Abdelkader Gliz
École Supérieure de Commerce
Pôle Universitaire de Koléa

Finance d'Entreprise en Algérie

COURS ET EXERCICES CORRIGÉS



BERTI Editions

Abdelkader Gliz
École Supérieure de Commerce
Pôle Universitaire de Koléa

FINANCE d'ENTREPRISE en ALGÉRIE

BERTI Editions

Tous droits réservés
Copyright BERTI Editions, Alger, 2025

TABLE DES MATIÈRES

Préface	**XI**
Avant-propos	**XIII**
Acronymes et symboles utilisés	**XV**
Introduction générale	**1**
PARTIE I **LE TEMPS ET LE RISQUE EN FINANCE**	**7**
CHAPITRE 1 **VALEUR ET TEMPS EN FINANCE**	**9**
1.1-) Introduction	9
1.2-) La valeur temps de la monnaie	9
1.3-) La capitalisation	11
1.3.1-) La capitalisation d'une somme présente	11
1.3.2-) La capitalisation d'une suite de sommes futures	12
1.4-) L'actualisation	13
1.4.1-) L'actualisation d'une somme future	13
1.4.2-) L'actualisation d'une suite de sommes futures	15
1.4.3-) L'actualisation d'une suite infinie de sommes futures	16
1.4.4-) L'actualisation d'une suite infinie de sommes futures en progression constante (le modèle de Gordon-Shapiro)	18
1.5-) Taux proportionnels, taux effectif et taux équivalents	19
1.5.1-) Taux d'intérêt proportionnels	19
1.5.2-) Taux d'intérêt effectif	20
1.5.3-) Taux d'intérêt équivalents	23
1.6-) Capitalisation et actualisation en temps continu	23
1.7-) Les modalités de remboursement des emprunts	25
1.7.1-) Remboursement par capital constant	26
1.7.2-) Remboursement par annuités constantes	26
1.7.3-) Remboursement in fine	28

1.7.4-) Autres modalités de remboursement 29
Série d'exercices 30

CHAPITRE 2
THEORIE DE PORTEFEUILLE ET RELATION RISQUE-RENDEMENT **33**

2.1-) Introduction 33
2.2-) Risque et rendement d'un actif financier 34
2.3-) Risque et rendement d'un portefeuille 38
2.4-) La frontière des portefeuilles efficients 42
2.5-) La sélection du portefeuille optimal 46
2.6-) La frontière des portefeuilles efficients en présence d'un actif sans risque 49
2.7-) Dérivation du modèle d'évaluation des actifs financiers – CAPM 53
2.8-) Application du CAPM au contexte algérien 59
2.8.1-) Le coefficient bêta (β) 59
2.8.2-) Le taux de rendement sans risque 61
2.8.3-) La prime de risque de marché 62
2.8.4-) La prime de risque-pays 63
2.8.5-) La prime de liquidité 67
2.8.6-) La valeur du contrôle 68
2.9-) Le modèle à trois facteurs de Fama & French 69
Série d'exercices 74

PARTIE II
INFORMATION ET ORGANISATION EN FINANCE D'ENTREPRISE **79**

CHAPITRE 3
ASYMETRIE D'INFORMATION ET FINANCE D'ENTREPRISE **81**

3.1-) Introduction 81
3.2-) Le modèle de sélection adverse 81
3.2.1-) Asymétrie d'information et sélection adverse 81
3.2.2-) Sélection adverse et finance 84
3.2.2.1-) Sélection adverse et structure du capital 84

3.2.2.2-) Sélection adverse et rationnement du crédit 85
3.2.2.3-) Sélection adverse et introduction en bourse 86
3.3-) La théorie de l'agence 87
3.3.1-) Asymétrie d'information et problème d'agence 87
3.3.2-) Théorie de l'agence et finance 91
3.4-) Le modèle de signal 94
3.4.1-) Le modèle de signal de Spence 94
3.4.2-) Signal et finance d'entreprise 98
3.4.2.1-) L'autofinancement, signal de qualité de l'entreprise 98
3.4.2.2-) Le dividende, signal de qualité de l'entreprise 100
3.5-) Le modèle de filtrage (*screening*) 102
Série d'exercices 104

CHAPITRE 4
ORGANISATION ET FINANCE D'ENTREPRISE **113**

4.1-) Introduction 113
4.2-) L'approche contractuelle de la firme 114
4.2.1-) La théorie des coûts de transaction 114
4.2.2-) La théorie de l'agence 115
4.2.3-) La théorie des contrats incomplets 117
4.3-) Les principales formes juridiques de l'entreprise 117
4.4-) Le degré de liquidité des titres 122
4.5-) Séparation propriété/contrôle, problème d'agence et gouvernance d'entreprise 123
4.5.1-) Séparation propriété/contrôle et délégation du management 124
4.5.2-) L'objectif de l'entreprise 124
4.5.3-) Maximisation de la valeur de l'entreprise et théorie des parties prenantes 125
4.5.4-) La gouvernance d'entreprise 127
4.5.4.1-) Le conseil d'administration 128
4.5.4.2-) L'audit externe 129
4.5.4.3-) La rémunération incitative 129
4.5.4.4-) Les stock-options 130

4.5.4.5-) L'Offre Publique d'Achat - OPA 131
4.6-) Responsabilité limitée et problème d'agence de la dette 133
4.6.1-) Responsabilité limitée et transfert de risque 133
4.6.2-) Les mécanismes de réduction de risque des créanciers 136
4.6.2.1-) La séniorité de la dette 136
4.6.2.2-) Le rationnement du crédit 137
4.6.2.3-) La demande de garanties 138
4.6.2.4-) L'audit et le monitoring de l'entreprise 138
4.6.2.5-) Les covenants 139
Série d'exercices 140

PARTIE III
LES DECISIONS FINANCIERES DE L'ENTREPRISE **141**

CHAPITRE 5
EVALUATION ET CHOIX DE L'INVESTISSEMENT **143**

5.1-) Introduction 143
5.2-) Nature et caractéristiques de l'investissement 143
5.2.1-) Valeur de l'investissement et objectif de l'entreprise 144
5.2.2-) Profil temporel des projets d'investissement 144
5.2.3-) Différentes classifications de l'investissement 145
5.2.4-) L'interdépendance des projets 145
5.3-) Les motivations de l'actualisation 146
5.4-) Les méthodes d'évaluation de l'investissement 149
5.4.1-) Critères sans actualisation 150
5.4.1.1-) Le délai de récupération 150
5.4.1.2-) Le taux de rentabilité comptable 152
5.4.2-) Critères avec actualisation 154
5.4.2.1-) La valeur actuelle nette 154
5.4.2.2-) Le taux de rendement interne 160
5.4.3-) Comparaison entre la VAN et le TRI et limites du TRI 163
5.4.3.1-) VAN et TRI pour des projets à profil temporel différent 164
5.4.3.2-) Projets à taux de rendement interne multiple 165

5.4.4-) Le taux de rendement interne modifié 167
5.5-) Détermination des cash-flows pour l'évaluation de l'investissement 168
5.5.1-) Notion préliminaire de coût du capital 169
5.5.2-) L'expression des cash-flows pour l'évaluation de l'investissement 171
5.6-) Développements de la valeur actuelle nette 177
5.6.1-) Valeur actuelle nette et projets à durée de vie différente 177
5.6.2-) Valeur actuelle nette et projets à coût initial différent 180
5.6.3-) Valeur actuelle nette et taux de rendement interne pour des projets à coût initial différent 181
5.6.4-) La durée de vie optimale de l'investissement 181
5.6.5-) Valeur actuelle nette et méthodes d'amortissement 183
5.6.6-) Valeur actuelle nette et inflation 186
5.6.7-) Choix d'investissement en cas de rationnement de capital 189
5.7-) Options réelles et évaluation de l'investissement 192
5.7.1-) Notions élémentaires sur les options 192
5.7.1.1-) Définition et caractéristiques des options 193
5.7.1.2-) Le profil de gain des options 195
5.7.2-) Le modèle binomial d'évaluation des options 196
5.7.3-) Options réelles et valeur actuelle nette augmentée – VANA 199
5.7.3.1-) Les types d'options réelles 200
5.7.3.2-) L'évaluation des options réelles 201
Série d'exercices 204

CHAPITRE 6
STRUCTURE DU CAPITAL ET COÛT DU CAPITAL **213**

6.1-) Introduction 213
6.2-) Risque opérationnel et risque financier 213
6.3-) L'approche traditionnelle 215
6.4-) L'approche de Modigliani & Miller 219
6.4.1-) Les propositions de Modigliani & Miller en l'absence de l'impôt sur le bénéfice 219

6.4.2-) Les propositions de Modigliani & Miller en présence de l'impôt sur le bénéfice 222
6.4.3-) Le modèle général de Modigliani & Miller 223
6.4.4-) Le coût des capitaux propres et le coût du capital 227
6.5-) La théorie du compromis (*trade-off theory*) 229
6.5.1-) L'effet des coûts de faillite 229
6.5.2-) L'effet des coûts d'agence de la dette 232
6.5.3-) L'effet de la valeur de liquidation des actifs de l'entreprise 234
6.6-) Le modèle de Miller 234
6.7-) Le modèle de l'ordre hiérarchique (*pecking order theory*) 236
6.8-) Valeur de l'entreprise et structure du capital en présence de risques différents 237
6.9-) Structure du capital et théorie des coûts de transactions 239
6.10-) La validation empirique des théories de la structure du capital 240
Série d'exercices 243

CHAPITRE 7
LA POLITIQUE DE DISTRIBUTION DE DIVIDENDES **251**

7.1-) Introduction 251
7.2-) Généralités sur la distribution de dividendes 252
7.2.1-) La mesure du taux de distribution de dividendes 253
7.2.2-) Les principales dates de la distribution de dividendes 254
7.2.3-) Données statistiques sur la distribution de dividendes 255
7.2.4-) Faits empiriques importants de la distribution de dividendes 256
7.3-) Le modèle de Lintner 258
7.4-) Les thèses de neutralité de dividendes 259
7.4.1-) La thèse résiduelle 259
7.4.2-) La thèse de neutralité de Miller & Modigliani 260
7.5-) Les théories de la non neutralité de dividendes 267
7.5.1-) La politique de lissage du dividende 267
7.5.2-) Le dividende et la dissipation de l'incertitude 269
7.5.3-) L'introduction de l'impôt sur le revenu des personnes 269
7.5.4-) Le dividende et l'effet clientèle 272

7.5.5-) Le dividende en tant que signal 273
7.5.6-) Le dividende et l'aléa moral 274
Série d'exercices 275

PARTIE IV
LES MODES DE FINANCEMENT DE L'ENTREPRISE **279**

CHAPITRE 8
LE FINANCEMENT PAR CAPITAUX PROPRES **281**

8.1-) Introduction 281
8.2-) L'autofinancement 281
8.2.1-) Définition de l'autofinancement 282
8.2.2-) Avantages et coûts de l'autofinancement 283
8.3-) L'émission d'actions nouvelles 284
8.3.1-) Objectif de l'émission d'actions nouvelles 284
8.3.2-) Le risque de dilution 285
8.3.3-) Le droit préférentiel de souscription 287
8.3.4-) Le droit d'attribution 290
8.4-) Le capital-investissement 293
8.4.1-) Formes de capital-investissement 294
8.4.2-) Le pacte d'actionnariat 295
8.4.3-) Les modalités de sortie du capital-investisseur 296
8.4.4-) Le capital-investissement en Algérie 297
8.5-) L'introduction en bourse 298
8.5.1-) Les modes d'introduction en bourse 299
8.5.2-) Avantages et coûts de l'introduction en bourse 300

