

**LA DECISION FINANCIERE ET SON IMPACT SUR LA PERFORMANCE
FINANCIERE MESUREE PAR LA RENTABILITE
CAS DE L'ENTREPRISE NATIONALE DE PROMOTION IMMOBILIERE
.ENPL. EPE du Secteur de l'Habitat**

**Mohamed Larbi TARI, Ecole Supérieure de Commerce
Abdennasser ATTARI, Ecole Supérieure de Commerce**

Résumé :

Les effets de la structure financière sur la performance de l'entreprise publique algérienne opérant dans le secteur de l'habitat dans l'optique de la théorie du financement hiérarchique. Ils suggèrent en particulier que le choix d'un mode de financement, qu'il soit interne ou externe, dettes ou fonds propres, long terme ou court terme est susceptible d'avoir des effets différents sur la performance financière. Encore faut-il que la mesure de performance soit définie et que les effets de ces modes de financement convergent quel que soit l'indicateur de performance retenu. La dette long terme est positivement corrélée à la performance financière de l'entreprise, la dette court terme l'est négativement. Et finalement, l'autofinancement a lui aussi un effet négatif sur la performance de l'entreprise.

Mots clés : Structure financière, Performance financière, Modes de financement, Entreprise Publique.

Abstract:

The effects of the financial structure on the performance of the Algerian public company operating in the housing sector in the context of the theory of hierarchical financing. They suggest in particular that the choice of a financing method, whether internal or external, debt or equity, long term or short term is likely to have different effects on financial performance. It is still necessary that the performance measure be defined and that the effects of these modes of financing converge whatever the chosen performance indicator. The long-term debt is positively correlated with the financial performance of the company, the debt runs short. In the end, self-financing also has a negative effect on the company's performance.

Key words: Financial Structure, Financial Performance, Financing Methods, State-Owned Company

Introduction :

Notre objectif par le présent article est d'étudier les effets de la structure financière sur la performance financière mesurée par la rentabilité financière et la rentabilité économique de l'entreprise publique algérienne opérant dans le secteur de l'habitat dans l'optique de la théorie du financement hiérarchique.

Une revue de littérature révèle la difficulté des principales théories de financement à saisir la réalité financière des entreprises car elles n'expliquent qu'une partie des politiques de financement des entreprises.

**LA DECISION FINANCIERE ET SON IMPACT SUR LA PERFORMANCE
FINANCIERE MESUREE PAR LA RENTABILITE
CAS DE L'ENTREPRISE NATIONALE DE PROMOTION IMMOBILIERE
.ENPI. EPE du Secteur de l'Habitat**

Les études relatives à ce sujet ont clairement montré que le choix d'un mode de financement, qu'il soit interne ou externe, dettes ou fonds propres, long terme ou court terme est susceptible d'avoir des effets différents sur la performance financière de l'entreprise.

Le développement du secteur financier et en présence d'une diversification en matière de moyens de financement, met l'entreprise dans l'obligation d'intervenir au niveau des marchés financiers (cas d'émission d'actions, d'obligations ou des titres financiers) ou un contrat avec des banques ou des entreprises financières non bancaires.

Avec la sophistication de la sphère financière depuis quelques décennies, les moyens de financement qui s'offrent à l'entreprise sont multiples et divers. En effet, une entreprise peut non seulement se financer par son passif, à savoir les moyens classiques tels les fonds propres, les quasi fonds propres et l'endettement dans ses formes diverses, mais aussi par son actif au moyen de montages financiers tels la titrisation. Le leasing ou le crédit-bail sont aussi des moyens très en vogue ces derniers temps. Il s'agit toutefois, une fois agrégés, d'un arbitrage entre dettes et fonds propres.

Face à cette diversité grandissante, la question de l'impact de la décision de financement sur la performance de l'entreprise est essentielle. Bien que cette question ait été traitée dans plusieurs contextes, force est de constater que les réponses apportées concernent essentiellement le premier niveau d'arbitrage entre dettes et fonds propres. Or, ce qui nous intéresse dans cette communication c'est, en plus de ce niveau, l'impact de chaque mode de financement isolément. Cette question est capitale car, du point de vue pratique, le choix d'un mode de financement au détriment d'un autre peut s'avérer pénalisant pour l'entreprise, ou au contraire peut contribuer à l'amélioration de sa performance de manière significative.

Au sens strict du terme, une performance est un résultat chiffré dans une perspective de classement (par rapport à soi – améliorer ses performances et/ou par rapport aux autres). L'évaluation de la performance se construit donc au regard d'un référentiel, d'une échelle de mesure. Plusieurs approches des sciences de gestion ont essayé de cadrer cette notion de performance, de définir ses dimensions et ses indicateurs de mesure afin de bien dire objectivement de la performance des organisations en générale et des entreprises publiques en particulier.

La performance des firmes a été définie par la théorie d'agence comme le fruit des choix organisationnels. La performance de l'entreprise est l'une des priorités aux yeux des différents responsables de l'entreprise et ses partenaires et revêt une grande importance aux yeux des différents partenaires de l'entreprise, dirigeants, investisseurs ou salariés. C'est un objectif à atteindre. Pour cela plusieurs auteurs ont

traité de la performance de l'entreprise et des meilleures façons pour réaliser de bonne rentabilité et de l'améliorer.

L'article de Modigliani et Miller (1958) a été considéré comme l'article précurseur qui avait donné une analyse théorique afin d'expliquer l'incidence de la décision financière et notamment le ratio dettes/fonds propres, sur la valeur de la firme dans un contexte de marché parfait.

Du point de vue théorique, les problématiques de financement et de structure financière ont suscité depuis longtemps l'intérêt de bon nombre de chercheurs. En effet, depuis l'article de (Modigliani & Miller, 1958) se sont succédé les théories visant à étudier l'incidence de la décision de financement sur l'entreprise et son évolution mais surtout mesurer son impact sur la performance globale.

