D'un autre coté, on trouve dans la théorie une explication des comportements des entreprises. Elle explique par exemple pourquoi les entreprises qui ont un niveau élevé des bénéfices ne vont pas trop loin dans l'endettement. Cela n'est pas dû à la politique de financement, mais au fait que l'entreprise n'a pas besoin à un endettement supplémentaire, et peut couvrir ses besoins par le biais des bénéfices mis en réserve. Cependant, les entreprises qui ont un niveau faible de bénéfices s'endettent plus, car les bénéfices réservés ne sont pas suffisants pour financer leurs besoins.

La justification de cet ordre de successions de moyen de financement est que l'autofinancement est une source qui n'est pas souvent soumise à l'objection. En plus, ceci élude les directeurs financiers d'aller communiquer les investisseurs potentiels (propriétaires et créanciers). Ainsi, l'autofinancement n'inclut pas les coûts d'émission à l'instar des sources de financement externes. Pour les mêmes raisons, on trouve l'endettement en deuxième ordre de l'échelle, et ceci est conforme au contenu de la théorie ; l'émission des obligations par exemple est moins soumise à l'objection, ainsi le coût d'émission qui l'accompagne est aussi faible par rapport à l'émission d'actions ordinaires. Par conséquent, il est préférable pour l'entreprise de donner la priorité dans le

⁷⁷ Hindy, M, I., op-cit, pp: 301/305.

⁷⁸ Brealey, R, A, et Myers, S, C., « Principles of Corporate Finance », N.Y.: McGraw-Hil, 1997, p: 525.

⁷⁹ Il est à noter que cette théorie a été initiée par Donaldson puis développée par Myers et Majluf, ces derniers ont apporté de nouvelles explications et comblent certaines insuffisances des modèles de l'optimum.

financement aux bénéficiaires non distribués au lieu de l'émission d'actions ordinaires sachant que l'endettement est entre les deux⁸⁰.

De plus, la théorie des signaux financiers supporte l'argument qui s'oppose à l'émission des actions ordinaires. Pour bien expliquer ce phénomène, on suppose que le gestionnaire dispose les mêmes informations (Information Symmetry) que les investisseurs tel que la valeur de l'action est sous évaluée. Donc, dans le cas où l'entreprise émet des actions, cela implique le transfert de la richesse des actionnaires actuels aux actionnaires potentiels. Par conséquent, l'entreprise hésite de faire cet acte, même s'il aboutit à la perte d'une opportunité d'investissement⁸¹. Maintenant, on suppose que la valeur de l'action est sur évaluée. Dans ce cas, l'émission de nouvelles actions signifie le transfert de la richesse des actionnaires potentiels vers les actionnaires actuels. Ceci est un facteur encourageant pour la décision d'émission et comme les investisseurs potentiels se rendent compte que la direction de l'entreprise travaille au profit des actionnaires actuels, ils interprètent cette décision par l'intention de l'entreprise de les exploiter au profit des actionnaires actuels. Par conséquent, l'émission de nouvelles actions est un signal financier qui insinue que la valeur de l'action est surévaluée. Dans de telles conditions, les actionnaires n'achèteraient pas ces actions sauf avec un prix moins élevé. La même chose peut se produire si la direction connaît, sans que les opérateurs connaissent, que l'avenir de l'entreprise n'est pas porteur. Dans ce cas là, il est à espérer que l'émission des actions ordinaires pour de nouveaux investisseurs afin d'assurer une part des possibles effets pervers, ce qui atténue la charge sur les propriétaires actuels. Donc, il semble que l'émission de nouvelles actions se relie dans les esprits des actionnaires potentiels à un mauvais signal.

III - Méthodologie et résultats

Cette partie est dédiée à la vérification empirique de la théorie de financement hiérarchique sur des données des PME algériennes.

III-1- Caractéristiques de l'échantillon.

a. les données utilisées

L'échantillon est constitué de 93 PME algériennes. Les données annuelles collectées, couvrent la période 2001-2002 et proviennent du Crédit Populaire d'Algérie.

b. Définition des variables

Les variables utilisées dans la vérification empirique sont en nombres de deux, l'une représente le niveau d'endettement, et l'autre est la rentabilité économique. Ainsi, nous avons calculé pour chaque entreprise de notre échantillon deux ratios financiers, le premier définit le niveau d'endettement spécifique à chaque PME (variable dépendante) et le second ratio représente la rentabilité économique spécifique à chaque PME (variable indépendante).

b.1. Variable dépendante

La variable dépendante est mesurée par le ratio d'endettement (DR): $DR = \frac{DLMT}{TP - DCT}$

La dette à long et moyen terme (DLMT) sur le total du passif moins la dette à court terme.