CHAPITRE 9
LE FINANCEMENT PAR ENDETTEMENT **303**

9.1-) Introduction 303
9.2-) Le crédit bancaire 303
9.2.1-) Le rôle de la banque 303
9.2.2-) Les crédits bancaires à l'entreprise 305

9.2.2.1-) Les crédits par caisse à court terme 308
9.2.2.2-) Les crédits à moyen et long terme 310
9.2.2.3-) Les crédits par signature 311
9.2.3-) Les garanties 312
9.3-) L'emprunt obligataire 316
9.3.1-) Définition et caractéristiques de l'emprunt obligataire 316
9.3.2-) Les types d'obligation 317
9.3.3-) La valeur de l'obligation 318
9.3.4-) Le risque de l'obligation 320
9.4-) Les obligations convertibles en actions 322
9.4.1-) Caractéristiques de l'obligation convertible en actions 323
9.4.2-) Avantages de l'obligation convertible en actions 324
9.4.3-) Valeur de l'obligation convertible en actions 324
9.4.4-) Cas réel d'un emprunt obligataire convertible en actions 325
9.5-) Le leasing 327
9.5.1-) Aspects opérationnels du leasing 327
9.5.1.1-) La comptabilisation du leasing 328
9.5.1.2-) Le traitement fiscal du leasing 329
9.5.1.3-) La détermination du montant du loyer du leasing 330
9.5.2-) Avantages et coûts du leasing 331
9.5.2.1-) Le leasing et le taux d'endettement de l'entreprise 331
9.5.2.2-) Le leasing et l'aléa moral 332
9.5.2.3-) Le risque de la valeur résiduelle 332
9.5.2.4-) Le coût du leasing 332
PRINCIPALES EXPRESSIONS DE LA FINANCE D'ENTREPRISE 335
BIBLIOGRAPHIE 343

PRÉFACE

Professeur Abdelkader Gliz propose un ouvrage qui porte sur la finance d'entreprise, aussi bien dans ses aspects théoriques que pratiques. Comme l'indique bien le titre du livre, une place substantielle est consacrée à des situations issues de l'économie algérienne. En effet, l'interaction entre des développements théoriques et leurs applications à l'économie algérienne est largement mise en avant dans cet ouvrage et en constitue un trait distinctif.

En fait, ce livre constitue une référence bien documentée permettant une bonne compréhension des problèmes financiers de l'entreprise dans le contexte de l'économie algérienne. Les aspects pratiques abordés touchent plusieurs thèmes, à l'exemple du célèbre modèle CAPM, de la lecture financière des formes juridiques de l'entreprise, de la politique de distribution de dividendes des entreprises algériennes et des modes/instruments de financement disponibles en Algérie.

Ce livre s'inscrit dans le cadre de la finance moderne où l'objectif fondamental à atteindre par les managers est la maximisation de la valeur de l'entreprise. Ce critère est bien étayé et commenté par l'auteur tout en faisant ressortir ses limites et les raisons de son acceptation par la théorie économique.

Professeur Abdelkader Gliz accorde une place importante à la rigueur théorique, puisque la discussion approfondie des concepts est appuyée par une présentation de la démonstration mathématique des principales théories de la finance moderne. C'est par exemple le cas du modèle d'évaluation des actifs financiers, du choix de l'investissement, de la structure du capital et de la politique de distribution de dividendes.

Les concepts de l'économie de l'information comme la sélection adverse, la relation principal / agent et le signal, qui permettent une meilleure compréhension d'un certain nombre de caractéristiques de l'entreprise comme son organisation, sa gouvernance et les relations entre les parties prenantes, sont également traités.

Au total, dans ce support approfondi en matière de finance d'entreprise, l'accent est mis sur le calcul économique, mais sont aussi abordés des aspects qualitatifs de la finance d'entreprise comme la gouvernance et l'organisation.

Ce livre répond particulièrement aux besoins des étudiants car la finance d'entreprise est devenue un thème central dans les enseignements de gestion et d'économie. Il représente aussi un outil appréciable pour les professeurs de l'enseignement supérieur. L'insertion d'exercices à la fin des chapitres permet aux lecteurs de s'assurer de la bonne compréhension des thèmes du livre.

Pour ce qui des professionnels de la finance et de la gestion d'entreprise, ils trouveront dans ce livre des indications utiles sur des thèmes importants de la finance d'entreprise comme par exemple le coût du capital, le choix de l'investissement et les modes de financement de l'entreprise.

Par son contenu – présentation des modèles théoriques de la finance d'entreprise et application au contexte de l'économie algérienne – nous sommes convaincus que ce livre sera d'un intérêt certain aussi bien pour le monde académique que pour les professionnels de la gestion et de la finance. Il constitue une production académique remarquable à mettre à l'actif de l'université algérienne.

Mohammed Laksaci
Ph. D en Economie
Maître de Conférences à l'Ecole Supérieure de Commerce
Ancien Gouverneur de la Banque d'Algérie (2001-2016)

CHAPITRE 4
ORGANISATION ET FINANCE D'ENTREPRISE

4.1-) Introduction

Ce chapitre introduit des éléments relatifs à l'organisation de l'entreprise et ses effets sur la finance d'entreprise. Il est essentiellement une lecture financière des formes juridiques des entreprises. Trois principales dimensions sont retenues pour cela : la liquidité des titres de propriété (actions et parts sociales), la séparation propriété/contrôle et la responsabilité limitée.

La création d'une entreprise représente un contrat entre les associés impliquant des droits et des obligations entre eux ainsi que vis-à-vis des tiers. Ce contrat donne lieu à la rédaction des statuts. Les fondateurs de l'entreprise attachent une importance particulière à la forme juridique de l'entreprise car elle a des effets sur le fonctionnement de l'entreprise, notamment en matière de responsabilité et de contrôle des opérations, de partage de risque et d'accès à l'information. La forme juridique de l'entreprise définit les relations qui existeront entre les différentes parties prenantes, en particulier entre les actionnaires/associés, le manager, le personnel, les créanciers et l'Etat.[103]

Ce chapitre montre entre autres qu'en raison de deux de ses caractéristiques, à savoir la responsabilité limitée des actionnaires et la négociabilité des actions, la forme juridique « Société Par Actions » est d'un apport majeur dans l'expansion de l'entreprise et le développement des mécanismes boursiers. En Algérie cependant, cette forme juridique n'est adoptée que par 12.842 entreprises, soit seulement 5,67% des sociétés inscrites au registre de commerce à fin 2022.[104]

Cette sous-représentation de la forme juridique SPA résulte, entre autres, du caractère familial qui prédomine et qui pourrait être un frein au développement de l'entreprise en Algérie. L'environnement de l'entreprise algérienne est également une contrainte au développement de la SPA en particulier et de l'entreprise en général. Cet environnement est notamment caractérisé par un poids élevé de la bureaucratie et une instabilité de la législation.

Ce chapitre est organisé autour de cinq sections. La première section est une brève introduction de l'approche contractuelle de la firme, ceci afin de faire ressortir l'importance de l'analyse des relations contractuelles entre les parties prenantes de l'entreprise. La seconde section est consacrée à la présentation des principales formes juridiques de l'entreprise existant en Algérie. Les trois sections suivantes sont une analyse de ces formes juridiques selon les dimensions de la

[103] Dans ce qui suit, le manager désigne le premier responsable de la gestion de l'entreprise. Il peut être le gérant, le directeur général, le président directeur général, le président du directoire ou toute autre appellation désignant la personne qui dispose de la responsabilité de la décision au plus haut niveau de l'entreprise.
[104] Centre National du Registre du Commerce –CNRC. Indicateurs et Statistiques 2022, mai 2023.

liquidité des titres de propriété émis par ces sociétés, de la séparation propriété/ contrôle et de la responsabilité limitée.

4.2-) L'approche contractuelle de la firme

La théorie microéconomique standard considère l'entreprise comme étant une « boite noire », représentée simplement par une fonction de production $y = f(K, L)$ décrivant la technologie utilisée et où la principale décision est la détermination du niveau optimal de production (output) y^* en fonction du prix unitaire du bien produit et du prix unitaire des inputs, généralement le travail L et le capital K.

Avec l'apparition de l'économie industrielle, la théorie de la firme s'est développée afin d'intégrer d'autres caractéristiques de l'entreprise telles que le management, l'organisation et les droits de propriété.

La nouvelle théorie de la firme introduit une approche contractuelle et considère que celle-ci est un ensemble coordonné de contrats. A la création de l'entreprise, il y a d'abord le contrat établi entre les actionnaires. Vient ensuite toute une série de contrats passés par l'entreprise avec notamment les managers, les travailleurs, les financiers externes, les clients, les fournisseurs et autres.

L'approche contractuelle des firmes a été introduite, notamment, à travers trois principales théories : la théorie des coûts de transaction, la théorie de l'agence et la théorie des contrats incomplets. La présentation de ces trois théories est de nature à permettre une meilleure compréhension de l'organisation de l'entreprise et de ses impacts financiers.

4.2.1-)La théorie des coûts de transaction

Le modèle d'équilibre général soutient, sous un certain nombre d'hypothèses, que le marché, à travers le mécanisme des prix, est la forme optimale d'organisation de l'économie en général et de la production en particulier.[105] Dans ce cadre, les transactions entre les firmes sont des relations marchandes. En dépit de son niveau élevé de rigueur, ce modèle fondamental laisse inexpliquée l'existence même des firmes car à l'intérieur de celles-ci, les transactions sont non marchandes, c'est-à-dire non régies par le mécanisme des prix. D'où la question cruciale suivante : si les relations marchandes permettent d'atteindre l'optimum social, alors pourquoi existe-t-il des relations non marchandes. En d'autres termes, pourquoi existe-t-il des firmes ?

Cette question fondamentale est à l'origine de l'approche institutionnelle (Coase, Williamson, etc.) dont le point de départ est la critique de la conception néo-classique de la firme qui considère celle-ci comme une simple fonction de production. L'approche institutionnelle, au contraire, « considère l'entreprise comme une organisation caractérisée par la structure contractuelle qui régit les rapports internes de ses membres ».[106] Pour l'approche institutionnelle, l'entreprise

[105] Voir par exemple Mas-Colell, Whinston, and Green (1995) et Varian (2006).
[106] Voir Gabrié et Jacquier (1994).

est un réseau complexe de contrats. Selon l'expression de Williamson, l'entreprise est une « structure de gouvernance ». De ce fait, l'analyse des contrats devient centrale dans cette approche.

L'apport fondamental de cette approche est d'expliquer l'émergence de la firme par l'existence des coûts de transaction. Ces derniers sont les coûts *ex ante* et les coûts *ex post* liés au fonctionnement du marché. Les coûts de transaction *ex ante* sont les coûts de collecte de l'information, notamment celle relative aux prix, et ceux concernant la négociation et la rédaction des contrats. Les coûts de transaction *ex post* concernent l'exécution des contrats et sont relatifs à l'application et au respect des dispositions du contrat ainsi qu'à la résolution, par arbitrage ou par recours au tribunal, des éventuels conflits entre les parties au contrat.

L'économie des coûts de transaction introduit ainsi une distinction entre les transactions externes et les transactions internes. Les transactions externes sont celles qui ont lieu entre les firmes et sont régies par le système des prix. Les transactions internes ou transactions hors marché, sont celles qui ont lieu à l'intérieur de l'entreprise et sont régies par la hiérarchie et la gouvernance.