Selon les modèles de compromis, en l'occurrence le modèle de (Modigliani & Miller, 1958) et la théorie du trade-off (Miller, 1977), aucune forme de financement n'est a priori privilégiée, seules les opportunités offertes par les dettes ou les fonds propres permettent de faire un choix. A contrario, la théorie de hiérarchie (Myers & Majluf, 1984) stipule que l'autofinancement est préféré à l'endettement qui, de son côté, est préféré à l'augmentation de capital, étant donné le contenu informatif à diffuser.

Une fois la structure financière établie, son incidence sur la performance est compliquée à cerner vu la pluralité des facteurs intervenant entre endettement et valeur de l'entreprise (coûts d'agence, coûts de faillite, fiscalité, asymétries d'informations).

Vu ce qui précède, une problématique mérite d'être posée

Le choix entre les sources de financement contribue-t-il à accroître la performance financière ?

D'une part, en se référant à l'analyse de Myers (1977), le recours à l'endettement pourrait entraîner une stratégie d'investissement sous-optimale engendrant une moins bonne performance économique. D'autre part, la théorie du signal considère que le niveau d'endettement est un signal donné par les gestionnaires de la firme quant à la qualité et la valeur de ses projets futurs (Ross, 1977), d'où un impact positif sur la performance. Par contre, l'émission d'actions est un mauvais signal émis aux investisseurs dans la mesure où une ouverture du capital est synonyme d'une insuffisance de fonds propres (Myers & Majluf, 1984).

Le travail réalisé est exploratoire. Nous avons adopté une démarche hypothético-déductive qui consiste à élaborer des hypothèses à partir des théories présentées. Cette démarche sera suivie d'une analyse économétrique dont l'objectif est de vérifier les hypothèses formulées.

Cet article est scindé en deux parties. La première est réservée à la présentation du cadre théorique de la structure financière et le choix de mesure de performance, ainsi, les mesures d'impact des différents modes de financement sur la performance

**LA DECISION FINANCIERE ET SON IMPACT SUR LA PERFORMANCE
FINANCIERE MESUREE PAR LA RENTABILITE
CAS DE L'ENTREPRISE NATIONALE DE PROMOTION IMMOBILIERE
.ENPI. EPE du Secteur de l'Habitat**

financière. Dans la deuxième partie, nous allons tester les hypothèses formulées dans le contexte de l'entreprise publique ENPI. Ensuite, nous allons étudier l'impact de chaque mode de financement séparément. En d'autres termes, l'analyse de la relation entre endettement et performance intégrera une analyse de l'impact de la dette long terme et la dette court terme. Pareillement, l'étude de la relation fonds propres et performance passera par l'analyse de l'impact de l'autofinancement puis de l'augmentation de capital par émission d'actions nouvelles sur la performance de l'entreprise.

1. REVUE DE LITTERATURE

1.1. CHOIX DES MESURES DE PERFORMANCE

Les indicateurs de performance utilisés dans les études qui traitent cette problématique sont tellement nombreux et divers (taux de croissance, taux de rentabilité, diverses marges) que le risque de confusion quant au contenu de cette notion paraît inévitable. Il est donc judicieux de bien définir le périmètre d'analyse afin que le choix d'un indicateur de performance soit moins compliqué. En d'autres termes, il s'agit en premier lieu de se situer par rapport aux bailleurs de fonds, et en second lieu de distinguer entre indicateurs calculés a priori ou a posteriori.

La première approche conduit à distinguer entre mesures de performance relatives aux actionnaires (rentabilité des fonds propres) et celles relatives à l'ensemble des bailleurs de fonds (rentabilité économique). Cette distinction est essentielle car selon Fama & Miller (1974) et Fama (1978), pour une même valeur d'entreprise, la répartition peut avantager un bailleur de fonds au détriment d'un autre.

La deuxième approche par contre, s'intéresse au caractère ex-post ou ex-ante des indicateurs. Les mesures évoquées dans la première approche sont toutes appréciées a posteriori du moment qu'elles sont calculées à partir des données comptables, elles ont donc un caractère ex-post. Peuvent aussi être définis des indicateurs relatant une performance ex-ante dans la mesure où leur calcul se base sur la valeur de marché de l'entreprise – qui est fonction des anticipations. Le ratio Q de Tobin¹ et le ratio de Marris² peuvent être utilisés dans ce registre.

Deux indicateurs avec un caractère ex-post de performance seront retenus comme indiqué dans le tableau suivant :

¹Q de Tobin= Valeur de marché de la firme/Valeur de remplacement de l'actif.

²Ratio de Marris= Capitalisation boursière/Valeur comptable des capitaux propres.

| | | |
|----------------|--------------------------------------|-------------------------------|
| | Rentabilité des fonds propres | Rentabilité Economique |
| ex-post | Rentabilité financière | Rentabilité Economique |

Les deux autres indicateurs ont été exclus car l'entreprise n'est pas cotée en bourse.

Il faut toutefois s'attendre à des écarts sensibles entre ces différents indicateurs car la valeur de marché de l'entreprise intervenant dans le calcul des indicateurs ex-ante intègre l'incidence anticipée des coûts d'agence et des structures organisationnelles, contrairement aux indicateurs de performance ex-post dont les coûts ex-post sont plutôt liés à la résolution a posteriori des conflits d'intérêts tels que décrits par Williamson (1988). D'après Charreaux (1991), « il est donc possible que certaines structures organisationnelles équivalentes ou dominées, en tenant compte exclusivement des coûts d'agence ex-ante, se révèlent plus efficaces lorsqu'on considère les coûts ex-post de résolution des conflits, ce qui ne peut s'apprécier que sur plusieurs périodes et avec des indicateurs ex-post ».