⁸⁰ Myers, S, et Majluf, N., « Corporate financing and investment decisions, when firms have information that investors do not have », *Journal of financial economics*, Vol 13, 1984, pp: 188/190.

⁸¹ Voir Brealey, R, A, et al. op-cit, p: 336, Myers, S, et al., op-cit, p: 188.

b.2. Variable indépendante

La variable indépendante est la rentabilité économique mesurée par la formule suivante $PROF = \frac{\text{résultat avant intérêts et impôts}}{\text{total passif}}$

L'impact de la rentabilité sur le niveau d'endettement suscite de vives controverses théoriques. Selon la théorie de financement hiérarchique, les entreprises utilisent d'abord l'autofinancement, puis la dette et en dernier lieu l'émission d'action pour financer leurs investissements. Toutes choses étant égales par ailleurs, les firmes les plus rentables ont alors plus d'autofinancement d'où une relation négative entre la rentabilité et l'endettement. Cette description est validée par l'un des résultats empiriques les plus réguliers, par exemple la revue de littérature de Harris et Raviv (1991), l'étude sur les pays membres du G7 de Rajan et Zingales (1995) et celles sur 10 pays en voie de développement de Booth et al. (2001) ont toutes conclues à une relation négative entre la rentabilité et l'endettement.

En référence à ce que avance la théorie hiérarchique de financement, l'hypothèse a testée se formule comme suit :

H_0 : la rentabilité économique est négativement corrélée avec l'endettement. C'est-à-dire que les entreprises préfèrent le mode de financement prescrit par la théorie hiérarchique.

III-2 Résultats empiriques⁸²

La relation entre le taux d'endettement (DR) et la rentabilité (PROF⁸³)

Si on admet que la théorie hiérarchique de financement est valable, alors on s'attend donc à une relation négative entre DR et PROF est négative.

Variable	Obs	Mean	Std. Dev.	Min	Max
PROF	91	.0911412	.094709	-.060973	.5188124
DR	93	.2743339	.2899931	0	1.153945

Les statistiques descriptives montrent que la moyenne de la rentabilité est proche de 9,11% avec une valeur maximal de 51,88% et une valeur minimale de -6,1 %. La rentabilité négative montre que l'entreprise concernée a enregistré un bénéfice négatif durant l'année d'observation.

Les résultats des tests de l'hypothèse définie ci-dessus sont représentés ci-après :

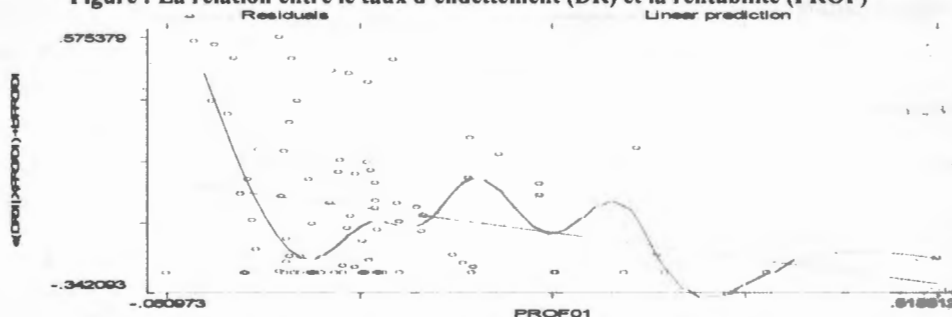
La corrélation entre le taux d'endettement (DR) et la rentabilité (PROF)

Le coefficient de corrélation entre DR et PROF est égal à - 23,33 %. La relation entre ces deux variables peut être présentée à l'aide de la figure suivante :

⁸² Les résultats sont obtenus à l'aide du Progiciel STATA 7.0.

⁸³ PROF : Profitability.

Figure : La relation entre le taux d'endettement (DR) et la rentabilité (PROF)



Cette figure montre que la relation entre DR et PROF est linéaire (car les résidus n'ont pas une forme fonctionnelle) et négative (la pente est décroissante).

La régression du taux d'endettement (DR) sur la rentabilité (PROF)

La mise œuvre de la méthode des Moindres Carrées Ordinaires (MCO) donne les résultats suivants⁸⁴ :

$$DR = 0.301 - 0.659 PROF$$

(7.91) (-2.26)

$$F_{(1,89)} = 5.12 \quad R^2 = 0.0544 \quad R^2 \text{ ajusté} = 0.0438$$

$$n = 91 \quad \text{Root MSE} = 0.26172$$

Le coefficient estimé de la variable PROF est - 0.65, indiquant que la variable PROF est négativement corrélée avec le ratio d'endettement, et cette relation est significative. Ce résultat⁸⁵ confirme l'existence d'une hiérarchie de financement et confirme également le fait que les entreprises rentables évitent de s'endetter.