Coase (1937) est le premier économiste à avoir considéré qu'il existe deux modes d'organisation de la production : la firme et le marché. La firme est la forme optimale lorsque les coûts internes d'organisation (administration, contrôle, gouvernance, etc.) sont inférieurs aux coûts de transaction. A contrario, lorsque les coûts de transaction sont moins élevés, il est préférable d'acquérir le bien sur le marché à travers un contrat d'achat/vente.

Cette théorie permet ainsi de traiter la question de la taille de la firme. Tant que les coûts internes d'organisation sont inférieurs aux coûts de transaction, il est préférable pour la firme d'internaliser la production des biens au lieu de les acquérir à travers le marché. Ce processus d'internalisation signifie augmentation de la taille de l'entreprise. Il s'arrête lorsque l'accroissement des coûts internes d'intégration devient égal au coût de transaction lié au recours au marché.

4.2.2-)La théorie de l'agence

Dans le cadre de l'entreprise, la théorie de l'agence analyse la relation actionnaires/manager lorsqu'il existe une séparation entre la propriété et le contrôle.[107] La séparation entre la propriété et le contrôle est la situation où le propriétaire de l'entreprise n'est pas lui-même le manager de l'entreprise. Dans ce cas, le propriétaire recrute une personne qui aura la fonction de manager et à qui seront délégués les pouvoirs de gestion avec une autonomie plus ou moins étendue. La séparation de la propriété et du contrôle se retrouve essentiellement dans les grandes entreprises. Elle est peu fréquente dans les petites et moyennes entreprises où souvent, le propriétaire est lui-même le manager, généralement omniprésent dans l'ensemble des fonctions de l'entreprise.

Berle & Means (1932) ont montré que dans les grandes entreprises, les propriétaires ne sont pas nécessairement les personnes qui contrôlent et dirigent les

[107] Cette sous-section se complète avec la section 3.3.

affaires. Ils ont introduit des notions nouvelles pour décrire les grandes entreprises modernes. Ces deux auteurs ont noté que les grandes entreprises se caractérisent par la concentration du pouvoir, ce qui nous éloigne de l'hypothèse standard de marché concurrentiel. De ce fait, ces grandes entreprises acquièrent une capacité à influencer les décisions politiques et à contourner la réglementation.[108]

Pour les grandes entreprises cotées en bourse, il existe généralement une large dispersion de l'actionnariat qui est souvent un actionnariat passif. Dans ce cas, la direction en place acquiert une plus grande marge de manœuvre, ce qui pourrait accentuer le problème d'agence entre les actionnaires et les managers. En dépit de la dispersion de l'actionnariat, il existe des actionnaires actifs qui sont en général des actionnaires détenant une part substantielle du capital.

La séparation entre la propriété et le contrôle peut créer une situation d'asymétrie d'information et de conflit d'intérêts entre le propriétaire et le manager. En premier lieu, l'asymétrie d'information se développe au détriment du propriétaire car, à travers la gestion courante de l'entreprise, le manager devient de mieux en mieux informé des caractéristiques de l'entreprise. En second lieu, à travers ses décisions, le manager pourrait favoriser, plus ou moins, ses intérêts au détriment de ceux du propriétaire.

Compte tenu de l'asymétrie d'information et du conflit d'intérêt (effort, bénéfices privés) existant entre le principal et l'agent, ce dernier peut ainsi dévier de l'objectif assigné par le principal au détriment de celui-ci. L'aléa moral existe dans une relation lorsqu'au moins l'une des deux parties est incitée à dévier vers un comportement diffèrent de ce qui a été convenu, causant de ce fait une réduction du bien-être de l'autre partie. La réaction du principal à ce risque est notamment la mise en place de mécanismes de gouvernance au sein de l'entreprise.

Cette déviation par rapport à l'objectif assigné engendre des coûts qu'on appelle coûts d'agence et qui sont de trois types selon la terminologie proposée par Jensen & Meckling (1976) :

- Les coûts du contrôle (*monitoring costs*) sont le premier type de coûts et sont les dépenses engagées par les actionnaires (le principal) pour contrôler le manager, ceci afin de limiter les possibles déviations de ce dernier.
- Les coûts d'engagement (*bonding costs*) sont le deuxième type de coûts d'agence et sont les dépenses engagées par le manager lui-même (l'agent) pour convaincre les actionnaires de sa bonne foi et de sa loyauté.
- Les coûts résiduels (*residual costs*) sont le troisième type de coûts d'agence et représentent les coûts engendrés par la divergence entre les décisions des managers et les décisions maximisant la valeur de

[108] A titre d'exemple, de par leurs larges capacités et leur maîtrise des législations fiscales nationales et internationales, ces grandes entreprises parviennent à réduire le montant de l'impôt à payer. Cette pratique est appelée optimisation fiscale.

l'entreprise, divergence qui persiste malgré l'existence du contrôle des actionnaires et de l'engagement des managers.

Les coûts d'agence sont la somme de ces trois types de coûts.[109]

4.2.3-)La théorie des contrats incomplets

La création de l'entreprise est un contrat conclu entre les associés pour déterminer leurs droits et obligations respectifs. Ce contrat doit tenir compte de l'ensemble de la législation existante et est défini dans les statuts de l'entreprise. Ces derniers mentionnent entre autres les actionnaires/associés fondateurs de la société, son objet, sa localisation et les moyens mis à sa disposition. L'accord entre les actionnaires/associés contient également des éléments non écrits liés à leur relation qui peut être du type familial, amical ou autres.

Le contrat de création de l'entreprise ne peut être cependant détaillé au point de lister toutes les situations possibles futures et de mentionner la décision appropriée pour ces situations. En d'autres termes, le contrat de création de l'entreprise est un contrat incomplet. A titre d'exemple, la politique de distribution des dividendes et la politique de financement ne sont pas mentionnées dans les statuts car elles dépendent de facteurs non prévisibles à la création de l'entreprise. C'est le cas aussi pour le choix des investissements et de partenariats avec d'autres entreprises. Ces décisions ne peuvent donc être prises qu'ultérieurement.

La théorie des contrats incomplets (Hart, Grossman, Moore, etc.) avance trois arguments pour expliquer l'incomplétude des contrats. En premier lieu, par nature, il est impossible de prévoir toutes les contingences futures. En second lieu, même s'il avait été possible de prévoir tous les états de la nature futurs, leur description détaillée dans le contrat serait d'un coût exorbitant. Enfin, même si l'on considère ce coût supportable pour les cocontractants, il serait trop complexe pour une tierce partie d'avoir une compréhension totale du contrat. Cette tierce partie pourrait être le tribunal chargé de régler les éventuels différends entre les cocontractants.

Le contrat entre les associés étant incomplet, la question cruciale qui se pose est de savoir comment seront prises les décisions futures pour les contingences non anticipées. Comme le montre Hart (2017), c'est le sujet des droits de propriété et est l'une des principales questions abordées dans les statuts car la répartition des droits de propriété entre les associés détermine celle de la décision et du contrôle au sein de l'entreprise.

4.3-) Les principales formes juridiques de l'entreprise

La loi, notamment le code de commerce, prévoit plusieurs formes juridiques des entreprises. Ces dernières sont des conventions plus ou moins optimales entre les propriétaires de l'entreprise. Elles ont de plus un impact sur les parties en relation avec l'entreprise, notamment avec les financiers externes. On trouve les formes juridiques suivantes :

[109] Nous retrouverons la notion de coûts d'agence au chapitre 6 car ces coûts représentent un des facteurs explicatifs de la théorie du compromis (Trade-Off Theory).

- L'Entreprise Individuelle ;
- L'Entreprise Unipersonnelle A Responsabilité Limitée – EURL ;
- La Société en Nom Collectif – SNC ;
- La Société en Commandite Simple – SCS ;
- La Société en Commandite par Actions – SCA ;
- La Société A Responsabilité Limitée – SARL ;
- La Société Par Actions – SPA ;
- La Société Par Actions Simplifiée – SPAS.

A fin 2022, le tissu économique algérien comptait 2.227.814 entités commerciales inscrites au registre de commerce dont 2.001.439 personnes physiques, soit 89,84% et 226.375 sociétés (personnes morales), soit 10,16%.[110]

Le tableau 4.1 fait ressortir la fréquence d'utilisation des différentes formes juridiques des sociétés commerciales en Algérie.

Tableau 4.1 : Les formes juridiques des sociétés commerciales en Algérie en 2022

Formes juridiques	Nombre	Fréquence
SARL	118.530	52,36%
EURL	82.588	36,48%
SPA	12.842	5,67%
SNC	10.306	4,55%
EPIC	1.343	0,59%
GRP	527	0,23%
SUCC	210	0,09%
SCS	18	0,01%
SPAS	9	-
SCA	2	-
TOTAL	226.375	100,00%

Source : CNRC, Indicateurs et Statistiques 2022, mai 2023.

GRP : Groupement ; EPIC : Entreprise Publique Industrielle et Commerciale ; SUCC : Succursale.

[110] Centre National du Registre du Commerce –CNRC. Indicateurs et Statistiques 2022, mai 2023.

La figure 4.1 illustre graphiquement ces fréquences.

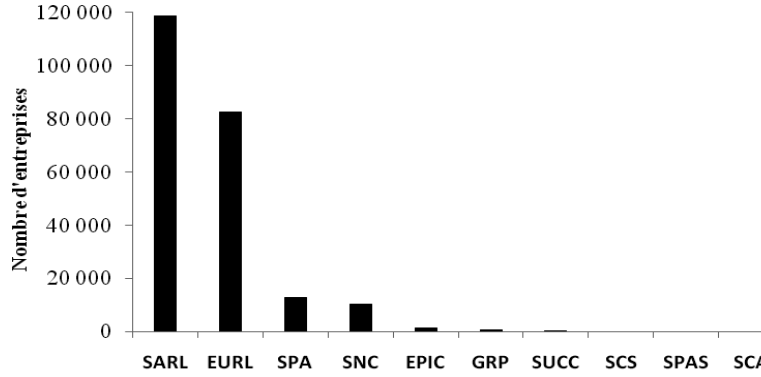


Figure 4.1 : Formes juridiques des sociétés commerciales en Algérie à fin 2022

Ces données reflètent bien quelques caractéristiques de l'entreprise privée algérienne, à savoir notamment son caractère familial et sa taille relativement petite.

L'entreprise individuelle

L'entreprise individuelle est créée par une personne physique qui, en application de l'article premier du code de commerce, est réputée commerçante. Cette forme d'entreprise, simple, ne nécessite pas l'établissement de statuts. Dans cette forme d'entreprise, le financement en capitaux propres et la responsabilité des opérations sont assurés en totalité par une seule personne. Il n'existe pas de séparation entre le patrimoine de l'entreprise et celui du propriétaire. Il s'ensuit que ce dernier est indéfiniment responsable des engagements financiers pris par son entreprise. Il n'y a donc pas de responsabilité limitée. Enfin, le bénéfice de l'entreprise est imposé dans le cadre du revenu global du propriétaire.

L'Entreprise Unipersonnelle à Responsabilité Limitée – EURL

L'Entreprise Unipersonnelle à Responsabilité Limitée –EURL– est une Société A Responsabilité Limitée –SARL– fondée par un seul associé.[111] Bien qu'elle ne soit créée que par une seule personne, la EURL nécessite l'établissement de statuts pour son immatriculation au registre de commerce. Le capital social est fixé librement par l'associé unique.[112]

Comme pour tous les types de sociétés (sauf la société en participation), la forme juridique EURL implique une séparation entre le patrimoine de la société et

[111] Code de commerce, article 564. Voir aussi le portail de création d'entreprise en Algérie du CNRC (https://cnrcinfo.cnrc.dz/).
[112] Loi n° 15-20 du 30 décembre 2015 modifiant et complétant l'ordonnance n° 75-59 du 26 septembre 1975 portant code de commerce.

le patrimoine des associés et ce, en vertu de l'acquisition de la personnalité morale. L'associé unique bénéficie de même de la responsabilité limitée.