Les deux autres indicateurs ont été exclus car l'entreprise n'est pas cotée en bourse.

1.2 DECISION DE FINANCEMENT ET SES EFFETS SUR LA PERFORMANCE DE L'ENTREPRISE

Indispensable pour le fonctionnement de l'entreprise, son développement ainsi que sa pérennité, le financement est l'une des décisions les plus cruciales que doivent prendre les dirigeants de l'entreprise afin de pouvoir réaliser la stratégie d'investissement mais aussi de financer le cycle d'exploitation. Cependant, cette décision ne se limite pas uniquement au choix du mode de financement et de ses modalités car celle-ci interfère avec d'autres décisions, en l'occurrence la décision de distribution des dividendes (Fama, 1978). En effet, si le financement interne est privilégié, il peut être décidé de ne distribuer que peu ou pas de dividendes.

Concrètement, les options qui s'offrent aux dirigeants en matière de financements sont l'arbitrage entre dettes et fonds propres/quasi fonds propres, l'arbitrage entre financement interne et externe mais aussi l'arbitrage entre maturité des dettes. Il est toutefois important de signaler que les besoins long terme de l'entreprise doivent être financés par des ressources long terme et pareillement pour les emplois court terme qui doivent être financés par du court terme.

1.2.1. FINANCEMENT PAR ENDETTEMENT :

La dette améliore la prise de décision des managers (Maloney, McCormick, & Mitchell, 1993). Il faut cependant distinguer entre dette long terme et dette court terme, puisque le comportement du dirigeant peut être différent en fonction de

**LA DECISION FINANCIERE ET SON IMPACT SUR LA PERFORMANCE
FINANCIERE MESUREE PAR LA RENTABILITE
CAS DE L'ENTREPRISE NATIONALE DE PROMOTION IMMOBILIERE
.ENPI. EPE du Secteur de l'Habitat**

l'amortissement de la dette détenue. En effet, il a été démontré que la détention de la dette à court terme, dans les pays où la réglementation est faible, peut inciter les managers à manipuler les états financiers afin de retarder la reconnaissance de mauvaises nouvelles (Gupta, Khurana, & Pereira, 2008). Tel a été le cas en 1997 lors de la crise d'Asie de l'Est, où plusieurs entreprises asiatiques, se finançant principalement à court terme, avaient surévalué leurs profits. Par conséquent, les investisseurs et bailleurs de fonds n'ont pas pu voir la crise venir du moment que les états financiers des dites entreprises ne reflétaient pas la réalité quant à la détérioration des conditions de financement (Rahman, 1998).

1.2.1.1. DETTE MOYEN LONG TERME –DMLT- :

Le financement par la dette est plus qu'utile pour la gestion des conflits d'intérêts (Jensen & Meckling, 1976) entre dirigeants et actionnaires. En effet, la théorie d'agence stipule que sans dette contractée, les dirigeants pourraient prendre des décisions qui serviraient leurs propres intérêts au détriment de ceux des actionnaires. Cependant, en levant de la dette, ils sont obligés d'optimiser les décisions d'investissement qu'ils entreprennent afin de pouvoir honorer leurs engagements à temps. L'atténuation des conflits d'intérêt entre dirigeants et actionnaires passe donc par la réduction du cash-flow disponible grâce au service de la dette, mais aussi par les craintes du dirigeant relatives à sa réputation qui seraient en cas de faillite. D'autre part, l'endettement permet aux actionnaires de référence d'augmenter leur pouvoir économique en minimisant la dilution de leur participation au capital et de réduire le contrôle et la discipline imposés par le marché.

Néanmoins, la théorie du financement hiérarchique⁵ précise que plus l'entreprise est rentable moins elle va s'endetter (Myers, 1977 ; Myers, 1984). En effet, les entreprises rentables réinvestissent leurs bénéfices alors que les entreprises moins rentables empruntent et augmentent ainsi leur levier, ce qui engendre une relation négative entre rentabilité et endettement. La priorité accordée à l'autofinancement est donc à l'origine de la relation négative entre endettement et performance. Cependant, la valeur de marché de l'entreprise peu endettée ne va pas croître indéfiniment en fonction de l'endettement. Au-delà d'un certain niveau de levier jugé trop élevé, la valeur de l'entreprise entamera un cycle baissier (Robichek & Myers, 1966). A ce stade, la valeur actuelle des coûts de faillite dépasse la valeur actuelle des économies fiscales consécutives à l'endettement (Myers, 1984).

Dans leurs travaux, Titman et Wessels (1988) et Titman & Maksimovic (1991) obtiennent aussi une relation négative entre l'endettement à long terme et la rentabilité. Ceci corrobore les résultats de la théorie du financement hiérarchique. Il est tout de même important de signaler que dans toutes ces études évoquées, il est

question de la dette longue terme puisqu'en général l'on utilise le ratio dettes sur fonds propres qui ne prend en compte que la dette long terme. Partant de cette analyse, nous pouvons formuler l'hypothèse suivante :

H1 : Il existe une relation négative entre endettement long terme et performance de l'entreprise.

1.2.1.2. DETTE COURT TERME –DCT-:

L'importance de la dette court terme (financement bancaire et tout autre financement inférieur à un an) a été soulevée par Scholes & Wolfson (1988), qui ont avancé que les entreprises ayant des doutes quant à leur situation fiscale ont une préférence pour la dette court terme lorsque le taux d'impôt est élevé. Dans ce cas, la dette court terme sera non seulement moins coûteuse mais aussi le moyen le plus facile pour atteindre, temporairement, le niveau optimal d'endettement souhaité.