IV – Conclusion

Rappelons que l'objectif de ce papier était simplement d'étudier la structure financière des PME algériennes, à travers l'effet de la présence de la dette dans le passif de l'entreprise sur sa valeur mesurée par la rentabilité. Pour ce faire, nous avons choisissons un échantillon de PME algériennes, et avons définissons pour chaque PME deux ratios financiers, l'un représente sa structure financière de l'entreprise et l'autre sa rentabilité économique. L'analyse statistique du lien entre les deux ratios, présent des résultats conformes à l'attente de la théorie de financement hiérarchique, à savoir que la liaison entre ces deux ratios est négatives, ce qui confirme l'existence d'un comportement de financement hiérarchique. Rappelons que selon la théorie de financement hiérarchique, et à cause de l'asymétrie de l'information, l'entreprise choisisse avant tout la source interne pour financer ces investissements, si le financement externe est nécessaire alors elle préfère de s'endetter, ensuite elle fait appelle à l'émission d'actions comme ultime source de financement. Ce qui confirme l'hypothèse de base figurant dans le rapport de la Banque Mondiale (2003) et dans le rapport du CNES (2002).

⁸⁴ Les chiffres entre parenthèse sont les *t* de Student calculés, au seuil de 5%.

⁸⁵ voir Rajan, R, et Zingales, L., « What do we know about capital structure? Some evidence from international data », *The Journal of Finance*, 50, 1995. Booth, L, et Aivazian, V, et Demircuc-Kunt, A, et Maksimovic, V., « Capital structure in developing countries ». *The Journal of Finance*, Vol 56, 2001. Murray Z, F, et Goyal, V, K., « Testing the pecking order theory of capital structure », *Journal of Financial Economics*, 67, 2003.

V-Bibliographie

Booth, L, et Aivazian, V, et Demircug-Kunt, A, et Maksimovic, V., « Capital structure in developing countries ». *The Journal of Finance*, Vol 56, 2001.

Bouazzaoui, E.L.M, « Emploi et création des PME au Maroc Oriental », D.E.S.A, Université Mohamed Ier, 2001.

Bouyacoub, F., « L'entreprise et le financement bancaire », Casbah édition, 2001.

Brealey, R, A, et Myers, S, C., « Principles of Corporate Finance », N.Y.: McGraw-Hil, 1997. (édition traduit en langue française).

Harris, M, et Raviv, A., « The Theory of Capital Structure », *Journal of Finance*, Vol. 46, N° 1, 3/ 91.

Hindy, M, I., « La pensée moderne de la structure du capital », Dar Almaarif, 1996 (en langue arabe).

Hirigoyen, G., et Jobard, J-p., « Financement de l'entreprise : évolution récente et perspectives nouvelles », in encyclopédie de gestion, n°67.

Rapport de la Banque Mondiale, Juin 2003. [http://: www.worldbank.org](http://www.worldbank.org)

Rapport du CNES, 2002.

Donaldson (1961) et développée par Murray Z, F, et Goyal, V, K., « Testing the pecking order theory of capital structure », *Journal of Financial Economics*, 67, 2003.

Lamiri, A., « CRISE de l'économie algérienne », Les presses d'Alger, 1999.

Modigliani, F, et Miller, M., « The Cost of Capital, Corporate Finance, and the Theory of Investment », *American Economic Review*, 48, 1958.

Modigliani, F, et Miller, M., « Corporate Income Taxes and the Cost of Capital: A Correction », *American Economic Review*, Vol. 53, N°3, Juin 1963.

Myers, S, et Majluf, N., « Corporate financing and investment decisions, when firms have information that investors do not have », *Journal of financial economics*, Vol 13, 1984.

Rajan, R, et Zingales, L., « What do we know about capital structure? Some evidence from international data », *The Journal of Finance*, 50, 1995.

Seder, S., « Etude sur la structure du capital des PME algériennes Perspectives de la banque », mémoire de magistère, école supérieure de commerce d'Alger, 2005.

Torres, O., « Les PME », Editions Flammarion, Collection DOMINOS, 1999.

Vernimmen, P., « Finance d'entreprises », Dalloz, France, 1998.

Ziar, Nabil., « La place des PME dans une économie en transition : le cas de l'Algérie », Université d'Oran, Algérie.

on-line: <http://www.univ-paris12.fr/www/labos/gratice/Ziar.doc>