La Société en Nom Collectif – SNC

La Société en Nom Collectif est une société de personnes dans laquelle « les associés en nom collectif ont tous la qualité de commerçants et répondent indéfiniment et solidairement des dettes sociales ».[113] Les associés ne bénéficient donc pas de la responsabilité limitée. Dans cette forme juridique de société, il existe une séparation entre le patrimoine de la société et celui des associés en vertu de l'acquisition de la personnalité morale. Le capital social est librement fixé par les associés et est divisé en parts sociales. De plus, « les parts sociales ne peuvent être représentées par des titres négociables. Elles ne peuvent être cédées qu'avec le consentement de tous les associés ».[114]

La Société en Commandite Simple –SCS

La Société en Commandite Simple, dont le capital est divisé en parts sociales, est une société hybride car elle est à la fois une société de personnes et une société de capitaux.[115] Elle est en effet composée de deux catégories d'associés, à savoir d'associés commandités et d'associés commanditaires. Les associés commandités ont le statut d'associés en nom collectif. Ils ont la qualité de commerçants et sont solidairement et indéfiniment responsables des dettes sociales. Par contre, les associés commanditaires n'ont pas la qualité de commerçants et ne répondent des dettes de l'entreprise qu'à concurrence du montant de leur apport en capital.[116] Les parts sociales ne peuvent être cédées qu'avec le consentement de tous les associés.[117]

Cette forme juridique à laquelle s'appliquent les règles relatives à la SNC sauf dispositions contraires, convient aux ouvertures de capital des SNC vers des apporteurs de capitaux qui souhaitent ne pas prendre un risque élevé et ne pas participer à la gestion de l'entreprise.

La Société en Commandite par Actions –SCA

« La société en commandite par actions, dont le capital est divisé en actions, est constituée entre un ou plusieurs commandités qui ont la qualité de commerçant et répondent indéfiniment et solidairement des dettes sociales et des commanditaires qui ont la qualité d'actionnaires et ne supportent les pertes qu'à concurrence de leurs apports ».[118] C'est donc une société hybride car elle est à la fois une société

[113] Article 551 du code de commerce.
[114] Article 560 du code de commerce.
[115] Commanditer signifie fournir des capitaux à une entreprise commerciale sans en être gestionnaire.
[116] Article 563 bis 1 du code de commerce.
[117] L'article 563 bis 7 du code de commerce cite trois cas particuliers de cessibilité des parts sociales sans l'exigence du consentement de tous les associés, à condition que ces cas soient expressément prévus par les statuts.
[118] Article 715 ter du code de commerce.

de personnes et une société de capitaux. Le fonctionnement de la société en commandite par actions est une mixture des dispositions régissant les sociétés en commandite simple et les sociétés par actions.

La Société A Responsabilité Limitée – SARL

« La Société A Responsabilité Limitée est instituée par une ou plusieurs personnes qui ne supportent les pertes qu'à concurrence de leurs apports ».[119] Les associés bénéficient donc de la responsabilité limitée. De par sa personnalité morale, dans cette forme de société, il existe une séparation entre le patrimoine de l'entreprise et celui des associés. Le capital social de la SARL est librement fixé entre les associés dont le nombre doit être compris entre deux et cinquante.[120] Il est réparti en parts sociales d'égale valeur. « Les parts sociales sont nominatives. Elles ne peuvent être représentées par des titres négociables ».[121]

La Société Par Actions – SPA

La Société Par Actions est une société de capitaux. Son capital social doit être égale à cinq millions de DA au moins en cas d'appel public à l'épargne et à un million de DA sinon.[122] Le nombre d'actionnaires ne peut être inférieur à sept.[123] Les actionnaires ne supportent les pertes de la société qu'à concurrence de leurs apports. Ils bénéficient donc de la responsabilité limitée.

Le capital social est divisé en actions qui sont des titres négociables. Les droits attachés à l'action ordinaire, à savoir entre autres, le droit de vote, la perception des dividendes et du boni de liquidation et le droit préférentiel de souscription d'actions nouvelles sont des droits proportionnels au nombre d'actions souscrites. L'action ordinaire nominative peut avoir un droit de vote supérieur ou un privilège supplémentaire de souscription d'actions nouvelles ou d'obligations.

La Société Par Actions est administrée par un conseil d'administration composée de trois à douze membres. Le conseil d'administration est investi des pouvoirs les plus étendus pour agir en toute circonstance au nom de la société. Les membres du conseil d'administration sont élus par l'assemblée générale constitutive ou l'assemblée générale ordinaire. Le conseil d'administration doit être propriétaire d'un nombre d'actions représentant au minimum 20% du capital social. Ces actions sont affectées en totalité à la garantie des actes de la gestion et sont inaliénables.

[119] Article 564 du code de commerce.
[120] Loi n° 15-20 du 30 décembre 2015 modifiant et complétant l'ordonnance n° 75-59 du 26 septembre 1975 portant code de commerce.
[121] Article 569 du code de commerce.
[122] Les banques et les établissements financiers doivent avoir un capital social minimum de 20 milliards de DA et de 6,5 milliards de DA respectivement (règlement Banque d'Algérie n° 2018-03 du 4 novembre 2018). Le capital minimum des compagnies d'assurance est de 1 milliard de DA lorsqu'elles activent dans l'assurance de personnes et de capitalisation et de 2 milliards de DA lorsqu'elles activent dans l'assurance dommages (décret exécutif n° 09-375 du 16 novembre 2009).
[123] Article 592 du code de commerce.

La loi algérienne (le code de commerce) donne aussi aux Sociétés Par Actions la possibilité de s'organiser selon le modèle conseil de surveillance/directoire. Cette forme d'organisation est peu adoptée par les entreprises algériennes.

La Société Par Actions Simplifiée –SPAS

Depuis l'année 2022, il existe une nouvelle forme juridique, à savoir la Société Par Actions Simplifiée –SPAS. Cette forme de société, réservée aux sociétés certifiées comme étant « startup », peut être instituée sans conditions minimales en termes de nombre d'associés, personnes physiques ou morales, et de capital social. De plus, « les modalités de son organisation et de son fonctionnement sont fixées dans ses statuts ». Cette forme de société constitue une simplification destinée à favoriser la création, le financement et la transmission des startups.[124]

4.4-) Le degré de liquidité des titres

Le degré de liquidité des titres de propriété est l'un des impacts du choix d'une forme juridique des sociétés. La liquidité des titres de propriété varie d'une forme juridique à l'autre. La liquidité d'un titre représente le temps nécessaire pour que celui-ci se transforme en liquidités, c'est-à-dire en cash. L'action cotée dans une bourse développée est l'un des titres financiers les plus liquides. Par contre, des parts sociales d'une SARL ou d'une SNC peuvent nécessiter un laps de temps important pour être transformées en cash.

Pour une société en nom collectif, le code de commerce stipule qu'un associé souhaitant vendre ses parts doit obtenir le consentement de tous les autres associés.[125] Cette disposition est le reflet du caractère de société de personnes de la SNC. Elle découle aussi du fait que la SNC peut avoir plusieurs gérants parmi les associés. Il devient donc important pour les associés de s'assurer que le nouvel associé ait les qualités souhaitées par eux. Ainsi, la liquidité des titres de propriété de la forme juridique SNC est très limitée. De plus, la détermination du prix des parts sociales est souvent complexe, notamment en raison de l'existence d'éléments subjectifs.

Pour la société en commandite simple également, la cession de parts sociales par l'un des associés nécessite le consentement de tous les autres associés.[126] Le code de commerce a toutefois introduit trois exceptions à l'exigence de l'accord unanime des associés. En effet, « les statuts peuvent stipuler : 1°) que les parts des associés commanditaires sont librement cessibles entre associés ; 2°) que les parts des associés commanditaires peuvent être cédées à des tiers étrangers à la société avec le consentement de tous les commandités et de la majorité en capital des commanditaires ; 3°) qu'un associé commandité peut céder une partie de ses parts à un commanditaire ou à un tiers étranger à la société dans les conditions prévues au 2° ci-dessus ».[127] Bien que moins contraignant que pour la société en nom collectif,

[124] Voir loi n° 22-09 du 5 mai 2022 modifiant et complétant le code de commerce.
[125] Article 560 du code de commerce.
[126] Article 563 bis 7 du code de commerce.
[127] Article 563 bis 7 du code de commerce.

le degré de liquidité des titres de la société en commandite simple reste toutefois fort limité.

Les parts sociales des sociétés à responsabilité limitée sont nominatives et ne peuvent être représentées par des titres négociables.[128] De plus, la cession de parts sociales par l'un des associés à des tiers étrangers à la société nécessite l'accord préalable des associés représentant au moins les trois quarts du capital.[129] En cas de refus, il revient aux associés d'acquérir ces parts sociales ou de les faire acquérir par une personne de leur choix. Le prix de cession de ces parts sociales est déterminé par un expert agréé par les deux parties ou, en cas de désaccord, désigné par décision de justice. L'absence de l'obligation de l'accord unanime des associés rend le degré de liquidité des titres de la société à responsabilité limitée plus élevé que celui de la société en nom collectif et de la société en commandite simple.

La société par actions est la forme juridique la plus favorable à la liquidité des titres de propriété. En effet, comme le stipule l'article 715 bis 40 du code de commerce, « l'action est un titre négociable émis par une société par action en représentation d'une fraction de son capital social ». Les actions peuvent revêtir soit la forme au porteur soit la forme nominative. La cession des actions au porteur ne nécessite pas l'accord préalable des autres actionnaires. Si les actionnaires le souhaitent et à condition de le prévoir dans les statuts, la cession d'actions revêtant la forme nominative peut être soumise à l'agrément de la société.[130]

Comme pour les parts sociales des autres formes juridiques, la liquidité des actions peut être contrainte par l'absence d'un prix de marché, ce qui est le cas des actions non cotées en bourse. Le degré de liquidité est au maximum lorsque le titre concerné est une action ordinaire cotée en bourse. Ainsi, la disponibilité d'un prix de marché représente l'un des avantages de l'introduction en bourse.

Les sociétés de capitaux attirent plus facilement le financement d'origine externe que les sociétés de personnes car, étant donnée la préférence de la liquidité des individus, la facilité avec laquelle les actions peuvent être transformées en liquidité encouragent ces individus à acquérir les actions. Ainsi, la société par actions est la forme juridique la plus propice au financement externe des entreprises. En d'autres termes, cette forme juridique est plus favorable au développement et à la croissance.

4.5-) Séparation propriété/contrôle, problème d'agence et gouvernance d'entreprise

La séparation entre la propriété et le contrôle dans les grandes entreprises est l'un des sujets abordés dans le cadre de la théorie de la firme. Le livre marquant sur ce thème a été rédigé par Berle et Means (1932). Ces deux auteurs ont relevé que pour les grandes entreprises américaines, la propriété de l'entreprise est entre les mains des actionnaires mais que le management est très souvent confié à des managers qui contrôlent l'activité de l'entrepris. Cette délégation de la gestion peut

[128] Article 569 du code de commerce.
[129] Article 571 du code de commerce.
[130] Article 715 bis 55. Notons que cet agrément ne peut être requis « en cas de succession ou de cession, soit à un conjoint, soit à un ascendant ou à un descendant ».

créer une situation d'aléa moral entre les actionnaires et le manager car le manager (l'agent) n'agit pas strictement et nécessairement dans le seul intérêt des actionnaires (principal). Conscient de l'existence d'un tel risque, les actionnaires mettent en place des mécanismes de gouvernance permettant de contrôler le manager afin de l'amener à poursuivre au mieux l'objectif de maximisation de la valeur de l'entreprise.