Selon Plesko (2000), la dette court terme devrait être introduite dans toutes les mesures de levier puisque celle-ci permet de saisir pleinement les exigences de cash-flow nécessaires au paiement du service de la dette, contrairement à la dette long terme qui ne renseigne pas sur les sorties actuelles de cash dans la mesure où les dépenses relatives aux intérêts courus ne seront payées que plus tard. De plus, la dette court terme aide à augmenter le gain et la production de l'entreprise (Emery, 2001) sauf que celle-ci est confrontée à deux risques majeurs à savoir le risque de refinancement et le risque du taux d'intérêt.

En outre, la dette court terme est souvent sollicitée par les entreprises ayant une note très élevée ou sinon mal notée, alors que les entreprises avec des notes moyennes ont plutôt recours à la dette long terme (Diamond, 1991). De plus, il a été démontré empiriquement que le recours à la dette court terme est fonction de la taille de l'entreprise. Plus celle-ci est petite, plus elle fera appel à la dette court terme (Titman & Wessels, 1988).

D'autre part, la théorie du signal (Ross, 1977) précise que les banques se basent sur la rentabilité passée de l'entreprise pour évaluer son risque et décider en conséquence d'augmenter sa capacité d'emprunt. Cette théorie suppose aussi que le niveau d'endettement est un signal donné par les gestionnaires de la firme quant à la qualité et la valeur de ses projets futurs. Par conséquent, la dette contractée a un impact positif sur la performance de l'entreprise. A priori, nous ne connaissons pas d'études empiriques qui fournissent la preuve sur la relation qui devrait exister entre la dette court terme et la rentabilité, sauf l'étude de Titman & Wessels (1988), qui pour un échantillon de 469 entreprises entre 1974 et 1982, ont démontré une forte et importante corrélation négative entre la rentabilité et le ratio dette court terme sur valeur marché des fonds propres. En se basant sur cette analyse, nous pouvons donc formuler l'hypothèse suivante :

H2 : Il existe une relation (positive ou négative) entre dette court terme et performance de l'entreprise.

**LA DECISION FINANCIERE ET SON IMPACT SUR LA PERFORMANCE
FINANCIERE MESUREE PAR LA RENTABILITE
CAS DE L'ENTREPRISE NATIONALE DE PROMOTION IMMOBILIERE
.ENPI. EPE du Secteur de l'Habitat**

**1.2.2. FINANCEMENT PAR FONDS PROPRES :
EMISSION D' ACTIONS NOUVELLES/ AUTOFINANCEMENT**

Les théories de compromis supposent qu'aucun mode de financement n'est a priori préféré.

A contrario, selon la théorie de financement hiérarchique (Myers, 1984), l'autofinancement est le moyen privilégié des dirigeants. En effet, ceux-ci adaptent leur stratégie de distribution de dividendes en fonction des opportunités d'investissement à financer, afin de dégager le maximum de financement interne. Si toutefois le financement externe est requis, les dirigeants lèvent de la dette, des titres hybrides, et en dernier lieu ont recours à l'émission d'actions nouvelles. Cela a été interprété comme le capitalisme des managers- leur volonté d'éviter la discipline des marchés de capitaux (Myers & Majluf, 1984). Il est donc théoriquement prouvé que la décision d'émettre des actions est le dernier recours des dirigeants étant donnée la quantité d'information qu'ils devront partager avec les nouveaux actionnaires. Cependant, dans le modèle de Giammarino & Neave (1982) dans lequel dirigeants et investisseurs partagent les mêmes informations relatives à l'entreprise à l'exception du risque, l'émission d'actions dominera l'émission de dettes, dans la mesure où les dirigeants préfèrent lever de la dette quand ils savent que l'entreprise est plus risquée que ce que pensent les investisseurs. En réalisant cela, ces derniers refusent d'acquiescer la dette et s'orientent vers les actions ou la dette convertible (Myers & Majluf, 1984).

Toutefois, lorsqu'une nouvelle émission d'actions est annoncée, le cours du titre réagit négativement (Korwar, 1981 ; Asquith & Mullin, 1986 ; Dann & Mikkelsen, 1984), la perte de valeur ex-ante va augmenter en fonction de la taille de l'émission d'actions requise. Cependant, si l'incertitude relative à l'actif à financer est réduite ou la VAN³ attendue de l'investissement augmente, la perte de valeur sera limitée (Myers et Majluf (1984)]. Ceci vient corroborer la position de la théorie du signal (Ross, 1977) qui stipule que l'émission d'actions non justifiée par un besoin présent est interprétée par les investisseurs- compte tenu de l'asymétrie d'information (Akerlof, 1970)- comme un signal indiquant que l'entreprise est surévaluée. Celle-ci vaut au maximum le prix de mise sur le marché. A contrario, l'endettement est un signal positif, puisqu'un dirigeant ne s'endettera pas si les performances de l'entreprise sont mauvaises.

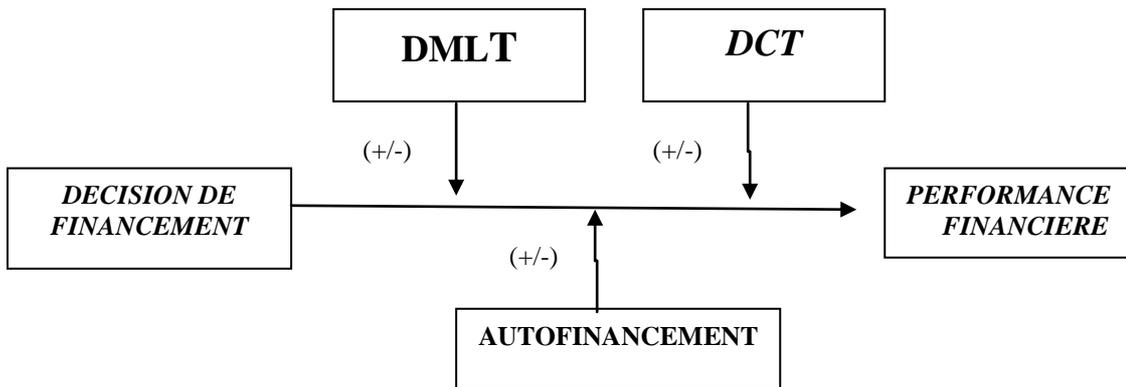
³ Valeur actuelle nette

Etant donné les résultats de la théorie du financement hiérarchique qui stipule que plus l'entreprise est performante plus elle va opter pour l'autofinancement, nous proposons l'hypothèse suivante :

H3 : Il existe une relation positive entre autofinancement et performance de l'entreprise.