4.5.1-) Séparation propriété/contrôle et délégation du management

La séparation propriété/contrôle n'est pas identique pour toutes les formes juridiques. Il est fort probable que cette séparation soit plus importante pour une SPA car le nombre minimal d'associés pour cette forme juridique est de sept.[131] Cette séparation peut exister également pour une SARL car le nombre d'associés peut aller jusqu'à cinquante. En Algérie, les entreprises de ces formes disposent souvent d'actionnaires/associés majoritaires et d'actionnaires/associés ayant une influence notable, ce qui peut réduire l'acuité du problème d'agence entre les actionnaires/associés et les managers.[132]

Dans la forme juridique SNC, le principe de base est qu'il ne devrait pas exister de séparation entre la propriété et le contrôle car « la gérance appartient à tous les associés, sauf stipulation contraire des statuts qui peuvent désigner un ou plusieurs gérants, associés ou non, ou en prévoir la désignation par un acte ultérieur ».[133] Dans les entreprises unipersonnelles (entreprise individuelle et EURL) également, il ne devrait pas y avoir de séparation entre propriété et contrôle. Il faut cependant mentionner deux situations où la EURL peut donner lieu à la séparation entre propriété et contrôle. Le premier cas concerne des EURL de grande taille avec plusieurs unités industrielles et commerciales. Le deuxième cas est celui des entreprises étrangères qui choisissent la forme juridique EURL pour ouvrir une filiale en Algérie.

4.5.2-) L'objectif de l'entreprise

En situation de séparation entre la propriété et le contrôle, le propriétaire et le manager concluent un contrat de management qui doit indiquer, entre autres, l'objectif que doit chercher à atteindre le manager et la rémunération qu'il percevra en contrepartie.

En finance d'entreprise, on considère que l'objectif à poursuivre par le management est la maximisation de la richesse de l'actionnaire, cette dernière impliquant et nécessitant la maximisation de la valeur de l'entreprise. Ainsi, les économistes considèrent que l'optimum social est généralement plus efficacement atteignable lorsque l'objectif du management est la maximisation de la valeur de l'entreprise.[134]

[131] Article 592 du code de commerce.
[132] Pour la définition de la notion d'influence notable, voir point 132-11 du Système Comptable Financier (Arrêté du 26 juillet 2008).
[133] Article 553 du code de commerce.
[134] Voir Jensen (2001).

La conception de la maximisation de la richesse de l'actionnaire est du reste celle adoptée par la législation portant sur les sociétés où le pouvoir de décision au sein de l'entreprise est conféré aux propriétaires de l'entreprise. Par exemple, pour la Société Par Actions –SPA, le code de commerce stipule que le contrôle de l'entreprise appartient aux actionnaires et ce, à travers le conseil d'administration et l'assemblée générale. De même, dans le cas de la Société A Responsabilité Limitée –SARL, les gérants sont soit des associés, soit des personnes physiques non associées nommées par les associés.[135]

La figure 4.2 montre que dans le cadre de la conception de la maximisation de la valeur de l'entreprise, cette dernière est schématisée par les flux de trésorerie futurs anticipés :

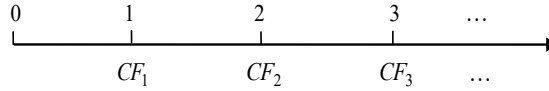


Figure 4.2 : Représentation de l'entreprise en tant que flux de trésorerie futurs

La valeur de l'entreprise à maximiser V est donnée par l'expression (4.1) où CF_t et k représentent respectivement le cash-flow futur anticipé de l'entreprise de l'année t et le coût du capital de l'entreprise.[136]

$$\text{Max } V = \sum_{t=1}^{\infty} CF_t (1+k)^{-t} \tag{4.1}$$

La maximisation de la valeur de l'entreprise est l'objectif fondamental qui est par la suite décliné en objectifs opérationnels tels que l'augmentation des ventes (politique commerciale), la réduction des coûts (rationalisation de la production), l'amélioration des parts de marché (investissements) et l'incitation des travailleurs (organisation et politique salariale).

4.5.3-) Maximisation de la valeur de l'entreprise et théorie des parties prenantes

L'objectif de maximisation de la valeur de l'entreprise est contesté par la théorie des parties prenantes (*stakeholders theory*) selon laquelle, en plus du bien-être des

[135] L'article 577 du code de commerce stipule que « dans les rapports avec les tiers, le gérant est investi des pouvoirs les plus étendus pour agir en toute circonstance au nom de la société, sous réserve des pouvoirs que la loi attribue expressément aux associés ».

[136] V_0 représente ici la valeur totale de l'entreprise. C'est pour cela que le taux d'actualisation utilisé est le coût du capital. Pour obtenir la valeur des capitaux propres, il faut déduire la valeur de la dette de la valeur totale. On peut également déterminer directement la valeur des capitaux propres. Dans ce cas, le taux d'actualisation à retenir est le coût des capitaux propres et les cash-flows sont ceux revenant aux seuls détenteurs des capitaux propres. Pour plus de détails, voir Gliz (2020).

actionnaires, l'entreprise est également responsable vis-à-vis d'autres parties comme les travailleurs, l'environnement, l'éthique et autres.[137]

La thèse des parties prenantes estime que l'objectif de maximisation de la valeur de l'entreprise n'est pas une garantie pour l'implémentation de l'optimum social car il peut induire des effets négatifs sur d'autres agents économiques comme les travailleurs et sur d'autres aspects de la vie sociale comme l'environnement et l'éthique.[138] Bien qu'en moyenne, les licenciements semblent ne pas induire de hausse de la valeur boursière des actions, un des exemples souvent cités à ce propos est la constatation de l'augmentation de la valeur boursière de certaines entreprises par suite d'un plan social impliquant le licenciement de travailleurs.[139] De même, les médias font souvent part des dommages importants causés à l'environnement par des entreprises cherchant à maximiser leurs profits. C'est le cas aussi des arrangements pouvant exister entre des firmes multinationales et les dictatures brutales et corrompues de certains pays en développement.

Cependant, il est important de relever que la thèse de la maximisation de la valeur de l'entreprise ne signifie pas refus des objectifs prônés par les tenants de la théorie des parties prenantes. Les économistes considèrent en effet que l'objectif de maximisation de la valeur de l'entreprise n'est pas en contradiction avec l'existence d'objectifs propres aux parties prenantes.

En fait, la différence entre ces deux conceptions réside dans la manière avec laquelle ces autres objectifs sont intégrés dans le calcul économique. Pour la thèse des parties prenantes, ces autres objectifs doivent être représentés au sein même de l'entreprise et doivent influencer la prise de décision. La théorie des parties prenantes ne précise cependant pas comment se détermine l'arbitrage entre ces différents objectifs, en particulier lorsqu'ils sont opposés.[140]

Par contre, pour les tenants de la thèse de la valeur de l'entreprise, la conciliation entre l'objectif de maximisation de la valeur de l'entreprise et les objectifs des parties prenantes peut être obtenue par l'internalisation des différents effets externes, notamment à travers la législation et la taxation. Dans ces conditions, la maximisation de la valeur de l'entreprise implique celle de l'optimum social.

A titre d'exemple, la mise en place de la législation de protection des travailleurs a pour objectif d'intégrer les intérêts de ces derniers dans la gestion de l'entreprise. C'est aussi le cas des normes environnementales et autres considérations telles que le respect d'une certaine éthique relative par exemple à la corruption, à l'emploi des enfants et autres. En intégrant ces règles législatives dans

[137] Voir Freeman (1984) qui définit les parties prenantes comme étant « tout groupe ou individu qui peut affecter ou est affecté par la réalisation du but d'une organisation ».
[138] Voir Tirole (2006).
[139] Hallock (1998) trouve que pour un échantillon de 1.287 annonces de licenciements faites par les entreprises américaines cotées en bourse, les cours boursiers autour de la date d'annonce affichent une baisse procurant un taux de rendement négatif aux actionnaires. Un résultat identique est obtenu par Chen, Mehrotra, Sivakumar & Yu (2001) selon lesquels "en moyenne, les annonces de licenciements sont associées à une réponse négative significative du marché boursier et le rendement le plus faible est associé aux licenciements attribués à une demande en déclin ».
[140] Voir Jensen (2001).

la prise de décision, les managers, tout en maximisant la valeur de l'entreprise, vont dans le sens des attentes des parties prenantes.

Plusieurs arguments sont avancés à l'encontre de la théorie des parties prenantes.[141] En premier lieu, des droits importants accordés aux parties prenantes au sein de l'entreprise peuvent décourager les actionnaires à financer celle-ci, ce qui, en fin de compte, est néfaste aux intérêts même des parties prenantes. Les objectifs des parties prenantes sont généralement multiples, non mesurables et peuvent être même contradictoires, ce qui rend fort complexe la prise de décision au sein de l'entreprise et réduit l'incitation des managers.[142]

Le cas des entreprises publiques en Algérie est une illustration de cette situation. L'Etat a fixé à l'entreprise publique plusieurs objectifs sociaux comme le recrutement de personnel au-delà de ses besoins. Il s'en est suivi l'apparition de déficits financiers importants qui ont fortement réduit l'efficacité des entreprises et même entrainé la liquidation d'un nombre important d'entre elles.[143]

Un des principaux avantages de la maximisation de la valeur de l'entreprise est qu'elle donne lieu à un objectif clair et mesurable. Il s'ensuit une moindre difficulté à mesurer la performance, à délimiter les responsabilités, notamment celles des managers et à créer un environnement incitatif. L'argument majeur avancé pour réfuter la thèse de la maximisation de la valeur de l'entreprise réside dans la difficulté que rencontre l'Etat à affecter à chaque effet externe un prix que l'entreprise intègre dans son calcul économique et donc à induire au sein des entreprises un comportement tenant compte des objectifs des parties prenantes. La crise des *subprimes* de 2007 illustre bien les destructions de valeurs que peut provoquer le management lorsque celui-ci n'est guidé que par le critère de la maximisation de la valeur de l'entreprise. Elle montre également la difficulté des Etats à amener les entreprises à prendre en considération de façon satisfaisante les intérêts des parties prenantes.

En définitif, le consensus qui se dégage auprès des économistes est qu'il revient à l'Etat à travers ses diverses institutions, de fournir l'effort de favoriser l'émergence de prix reflétant la rareté relative des biens et services et des effets externes. Dans ce cadre, le rôle optimal des managers est bien la maximisation de la valeur de l'entreprise.[144]

4.5.4-)La gouvernance d'entreprise

L'objectif assigné au manager par les actionnaires est la maximisation de la valeur de l'entreprise. Mais compte tenu de l'asymétrie d'information et du conflit d'intérêt (effort, bénéfices privés) existant entre le principal et l'agent, ce dernier peut dévier de cet objectif au détriment du principal.

[141] Voir Tirole (2006), page 59.
[142] La théorie de l'agence montre que l'incitation à l'effort peut ne pas fonctionner si la vraisemblance des résultats obtenus n'est pas positivement corrélée avec l'effort de l'agent. Cette condition s'intitule « condition de rapport de vraisemblance monotone » (Monotone Likelihood Ratio Property – MLRP). Voir Hart & Holmström (1987).
[143] Voir Boukrami (1982) et Lamiri (2013) pour une analyse des insuffisances de la gestion des entreprises publiques algériennes.
[144] Voir Tirole (2006).