Comme l'entreprise EPE.ENPI.SPAN'est pas cotée en bourse et n'a pas enregistré une augmentation du capital durant la période prise pour la présente étude, aucune hypothèse n'est formulée dans ce sens.

Figure 01: Synthèse des hypothèses de recherche



Compte tenu de cette analyse théorique, le modèle à estimer pour analyser l'impact de la décision de financement sur la performance de l'entreprise se présente sous la forme suivante :

$$Performance = \alpha + \beta_1. DMLT + \beta_2. DCT + \beta_3. AF + \beta_4. X + \varepsilon$$

Où :

- Performance est l'indicateur de performance retenu à chaque fois ;
- α : une constante ;
- DMLT : La dette moyen long terme rapportée au total passif ;
- DCT : La dette court terme rapportée au total passif ;
- AF : La proportion de l'autofinancement par rapport au total passif ;
- X : la variable de contrôle.

2. ETUDE DE CAS (Analyse empirique)

2.1 PRESENTATION DE L'ENTREPRISE (ENPLEPE/SPA) et LE MARCHE DE L'IMMOBILIER ALGERIEN

**LA DECISION FINANCIERE ET SON IMPACT SUR LA PERFORMANCE
FINANCIERE MESUREE PAR LA RENTABILITE
CAS DE L'ENTREPRISE NATIONALE DE PROMOTION IMMOBILIERE
.ENPI. EPE du Secteur de l'Habitat**

L'entreprise Nationale de Promotion Immobilière est une entreprise publique économique, dont le statut juridique est Société Par Actions, créée en 2009 suite à la fusion absorption des 18 ex-EPLF édicté par la résolution du Conseil des Participations de l'Etat (CPE), mais le cas de l'EPLF de Boumerdès était trop compliqué. A cette date, les comptes sociaux de l'EPLF/Boumerdès n'étaient pas encore certifiés pour les exercices de 2006, 2007 et 2008.

Une séance du CPE, tenue le 1er avril 2012, a décidé le rachat, par le Trésor public, de la dette de l'entreprise auprès de la CNEP. La dette CNPE s'élève à 56,3 milliards de dinars, dont 11 milliards contractés par la seule EPLF de Boumerdès. Aussi la BEA est appelée à la rescousse pour rééchelonner, sur une durée de 10 ans, la dette de l'ENPI (1,27 milliard de dinars).

L'ENPI est placé sous la tutelle de la Société de Gestion des Participation SGP INDJAB, jusqu'à la date du 20 février 2014 suite à la résolution du CPE N°05/140/21/01/2014 portant sur le projet de transformation de l'Entreprise Nationale de Promotion Immobilière " EPE ENPI" en société non affiliée, ou elle demeure placée sous la tutelle du Ministère de l'Habitat, de l'Urbanisme et de la Ville (MHUV).

Cette résolution porte sur le transfert de la présidence de l'assemblée générale de la SGP INDJAB au MHUV et le transfert du capital social de l'ENPI détenu par SGP INDJAB au Trésor public pour un montant de (01) Milliard de DA. Aussi, le rééchelonnement par les Services Fiscaux de la dette fiscale héritée des entités ex EPLF dont le solde au 31 octobre 2013, est de 887 889 000 DA.

L'application de la résolution suscitée est exécutée à travers la réunion du 20 février 2014 de l'Assemblée Générale Extraordinaire de la SGP INDJAB portant transformation du statut de l'ENPI en EPE non affiliée.

Après une dernière opération de rééchelonnement des dettes fiscales, qui datent de l'ère des EPLF, l'ENPI est assujettie à un rôle de [réalisateur du Logement promotionnel public LPP](#).

Dans cette formule de LPP, l'ENPI se situe entre deux entités. Il y a d'abord les OPGI qui réalisent, pour leur propre compte, des logements promotionnels, mais leur apport demeure très faible (12%). On trouve ensuite les promoteurs privés qui, réalisent 17% du volume global en logement promotionnel, mais n'obéissent à aucune limitation de prix.

Dans la plupart des cas, les privés cèdent les logements à 200 voire 300 000 dinars le m². Le pic est enregistré chez le promoteur émirati, Emiral, qui a fixé les prix de cession de ces logements à 420 000 dinars le m². A l'ENPI, le mètre carré est vendu à seulement 100 000 dinars. De quoi déstabiliser ce marché, déjà fébrile.

2.2 PRESENTATION DU FINANCEMENT BANCAIRE DE L'ENTREPRISE ENPI

L'Etat algérien et afin d'assurer le développement du secteur de la promotion immobilière, après des mesures incitatives et de soutien et d'accompagnement au profit des promoteurs immobiliers publics ou privés dont l'ENPI fait partie, notamment sur le volet Financement du Programme de Logement Publics Aidés.

L'ENPI est désignée comme l'unique promoteur chargé de la réalisation du programme LPP en 2013, avec un programme de réalisation prévisionnel de 151 850 logements publics promotionnels.

En matière du financement, une "convention cadre" a été signée en date du 12 mai 2013 par les trois parties, à savoir le Ministère de l'Habitat, de l'Urbanisme et de la Ville (MHUV), Le Crédit Populaire d'Algérie (CPA) comme étant chef de file du consortium (banques publiques) et l'Entreprise Nationale de Promotion Immobilière (ENPI.EPE/SPA).

D'autres conventions de financement des programmes de réalisation des logements ont été signées conjointement par l'ENPI et le CPA hors la convention cadre.

Le consortium bancaire, représenté par le CPA, banque Chef de File, met à la disposition de l'ENPI les crédits nécessaires, pour le financement exclusifs des contrats de réalisation du programme de 151 850 logements "LPP", avec les conditions suivantes :

Durée du crédit : La durée des crédits afférents à chaque projet est de trente-six (36) mois. La banque chef de file, peut examiner la possibilité de proroger, la durée des crédits de douze (12) mois supplémentaires en cas de retard avéré dans l'avancement physique de chaque projet.

Taux d'intérêt : Les financements bancaires à mettre en place au titre de la convention cadre, sont productifs d'intérêts décomptés trimestriellement, suivant conditions générales de banque.

Le taux d'intérêt appliqué est de 5.25% l'an variable.

Commissions : les crédits accordés à l'ENPI ont donné lieu au paiement par cette dernière des commissions suivantes :

- Commission de gestion : 0.3% flat du montant des crédits, payable une seule fois.
- Commission d'engagement : 0.3% l'an, calculé sur la base des montants des crédits restants à utiliser par trimestre mobile et indivisible.

Garanties : Les crédits accordés à l'ENPI, ont été couverts par des Hypothèques sur terrains et constructions des projets du programme de 151 850 logements LPP.

Situation des crédits bancaires au 31/12/2016 :

U= *10³

**LA DECISION FINANCIERE ET SON IMPACT SUR LA PERFORMANCE
FINANCIERE MESUREE PAR LA RENTABILITE
CAS DE L'ENTREPRISE NATIONALE DE PROMOTION IMMOBILIERE
.ENPI. EPE du Secteur de l'Habitat**

| TYPE DE FINANCEMENT BANCAIRE | Montant des conventions | Consommation de l'exercice 2016 | Consommation totale |
|-------------------------------------|--------------------------------|--|----------------------------|
| Consortium | 83 572 512 | 21 808 847 | 42 165 254 |
| CPA | 9 049 962,00 | 271 295 | 7 530 643 |
| TOTAL | 92 622 474 | 22 080 142 | 49 695 898 |

Tableau 01 : état des décaissements des projets conventionnés

Nous constatons qu'environ 24% des consommations ont été opérées au cours de l'année 2016, cela est expliqué par le retards avéré sur le lancement des projets LPP d'où la contrainte majeure réside au niveau de l'obtention des assiettes foncières destinées au dit programme auprès des services des wilayas, notamment pour la wilaya d'Alger.

La consommation globale a atteint 54% sur l'ensemble des projets financé par le financement bancaire CPA et dans le cadre du consortium, avec une concentration importante (85%) pour cette dernière.

Nous concluons que le financement bancaire dans le cadre du consortium est très dominant pour le financement du programme LPP.

Les échéances de remboursement ont arrivé au terme à partir de l'exercice 2017, d'où l'ENPI est tenu d'alimenter leurs comptes dans un délai de huit (08) à compter de la date de notification de l'échéance par le CPA (banque chef de file)

2.3 METHODOLOGIE:

Cette recherche, qui se veut un travail exploratoire, s'appuie les données collectées à partir des états financiers consolidés de ladite entreprise. L'ENPI détient deux filiales à savoir ENPI CENTRE et PRO IMMO qui sont spécialisées dans la gestion immobilière et la maitrise d'ouvrage déléguée.

La variable dépendante de cette recherche, à savoir la performance financière de l'entreprise, est opérationnalisée par deux mesures de performance distinguant entre actionnaires et autres bailleurs de fonds.

Le choix des variables explicatives est basé sur les hypothèses de recherche élaborées. En effet, la vérification de chacune des hypothèses passe par l'une de ces trois variables :

- L'autofinancement : mesuré par le ratio report à nouveau plus réserves autres que légal sur total passif (AF/TP), étant donné que l'autofinancement est équivalent à la proportion du résultat non distribué cumulé augmenté des montants que les dirigeants choisissent de mettre en réserves.

- Le financement par dette moyen long terme : mesuré par la somme de la dette bancaire long terme et les emprunts obligataires rapportés au total passif (DMLT/TP).

- Le financement par dette court terme : est opérationnalisé par la somme de la trésorerie passif et la dette fournisseurs rapporté sur le total passif (DCT/TP). La dette fournisseur est assimilée à un financement court terme dans la mesure où il permet un délai pour les paiements.

Des variables de contrôle au sens statistique ont été ajoutées au modèle afin qu'aucune variable pouvant intervenir dans l'explication de la performance de l'entreprise ne soit écartée. En effet, les variables taille de l'entreprise, politique d'investissement, la première a été opérationnalisée par le logarithme du total actif, la seconde par l'actif immobilisé sur total actif, Les deux premières variables ont été calculées à partir des données collectées des états financiers des entreprises objet de l'étude. Il est toutefois judicieux de signaler que les variables politique d'investissement et conjoncture sont non seulement non significatives mais n'améliorent en rien la qualité du modèle.

La méthodologie empirique utilisée est l'économétrie des données de panel sur un horizon temporel de 6 années (2011-2016), En d'autres termes, il s'agit de faire des régressions linéaires multiples par la méthode des moindres carrés ordinaires (MCO) dans un premier temps si aucun problème d'hétéroscédasticité ou d'autocorrélation ne survient, sinon les régressions se feront par la méthode des moindres carrés généralisés (MCG) pour remédier à ces problèmes.