La gouvernance d'entreprise représente la réaction (réponse) des actionnaires face au risque de déviation de la part du manager.[145] Elle a pour objectif de réduire l'ampleur et l'impact du risque d'aléa moral. Il existe plusieurs mécanismes de gouvernance d'entreprise, notamment le conseil d'administration, l'audit externe, la rémunération incitative, les stock-options et l'OPA. Chacun de ces mécanismes a des limites qui le rendent imparfait. Mais c'est la combinaison judicieuse de plusieurs modes de gouvernance imparfaits qui permet de réduire l'étendue et l'ampleur de l'aléa moral.[146]

4.5.4.1-) Le conseil d'administration

Selon l'article 622 du code de commerce, « le conseil d'administration est investi des pouvoirs les plus étendus pour agir en toute circonstance au nom de la société ». Les membres du conseil d'administration sont élus par l'assemblée générale des actionnaires. Ils élisent à leur tour le président du conseil d'administration qui assure la direction générale de la société. Ce dernier peut être assisté par un ou deux directeurs généraux, eux également nommés par le conseil d'administration.[147] Les directeurs généraux peuvent être des administrateurs.

Le conseil d'administration est responsable des décisions stratégiques de l'entreprise, ce qui limite l'ampleur des éventuelles déviations de la part des managers. Il nomme et met fin aux fonctions des personnes en charge du management de l'entreprise. Les managers rendent compte de leurs actions et présentent les résultats obtenus au conseil d'administration. De ce fait, le conseil d'administration représente un outil essentiel d'orientation et de contrôle des managers.

Cet outil de gouvernance est cependant imparfait pour plusieurs raisons. La première difficulté est celle de l'incitation à fournir l'effort de contrôle. Les membres du conseil d'administration qui sont au nombre de trois à douze, doivent représenter au moins 20% du capital social.[148] Il existera donc des membres du conseil d'administration qui détiennent de faibles parts du capital social, ce qui pourrait ne pas constituer une incitation suffisante pour amener l'administrateur à fournir l'effort nécessaire pour le contrôle et la surveillance des managers.[149]

La deuxième difficulté est celle de l'asymétrie d'information. En effet, même si l'incitation à l'effort existe, l'administrateur n'est pas suffisamment informé de la réalité de l'entreprise. Avec un nombre réduit de réunions par an, les membres du conseil d'administration ne peuvent généralement pas atteindre un niveau d'information suffisant pour leur permettre de jouer pleinement leur rôle de gouvernance. Le problème de l'asymétrie d'information se pose cependant avec

[145] Voir Hart (1995), Shleifer et Vishny (1997) et Tirole (2001).
[146] Pour la discussion des mécanismes de gouvernance d'entreprise, nous considérons implicitement le cas des sociétés par actions de grande taille car c'est ce type d'entreprise qui est le plus concerné par la séparation propriété/contrôle.
[147] Article 639 du code de commerce.
[148] Article 619 du code de commerce.
[149] Concernant l'efficacité du conseil d'administration dans le cas de l'entreprise publique économique, voir Aziez et Koudri (2015).

moins d'acuité pour un administrateur dirigeant (*executive director*) et plus pour un administrateur non dirigeant (*non executive director*).

Une troisième difficulté apparaît lorsqu'il existe au sein du conseil d'administration un actionnaire majoritaire qui devient lui-même président du conseil d'administration et qui peut orienter le management de l'entreprise au détriment des actionnaires minoritaires.

4.5.4.2-) L'audit externe

L'audit externe d'une firme est l'examen plus ou moins détaillé de celle-ci par une tierce personne indépendante pour donner une appréciation externe sur la gestion de la firme. L'audit peut porter sur plusieurs aspects de l'entreprise mais les plus importants sont ceux qui touchent les comptes et la gestion de l'entreprise. L'intervention de l'auditeur externe est donc un mécanisme dont l'objectif est la réduction de l'asymétrie de l'information et donc la réduction de l'étendue du problème d'agence.

Pour les sociétés commerciales, il existe un audit externe légal et obligatoire. Il s'agit du commissariat aux comptes dont l'intervention est destinée à informer les actionnaires sur la conformité et la sincérité des comptes de l'entreprise. L'efficacité de ce mécanisme peut être réduite par l'asymétrie d'information existant entre l'entreprise et le commissaire aux comptes et le risque de collusion entre le manager et le commissaire aux comptes.[150]

4.5.4.3-) La rémunération incitative

Nous avons montré au troisième chapitre que la rémunération composée d'une partie fixe et d'une partie variable permet de réduire les effets négatifs de l'aléa moral existant entre l'actionnaire et le manager.

Dans le cadre de la théorie de l'agence, la politique de rémunération est conçue afin d'inciter le manager à prendre les décisions qui maximisent la valeur de l'entreprise. Elle a donc pour objectif d'aligner les intérêts du manager sur ceux des actionnaires. Pour cela, la rémunération incitative établit une liaison entre performance et rémunération et peut prendre plusieurs formes, telles que le salaire, les bonus, les stock-options et la détention d'actions. Le licenciement représente aussi un outil aux mains de l'actionnaire pour inciter le manager à poursuivre l'objectif assigné car c'est une menace crédible sur sa rémunération.

La liaison établie entre la rémunération du manager et le résultat financier de l'entreprise ne règle cependant pas entièrement le problème d'agence actionnaires/ manager. En effet, elle peut créer chez le manager une incitation à manipuler le résultat de l'entreprise, ceci afin de bénéficier d'une plus grande rémunération. Cette manipulation de l'information comptable est appelée gestion des résultats (*earnings management*) et vise à modifier la perception de la situation financière de l'entreprise par les parties prenantes. Sur la base des états financiers de 16 banques algériennes durant la période 2009–2013, Benilles (2017) a montré l'existence de

[150] Voir par exemple l'affaire ENRON qui est un cas typique de collusion entre le management et l'auditeur externe.

la gestion des résultats par les dirigeants des banques. A partir d'une régression linéaire sur données en panel, il a fait ressortir que la gestion des résultats des banques de l'échantillon, mesurée par les provisions pour créances douteuses, est influencée, entre autres, par les dividendes à distribuer, la prime de performance et l'objectif de dissimulation de la mauvaise performance.

4.5.4.4-) Les stock-options

Une stock-option est une option d'achat (*call*) avec comme actif sous-jacent l'action de l'employeur. Les stock-options permettent d'aligner les intérêts des employés, en particulier des cadres et des managers, sur ceux des actionnaires. En effet, en attribuant une stock-option à un manager d'une entreprise, ce dernier sera incité à fournir les efforts nécessaires pour augmenter la valeur de l'action. Cette forme de rémunération est également utilisée par les startups aux ressources financières insuffisantes pour attirer du personnel qualifié (par exemple Google lors de son démarrage).

Avec l'attribution d'une stock-option, un individu (généralement salarié) obtient le droit d'acheter (*call*) un certain nombre d'actions de son entreprise à un prix déterminé par avance, appelé prix d'exercice, pendant une période donnée ou à l'issue de cette période. Si durant la période d'exercice de l'option ou à l'issue de cette période, le cours boursier de l'action est supérieur au prix d'exercice, alors cet individu a intérêt à lever cette option et obtenir ainsi une plus-value avant impôts égale à la différence entre le cours boursier et le prix d'exercice. Cette plus-value demeure latente jusqu'à sa réalisation à la vente des actions.[151]

L'entreprise peut exiger une certaine période, appelée période de portage, pendant laquelle les actions acquises ne peuvent être cédées. Cette disposition a pour objectif de réduire le comportement opportuniste consistant pour un manager à empocher rapidement cette plus-value, ce qui a pour effet de faire réapparaître par la suite le problème d'agence actionnaires/manager.

Les stock-options créent chez les managers une incitation à fournir l'effort nécessaire pour augmenter la valeur de la firme car sa plus-value est d'autant plus importante que le cours de l'action est élevé. Il y aura donc, au moins partiellement, alignement de l'objectif du manager sur l'objectif des actionnaires, ce qui permettra de réduire l'étendue de l'aléa moral.

Exemple 4.1 : considérons l'entreprise *A* qui souhaite inciter ses managers à l'effet de maximiser la valeur de l'action. Pour cela, cette entreprise attribue à ses managers des stock-options (*call*) dont le prix d'exercice *K* est de 800 et échéant dans trois ans. Le cours boursier actuel S_t est de 600.

Comme le montre la figure 4.3, au temps $t = 0$, cette option est en dehors de la monnaie (*out of the money*) dans la mesure où le cours boursier de l'action est inférieur au prix d'exercice.

[151] Pour une présentation succincte des options, voir la section 5.7.

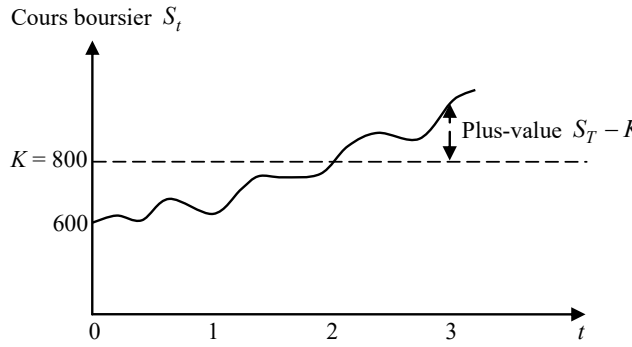


Figure 4.3 : Stock-option et incitation des managers

La figure 4.3 montre aussi qu'afin que cette option puisse générer un revenu aux managers au temps $T = 3$, il faudrait qu'à cette date le cours boursier S_T soit supérieur au prix d'exercice *K*, ce qui donnerait une plus-value égale à $S_T - K > 0$. L'obtention de cette plus-value constitue une incitation pour aligner les intérêts des managers sur ceux des actionnaires, réduisant ainsi le problème d'agence pouvant exister entre les actionnaires et les managers.

4.5.4.5-) L'Offre Publique d'Achat – OPA

L'Offre Publique d'Achat –OPA– (*takeover bid*) est une opération visant à permettre à son initiateur, l'acquisition du contrôle d'une entreprise, généralement après obtention de la majorité des actions de cette entreprise. Pour ce faire, cet investisseur proposera aux actionnaires de l'entreprise-cible de leur racheter leurs actions à un prix supérieur au cours boursier. Si le nombre d'actionnaires répondant favorablement à cette offre d'achat est suffisant, l'investisseur prendra alors le contrôle de l'entreprise-cible.[152] L'OPA donne lieu à un paiement en numéraire. Si le paiement s'effectue par échange de titres, on parle alors d'Offre Publique d'Echange – OPE.

Exemple 4.2 : Considérons une entreprise *A* cotée en bourse et dont l'actionnariat est largement dispersé. Le cours actuel de l'action est de 100. Supposons qu'il existe un investisseur *B* qui estime qu'en réorganisant l'entreprise *A*, la valeur de l'action pourrait atteindre la somme de 140.[153] Pour être en mesure d'apporter les améliorations nécessaires, l'investisseur *B* doit obtenir le contrôle de l'entreprise *A*. Pour cela, il propose aux actionnaires de l'entreprise *A* de lui vendre 50% de leurs actions.[154] Afin de les inciter à accepter cette offre, le prix proposé par l'investisseur *B* sera par exemple de 120, ce qui permettra aux actionnaires de l'entreprise *A* de réaliser une plus-value (une prime) immédiate de 20%.

[152] On dit dans ce cas que l'OPA a dépassé le seuil de caducité. Il y a lieu également de relever que ce seuil s'exprime plutôt en termes de droits de vote qu'en termes d'actions.
[153] Dans le jargon financier, on dit dans ce cas que l'entreprise *A* est opéable, c'est-à-dire qu'elle est susceptible de faire l'objet d'une OPA.
[154] Relevons que si l'actionnariat de l'entreprise-cible est dispersé, il n'est pas nécessaire de posséder 50% des actions pour obtenir le contrôle de l'entreprise.