**LA DECISION FINANCIERE ET SON IMPACT SUR LA PERFORMANCE
FINANCIERE MESUREE PAR LA RENTABILITE
CAS DE L'ENTREPRISE NATIONALE DE PROMOTION IMMOBILIERE
.ENPI. EPE du Secteur de l'Habitat**

- **Statistiques des variables utilisées:**

| Variables explicatives | DLMT/TP | DCT/TP | AF/TP |
|-------------------------------|----------------|---------------|--------------|
| MOYENNE | 0,38 | 0,46 | 0,15 |
| MIN | 0,19 | 0,39 | 0,00 |
| MAX | 0,57 | 0,56 | 0,41 |

Tableau02: caractéristiques statistiques des principales variables utilisées

Nous constatons que les dettes à long et moyen terme représentent en moyenne 38% du total passif avec un maximum de 57% et un minimum de 19%. Cela est dû principalement à la signature des conventions de financement pour le programme LPP.

En moyenne, les dettes à court terme représentent 46% de l'actif total de l'entreprise avec un minimum de 39%. Ces dettes sont constituées en premier lieu par les dettes fournisseurs, sachant que l'entreprise opère sur le secteur immobilier d'où l'acteur principal est les entreprises de réalisation avec des montants importants vu le plan de charge de l'ENPI.

L'autofinancement a enregistré une moyenne de 15% avec un max de 41%. Principalement, et vu le plan de charge important, l'ENPI a pris une forte concentration sur le financement bancaire qui est institué par le pouvoir public, cela explique le faible taux d'autofinancement.

2.4 RESULTATS

Cette section est réservée à la présentation des résultats des deux modèles de la régression linéaire multiple portant sur les deux indicateurs retenus.

Les régressions linéaires multiples ont été effectuées à travers le logiciel R.

| | MODELE 1 | MODELE 2 |
|--------------------------------------|-------------------|-----------------|
| VARIABLES DEPENDANTES | RF | RE |
| VARIABLES INDEPENDANTES | | |
| CONSTANTE | 14.9884 | 1.2758 |
| DLMT | 14.4958 * | -1.2873 |
| DCT | -15.5640 * | 1.2773 |
| AF | -15.0929* | -1.2918 |
| variable de contrôle 2 taille | / | / |
| variable de contrôle 1 immo | / | / |
| R² | 0,99970 | 0.6926 |
| R² ajusté | 0,99870 | -0.2295 |
| Test - F | 10,07 | 0.7511 |
| prob F statistics | 0.02316 | 0.6679 |
| Shapiro Wilk | 0,004 | / |

Au niveau des deux modèles, le financement par dettes à long et moyen terme a un effet positif sur la performance de l'entreprise (14.49) avec une signification statistique de 0.05 pour le modèle 1 (Rentabilité financière) uniquement et un effet négatif (-1.28) sans signification statistique pour le modèle 2 (Rentabilité économique).

Par conséquent, l'hypothèse 1 est validée uniquement pour le modèle 1.

Les dettes à court terme ont un effet négatif sur la performance pour le modèle 1 avec une signification statistique à 0.05, contrairement au modèle 2 d'où l'impact est positif mais sans aucune signification statistique.

L'hypothèse 2 est rejetée dans tous les modèles.

**LA DECISION FINANCIERE ET SON IMPACT SUR LA PERFORMANCE
FINANCIERE MESUREE PAR LA RENTABILITE
CAS DE L'ENTREPRISE NATIONALE DE PROMOTION IMMOBILIERE
.ENPI. EPE du Secteur de l'Habitat**

L'autofinancement a un effet négatif sur la performance dans tous les modèles, avec une signification statistique de 0.05 pour le modèle 1 uniquement. Par conséquent, l'hypothèse 3 est rejetée.

Les variables de contrôle "taille" et "immo" ont été ignoré, car elles ne sont pas significatives pour tous les modèles.

Pertinence des tests :

Des anomalies d'hétéroscédasticité et d'autocorrélation ont été constatées au niveau des deux modèles à travers l'analyse graphique de résidus e. Afin de remédier à ce problème, la régression s'est faite selon la méthode MCG (GLS), ce qui a rendu les résultats des modèles plus significatifs et non biaisés avec hétéroscédasticité et autocorrélation corrigées.

Pour la pertinence des modèles, il y a lieu de signaler qu'on a rejeté le modèle 2 suivant le test de Fisher qui prévoit une p-value de 0.66 qui est supérieur à 0.05.

Compte tenu de la p-value de l'ordre de 0.02316 pour le premier modèle, on conclut que le modèle 1 est significatif donc il est retenu.

Les coefficients des variables explicatives sont tous significatifs suivant le test de Student uniquement pour le modèle retenu (modèle 1)

S'agissant de la normalité des résidus, compte tenu de la taille de l'échantillon (n inférieur à 30) et de la statistique de Shapiro Wilk (Test statistique à appliquer lorsque n est petit), on peut déduire que ceux-cisuvent une loi normale.

Discussion :

Cette discussion est porté uniquement pour le modèle retenu (modèle 1 : rentabilité financières)

A travers notre étude, nous avons essayé de mesurer l'impact de chaque mode de financement sur la performance financière mesurée par la rentabilité économique et la rentabilité financière.

Contrairement à ce que la littérature affirme, le financement par dette long terme impacte positivement la performance financière de l'entreprise lorsqu'il s'agit du ratio de la rentabilité financière.

Comme prévu donc par la littérature, il y a une influence négative de la dette à court terme sur la performance financière de l'entreprise pour l'indicateur rentabilité financière

En ce qui concerne l'autofinancement, contrairement aux prévisions théoriques, celui-ci a un effet négatif sur la performance lorsqu'il s'agit de la rentabilité économique, rentabilité financière.

Les effets de la structure financière sur la performance financière de l'entreprise ne sont pas similaires sont étroitement liés au choix de la mesure de la performance. Aussi, on remarque que parfois les effets sont similaires pour les différents modes de financement pour le même indicateur retenu.