Deux principales motivations peuvent être à l'origine d'une OPA. Elle peut être le fait d'une entreprise du même secteur d'activité que l'entreprise-cible qui vise à accroître sa part de marché ou à bénéficier d'effets de synergie.[155] L'OPA peut également être déclenchée par un *raider* afin de profiter de la sous-évaluation de l'entreprise-cible en vue de réaliser une plus-value après réorganisation et restructuration.[156] L'OPA est dite amicale ou sollicitée lorsqu'elle a donné lieu à un accord préalable entre l'initiateur de l'opération et l'entreprise-cible. Lorsqu'elle a lieu contre la volonté du conseil d'administration ou des dirigeants de l'entreprise-cible, l'OPA est dite hostile.

Dans le cas où l'OPA est du type hostile, l'une des premières décisions de son initiateur est de remplacer les managers actuels par de nouveaux managers qui auront pour mission la mise en œuvre du plan de réorganisation. C'est pour cette raison que l'OPA représente une menace crédible qui incite les managers actuels à fournir un plus grand effort en direction de l'objectif assigné de maximisation de la valeur de l'entreprise. L'existence de l'OPA a un effet disciplinaire important sur le management, ce qui réduit d'autant le problème d'agence entre les actionnaires et les managers. Relevons que contrairement aux autres mécanismes de gouvernance, l'OPA est un mécanisme de marché, externe à l'entreprise.

Grossman & Hart (1980) ont cependant montré que l'existence du phénomène du *free riding* (problème du passager clandestin) est de nature à réduire l'efficacité de l'OPA. Le *free riding* décrit le comportement de personnes en situation et en mesure de bénéficier d'une ressource commune ou d'un bien collectif sans payer le prix exigé ou le coût de son obtention. Le *free riding* est un type de défaillance du marché qui peut nécessiter l'intervention d'une autorité centrale.

L'exemple cité à ce titre par Mancur Olson (1965) est celui de l'activité syndicale en entreprise. En effet, la contestation syndicale est souvent exercée par une poignée de salariés, mais les éventuelles retombées positives, par exemple une augmentation des salaires ou une amélioration des conditions de travail, touchent l'ensemble du personnel de l'entreprise. Le *free riding* se retrouve également dans le cas des citoyens qui utilisent les biens et services publics (hôpitaux, écoles, routes, sécurité, etc.) sans payer les impôts nécessaires à leur financement.[157]

Grossman & Hart (1980) montrent que la réalisation d'une OPA peut être remise en cause par le problème du *free riding*. Considérons un actionnaire disposant d'une part des actions suffisamment petite de telle sorte que sa décision de vendre ou de ne pas vendre ses actions n'a aucune influence sur le succès de l'OPA. Si cet actionnaire anticipe une augmentation importante de la valeur de l'entreprise, alors il pourrait ne pas être incité à vendre ses actions au *raider*,

[155] La réalisation d'une OPA peut être conditionnée par l'autorisation de l'autorité en charge de lutter contre les pratiques anticoncurrentielles si cette OPA donne lieu à une forte concentration entre entreprises.

[156] Un *raider* est souvent une banque d'affaires ou un fonds d'investissement qui enclenche des OPA pour prendre le contrôle d'entreprises cotées en bourse avec pour objectif de les revendre à un prix supérieur après réorganisation.

[157] Les exemples les plus importants de ce type de biens et services sont la sécurité, la santé, l'éducation, les infrastructures, etc. Ce sont des biens et services dont, en général et en particulier en Algérie, l'accès n'est pas conditionné par le paiement de la prestation.

préférant attendre pour bénéficier des retombées positives de l'OPA.[158] Si le nombre d'un tel actionnaire est suffisamment élevé, alors l'OPA pourrait ne pas se réaliser.

L'efficacité de l'OPA peut aussi être réduite par d'autres facteurs :

- Le premier facteur est le coût qui est généralement élevé. Ce coût inclut le prix d'achat des actions, le coût des mesures de réorganisation de l'entreprise-cible et le coût de l'opération elle-même (recherche de l'information, frais des experts comptables, judiciaires et autres, etc.).
- La deuxième limitation de l'opération d'OPA est l'incertitude de sa rentabilité. En effet, en se référant à l'exemple 4.2 ci-dessus, même si les actionnaires de l'entreprise-cible acceptent de vendre leurs actions au prix de 120, il n'est pas certain que le prix de l'action après restructuration augmente à 140.
- Enfin, pour se défendre contre une opération d'OPA, les entreprises disposent de plusieurs moyens, appelés mesures anti-OPA, comme l'attribution de droits de vote doubles à des actionnaires stables comme les actionnaires fondateurs, l'encouragement de l'actionnariat salarié et l'institution d'un conseil d'administration à renouvellement échelonné.[159]

4.6-) Responsabilité limitée et problème d'agence de la dette

Etablie pour encourager l'investissement et l'entreprenariat, la responsabilité limitée peut créer une situation d'aléa moral entre l'entreprise et les financiers externes. En raison de l'existence de cette responsabilité limitée des entreprises (SPA, SARL, EURL), les actionnaires et les associés ne supportent les pertes et les dettes de l'entreprise qu'à hauteur de leur apport en capital. Les pertes non couvertes incombent finalement au prêteur, au moins partiellement. Comme l'a montré Jensen et Meckling (1976), cette situation peut inciter l'entreprise à choisir les projets les plus risqués. Cette déviation vers un excès de risque pris par l'entreprise est une situation d'aléa moral et a lieu au détriment du prêteur.

4.6.1-)Responsabilité limitée et transfert de risque

Dans les sociétés commerciales ayant pour règle la responsabilité limitée, les actionnaires (SPA) et les associés (SARL et EURL) ne sont responsables des pertes et des dettes de l'entreprise qu'à hauteur de leur apport sous forme de capital. En d'autres termes, la perte maximale de ces actionnaires/associés est égale à leur apport au capital social. La EURL est un cas particulier de SARL visant à instaurer la responsabilité limitée pour une personne physique ou morale engagée dans une entreprise individuelle. Par contre, dans la SNC, les associés en nom collectif, qui

[158] Il faut cependant noter que cette décision est une décision risquée car l'opération d'OPA, si elle venait à se réaliser, pourrait ne pas conduire à une augmentation suffisante de la valeur de l'action.
[159] Il existe plusieurs autres moyens que l'entreprise-cible peut utiliser pour éviter ou contrecarrer une OPA hostile. Pour plus de détails, voir par exemple Brealey, Myers et Allen, 2011, page 812 et Noël-Lemaître et Redor (2009).

ont la qualité de commerçants, sont responsables de façon solidaire et indéfinie des pertes et des dettes de la société.

La principale motivation de la responsabilité limitée est d'encourager l'investissement et la création d'entreprises, ceci par la réduction du risque de la faillite personnelle. La responsabilité limitée est une caractéristique qui a eu un impact très important sur le développement de la bourse. Mais la responsabilité limitée peut créer une situation d'aléa moral entre l'entreprise et le financier externe.

Jensen et Meckling (1976) montrent que l'existence de la dette peut inciter les actionnaires à choisir des projets plus risqués. En effet, pour ce type de projet, en cas de réussite, leur richesse augmentera fortement. Cependant, en cas d'échec du projet, une partie du coût sera supportée par les financiers externes, car les actionnaires sont relativement protégés par la clause de la responsabilité limitée.

La responsabilité limitée induit donc l'apparition d'un investissement sous-optimal qui prend la forme d'un excès de risque pris par l'entreprise lors du choix de projet. L'exemple 4.3 illustre bien le conflit d'intérêt pouvant apparaître entre les actionnaires et les créanciers en raison de l'existence de la clause de responsabilité limitée.

Exemple 4.3 : Considérons une entreprise disposant des deux projets d'investissement mutuellement exclusifs *A* et *B* de même coût initial et d'une durée de vie égale à une année tels que décrits dans le tableau 4.2 :[160]

Tableau 4.2 : Cash-flows opérationnels incertains des projets *A* et *B*

Etats de la nature et leurs probabilités	Cash-flows opérationnels	
	Projet *A*	Projet *B*
I (½)	7.000	2.000
II (½)	11.000	16.000

Les cash-flows opérationnels espérés de ces deux projets sont identiques et égaux à 9.000 :

$$E(CF_A) = \frac{1}{2}7.000 + \frac{1}{2}11.000 = 9.000$$

$$E(CF_B) = \frac{1}{2}2.000 + \frac{1}{2}16.000 = 9.000$$

A titre de mesure de risque, les écarts-types des cash-flows opérationnels des deux projets sont :[161]

[160] Il s'agit d'un exemple modifié de Copeland, Weston & Shastri (2005).

$$\sigma(CF_A)=\left(\frac{1}{2}(7.000-9.000)^2+\frac{1}{2}(11.000-9.000)^2\right)^{\frac{1}{2}}=2.000$$

$$\sigma(CF_B)=\left(\frac{1}{2}(2.000-9.000)^2+\frac{1}{2}(16.000-9.000)^2\right)^{\frac{1}{2}}=7.000$$

Le projet *A* est ainsi moins risqué que le projet *B*. Ces deux projets sont donc tels que $E(CF_A)=E(CF_B)$ et $\sigma(CF_A)<\sigma(CF_B)$. Les actionnaires auront dans ce cas une préférence pour le projet *A* car étant moins risqué.

Considérons maintenant que pour la réalisation de l'un ou l'autre projet, l'entreprise ait un besoin d'un financement externe de 7.000, supposé être sous la forme d'un crédit bancaire. Pour obtenir le financement de 7.000, l'entreprise présentera à la banque uniquement le projet *A* car cette dernière refusera de financer le projet *B* puisqu'avec une probabilité de 50%, elle risque de ne pas pouvoir récupérer son prêt en totalité. Mais une fois le financement obtenu, les actionnaires pourraient être incités à réaliser le projet *B*, car dans ce cas, étant donnée la responsabilité limitée, leurs revenus nets, déduction faite de la dette, sont plus favorables comme le montre le tableau 4.3.

Tableau 4.3 : Cash-flows nets incertains des projets *A* et *B*

Etats de la nature et leurs probabilités	Cash-flows nets	
	Projet *A*	Projet *B*
I (½)	0	0
II (½)	4.000	9.000

Les cash-flows nets du tableau 4.3 sont obtenus par différence entre le cash-flow opérationnel et le coût du financement (7.000). Le point crucial qui ressort de ce tableau est qu'en raison de l'existence de la responsabilité limitée, le cash-flow net du projet *B* dans l'état de la nature I est de 0 et non pas de -5.000.

Le tableau 4.3 montre ainsi que du point de vue des actionnaires, le projet *B* devient préférable car quel que soit l'état de la nature, il leur procure un revenu net supérieur ou égal au revenu net du projet *A*. La réalisation du projet *B* avec une dette bancaire destinée au projet *A* est en fait un transfert de richesse (expropriation) de la banque vers les actionnaires ou de façon équivalente, un transfert de risque (*risk shifting*) des actionnaires vers la banque. Il s'agit d'une déviation de la part des actionnaires (le principal) au détriment de la banque (l'agent).

[161] Pour ce cas simple, on aurait pu prendre comme mesure de risque l'étendue qui est la différence entre la valeur maximale et la valeur minimale d'une distribution de probabilité.

Ainsi, la présence de la responsabilité limitée crée pour les actionnaires une incitation à choisir le projet le plus risqué $(\sigma(CF_A) < \sigma(CF_B))$ car en cas d'échec du projet, une partie des pertes est supportée par la banque (le financier externe). Le conflit entre les actionnaires et les créanciers provient du fait que la dette constitue pour les actionnaires une incitation à investir d'une façon sous-optimale.

4.6.2-)Les mécanismes de réduction de risque des créanciers

La banque est en mesure d'anticiper ce genre de déviation. En réaction, elle développera des mécanismes de protection contre ce problème d'agence. La loi également permet à la banque de se prémunir, au moins partiellement, contre l'aléa moral pouvant naître de sa relation avec les entreprises bénéficiaires de ses crédits. Les principaux mécanismes permettant à la banque de réduire le risque d'aléa moral et le risque de non remboursement sont :[162]

- La séniorité de la dette ;
- Le rationnement du crédit ;
- La demande de garanties ;
- L'audit et le monitoring de l'entreprise ;
- Les covenants.

Il y a lieu de préciser que le risque de non remboursement n'a pas uniquement pour origine le risque d'aléa moral. Il peut également être dû à une évolution défavorable de l'activité. On parle dans ce cas du risque d'aléa de la nature.

4.6.2.1-) La séniorité de la dette

La séniorité de la dette par rapport aux capitaux propres signifie que le résultat opérationnel de l'entreprise est prioritairement affecté aux créanciers. Ainsi, les actionnaires ne peuvent percevoir de revenu de l'entreprise qu'après paiement des dettes échues. Cette priorité s'applique plus particulièrement en cas de faillite de l'entreprise. Au regard de cette règle, le résultat opérationnel de l'entreprise est affecté en priorité à la banque (créancier). Le revenu obtenu au-delà de la valeur de la dette revient à l'entreprise (actionnaires). Cette caractéristique essentielle implique les formes du revenu des créanciers et des actionnaires qui ressortent par la figure 4.4.

La figure 4.4 (a) montre qu'en raison de la séniorité de la dette, le résultat opérationnel *R* de l'entreprise revient d'abord aux créanciers, ce qui explique la partie croissante avec une pente égale à 1 du revenu des créanciers. Au-delà de la valeur *D* de la dette, le revenu des créanciers n'est plus modifié par le résultat opérationnel. Dans la figure 4.4 (b) et toujours en raison de la séniorité de la dette, le revenu des actionnaires est nul tant que le résultat opérationnel *R* de l'entreprise est inférieur à la valeur *D* de la dette. Au-delà de la valeur *D* de la dette, le résultat

[162] Le rationnement du crédit et la demande de garanties sont traités aux chapitres 3 et 9 respectivement.

opérationnel de l'entreprise revient entièrement aux actionnaires, ce qui correspond à la partie croissante avec une pente égale à 1 du revenu des actionnaires.

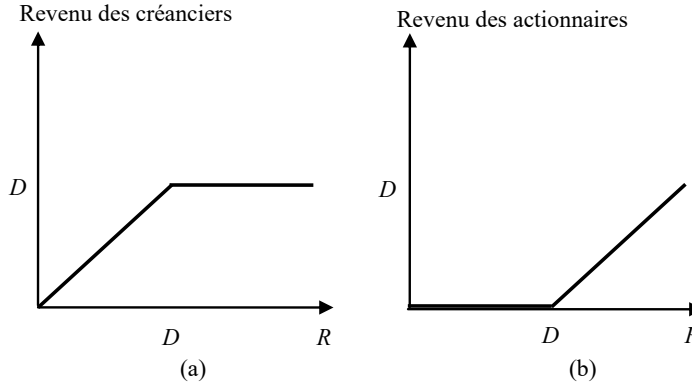


Figure 4.4 : Séniorité de la dette et revenu des actionnaires et des créanciers

La séniorité de la dette institue un positionnement différent et donc des droits différents des préteurs externes et des actionnaires au sein de l'entreprise. Comme stipulé plus haut, ce sont les actionnaires ou leurs représentants qui ont le droit de vote pour la nomination du manager et qui prennent les décisions au sein de l'entreprise avec pour objectif la maximisation de la valeur de l'entreprise. Par contre, les préteurs externes ne participent pas à la gestion. Cette différence de positionnement laisse aux actionnaires la possibilité de prendre des décisions au détriment des créanciers. Afin de protéger les financiers externes contre les décisions des actionnaires, la législation a notamment instauré le principe de séniorité de la dette par rapport aux capitaux propres.

Ainsi, en vertu de cette règle, les créanciers perçoivent des payements fixes, indépendants du revenu de l'entreprise, composés des intérêts et du principal. Par contre, les actionnaires reçoivent des dividendes et qui sont des revenus résiduels et aléatoires. En cas de non remboursement, les créanciers peuvent recourir aux juridictions compétentes pour obtenir la saisie et la vente des biens de l'entreprise.

4.6.2.2-) Le rationnement du crédit

Le rationnement du crédit est l'une des réactions possibles de la banque face au risque d'aléa moral. Il existe une situation de rationnement de crédit lorsque le prêteur refuse d'accorder un prêt à un emprunteur potentiel bien que ce dernier soit disposé à accepter un taux d'intérêt supérieur au taux d'intérêt en cours. En d'autres termes, face à l'asymétrie d'information, la banque a tendance à limiter le volume de son financement. Dans les sections 3.2.2.2 et 3.3.2, nous avons déjà montré que le rationnement du crédit peut être une réponse rationnelle du prêteur à l'existence de la sélection adverse et de l'aléa moral. A l'évidence, le rationnement du crédit est une situation défavorable à l'activité économique. C'est pour cela que les agents économiques développent plusieurs stratégies à l'effet de réduire son

ampleur. Parmi ces stratégies, nous pouvons citer le *monitoring* et l'établissement d'une relation à long terme.[163]

4.6.2.3-) La demande de garanties

La demande de garanties aux emprunteurs est l'une des réponses les plus courantes des banques face au risque de crédit.[164] Lorsqu'elles se rapportent au patrimoine personnel des propriétaires de l'entreprise, les garanties sont un moyen de réduire leur responsabilité limitée, ce qui peut diminuer le problème d'agence, notamment l'incitation de l'entreprise à choisir des projets d'investissement plus risqués.

De même, si l'entrepreneur ne dispose pas de l'autofinancement exigé, il existe une possible substitution, même imparfaite, entre liquidité et garantie. L'exigence en autofinancement de la banque peut être ainsi moindre si l'emprunteur est en mesure de présenter des garanties. La substitution est d'autant plus grande que la garantie proposée est de qualité supérieure. Ainsi, cette substitution est plus élevée si la garantie est du type réel (hypothèque de biens immobiliers, par exemple) que si elle était du type personnel (caution personnel, par exemple).

Cette substitution dépend également de l'environnement juridique. En effet, si la probabilité de mise en jeu d'une garantie est réduite en raison d'une faible protection juridique des créanciers, alors la substitution entre liquidité et garantie sera moindre.[165]

4.6.2.4-) L'audit et le monitoring de l'entreprise

Les banques investissent des sommes importantes dans le développement de technologies informationnelles leur permettant d'améliorer les méthodes d'estimation du risque des emprunteurs. L'information produite sur ses clients permet un meilleur filtrage (*screening*) des emprunteurs, ce qui est de nature à améliorer l'allocation sociale des ressources. Les banques développent aussi des méthodes de suivi et de surveillance (*monitoring*) pour limiter le risque de déviation des emprunteurs vers des projets autres que ceux pour lesquels le financement a été accordé.

Les banques accumulent des informations de type privé sur leurs clients, déposants et emprunteurs, grâce à la relation banque-client de long terme. En raison de la relation étroite et durable qu'elles entretiennent avec ses clients, les banques ont la capacité d'acquérir de l'information sur les entreprises et les managers, ce qui leur permet d'obtenir une meilleure estimation du risque et de favoriser de ce fait une meilleure allocation sociale des ressources. L'incitation à développer des mécanismes efficaces de *monitoring* est également favorisée par le fait que les crédits octroyés par les banques ne sont pas liquides, contrairement au cas du marché financier où l'investisseur a la possibilité de vendre plus aisément ses actifs financiers en cas d'anticipations défavorables.

[163] Voir section 4.6.2.4 ci-dessous.
[164] Voir section 9.2.3 pour un exposé des garanties.
[165] Voir Gliz (2015)

4.6.2.5-) Les covenants

Les covenants sont des clauses particulières du contrat de crédit destinées à protéger les banques contre les risques d'impayé. La limitation du montant des dividendes distribués tant que le crédit n'est pas remboursé constitue une des dispositions contractuelles ayant pour objectif de réduire le risque encouru par la banque. Le prêteur peut également exiger de l'emprunteur la limitation d'emprunts futurs ou son accord préalable pour des emprunts futurs. Les contrats de crédit prévoient très souvent une clause de déchéance du terme qui signifie que toutes les échéances restant à payer deviennent immédiatement exigibles en cas de non-respect d'une des clauses du contrat.

Dans une étude portant sur le crédit bancaire en Algérie, Kandi (2019) a montré à partir d'un échantillon de quarante (40) crédits accordés, que les principaux covenants utilisés par les banques algériennes sont :

- l'exigence en matière de mouvement confié ;
- la production d'une lettre de cession d'antériorité de créance –LCAC– ;
- l'augmentation du capital social.

Le covenant relatif au mouvement confié signifie que l'emprunteur s'engage à utiliser les guichets de la banque prêteuse pour l'encaissement d'au moins une proportion donnée de son chiffre d'affaires. A travers la LCAC, les associés s'engagent par écrit à ne pas retirer les sommes prêtées à l'entreprise inscrites au compte courant des associés et ce, tant que le crédit n'est pas remboursé.[166] Au titre du troisième covenant, la banque demande à l'emprunteur d'effectuer une augmentation de son capital social, souvent à travers l'incorporation des réserves, bénéfices ou primes d'émission.

[166] Les sommes prêtées à l'entreprise par les associés sont enregistrées au compte 455 « Associés, comptes courants » du passif courant. Ces sommes sont un financement hybride car elles ont à la fois le caractère de dette puisqu'elles sont appelées à être remboursées et également de capitaux propres car elles sont octroyées par les associés.

SÉRIE D'EXERCICES

4.1-) Quel est en finance moderne, l'objectif fondamental de l'entreprise ? Citez un conflit d'intérêt possible autour de cet objectif.

4.2-) Après avoir défini la notion de responsabilité limitée, montrez comment cette caractéristique peut être à l'origine d'un problème d'agence entre l'entreprise et le prêteur. Quelles sont les réactions possibles de ce dernier pour réduire ce risque.

4.3-) Pourquoi la Société Par Actions –SPA– est une forme juridique favorable au développement de l'activité économique ?

4.4-) Citez et décrivez trois situations d'aléa moral dans l'entreprise et la réaction (réponse) de la partie non informée (le principal).

4.5-) Considérez le cas d'une entreprise multi-actionnaires dirigée par un manager (pouvant être un des actionnaires).

- Qu'appelle-t-on « gouvernance d'entreprise » ?
- Donnez, en l'expliquant, une justification théorique à l'existence de la gouvernance d'entreprise ;
- Décrivez, en en faisant ressortir les limites, trois mécanismes de gouvernance d'entreprise.

4.6-) Parmi les principes de base de la création et du fonctionnement de l'entreprise, figure la règle de la séniorité de la dette. Après avoir expliqué cette disposition, faites-en ressortir la principale motivation.

4.7-) Après avoir expliqué l'opération de l'Offre Publique d'Achat –OPA, montrez pourquoi cette opération est considérée comme étant un des mécanismes de gouvernance de l'entreprise.