La nature de notre étude sur le secteur de l'habitat a fait que l'échantillon utilisé soit restreint. Les résultats présentent donc certaines limites, quoique le modèle retenu explique la performance de l'entreprise à hauteur de 99% pour le modèle 1 qui est retenu. ($R^2= 0.99$).

3- CONCLUSION :

Dans cet article, nous nous sommes intéressés aux effets que peuvent produire les choix des modes de financement sur la performance financière de l'entreprise publique ENPI qui opère sur le secteur de l'habitat.

En effet, nous avons conclu qu'existe au moins trois cadre théoriques qui peuvent expliquer le comportement du financement de l'entreprise ainsi d'expliquer l'impact des différents modes de financement et en particulier le financement par emprunt bancaire sur la performance financière mesurée par la rentabilité financière.

À l'issue de cet travail, nous avons conclu que chaque mode de financement influe sur la performance financière d'une façon positive ou négative selon l'indicateur retenu pour la mesure de la performance financière. En outre, pour notre cas d'étude (ENPI) les dettes à long et moyen terme influent positivement sur la performance financière, contrairement à l'autofinancement et les dettes à court terme.

Cependant, notre travail présente certaines limites, notamment le nombre réduit des données (6 années) ainsi que la non prise en considération de certains paramètres, notamment l'économie d'impôts, le taux d'intérêt bonifié, le plan de charge en possession. Pour les recherches futures, il est recommandé d'élargir l'échantillon à d'autres établissements et entreprises du secteur de l'habitat

BIBLIOGRAPHIE:

Akerlof, G. a. (1970). The Market for "Lemons": Quality Uncertainty and the Market Mechanism. *The Quarterly Journal of Economics*, 84(3), 488–500. doi:10.2307/1879431

Asquith, P., & Mullin, D. W. (1986). Equity issues and offering dilution. *Journal of Financial Economics*, 15, 61–89.

Bengrich, M. (2006). *Contribution à l'étude du comportement financier des petites et moyennes entreprises marocaines*. Université Cadi Ayyad, Faculté des Sciences Juridiques, Economiques et Sociales - Semlalia, Marrakech.

Charreaux, G. (1991). Structures de propriété, relation d'agence et performance financière Ownership structures, agency relationship and financial performance. *Revue Économique*, 42(3), 521–552.

**LA DECISION FINANCIERE ET SON IMPACT SUR LA PERFORMANCE
FINANCIERE MESUREE PAR LA RENTABILITE
CAS DE L'ENTREPRISE NATIONALE DE PROMOTION IMMOBILIERE
.ENPI. EPE du Secteur de l'Habitat**

- Cécile Carpentier.** Choix de financement et ratio cible : Le cas français, *L'Actualité économique, Revue d'analyse économique*, vol. 76, n° 3, septembre 2000
- Dann, L. Y., & Mikkelsen, W. H.** (1984). Convertible debt issuance, capital structure change and financing-related information. *Journal of Financial Economics*, 13, 157–186. doi:10.1016/0304-405X(84)90022-9
- Fama, E.** (1978). The effects of a firm's investment and financing decisions on the welfare of its security holders. *The American Economic Review*, 68(3), 272–284.
- Fama, E., & Miller, M. H.** (1974). The Theory of finance. *The Journal of Finance*, 29(3), 1031–1033.
- Philippe Gaud et ElionJani.** Déterminants et dynamique de la structure du capital des Entreprises suisses : une étude empirique, avril 2002. Disponible sur le site internet <http://archive-ouverte.unige.ch/unige:5810>
- Jensen, M. C., & Meckling, W. H.** (1976). Theory of the Firm : Managerial Behavior , Agency Costs and Ownership Structure Theory of the Firm : Managerial Behavior , Agency Costs and Ownership Structure.
- Hajar Moutassim Lahmini, Abdelmajid Ibenrissoul.** Impact de la décision de financement sur la performance de l'entreprise marocaine : Cas des sociétés cotées des secteurs Immobilier et Matériaux de Construction. Colloque international sur la méthodologie de recherche. Université de Lyon. Juin 2015.
- Miller, M. H.** (1977). Debt and Taxes. *The Journal of Business*, 33(2), 261–275.
- Modigliani, F., & Miller, M. H.** (1958). The cost of capital, corporation finance and the theory of investment. *The American Economic Review*, 5(3), 261–297. doi:10.4013/base.20082.07
- Myers, S.** (1984, July). The Capital Structure Puzzle. *Journal of Finance*.
- Myers, S. C. (1977).** DETERMINANTS OF CORPORATE BORROWING. *Journal of Financial Economics*, 5, 147–175.
- Myers, S. C., & Majluf, N. S.** (1984). Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have. *Journal of Financial Economics*, 13, 187–221. doi:10.1016/0304-405X(84)90023-0
- Plesko, G. A. (2000).** The role of short term debt in capital structure. In *Annual Conference on Taxation and Minutes of the Annual Meeting of the National Tax Association* (pp. 135–140). National Tax Association. Depuis le site web <http://www.jstor.org/stable/41950598>
- Ross, S. A. (1977).** The determination of financial structure : the incentive-signalling approach. *THE BELL JOURNAL OF ECONOMICS*, 8(1), 23–40.

Scholes, M., & Wolfson, M. (1988). *The cost of capital and changes in tax regimes*. (pp. 157–194). Washington DC.

Stiriba, L. (2013). *Décision de financement, politique de dividendes et création de la valeur : Essai de modélisation*. Ecole Nationale de Commerce et de Gestion, Agadir.

Titman, S., & Maksimovic, V. (1991). Financial Policy and Reputation for Product Quality. *OXFORD JOURNALS*, 4(1), 175–200. 20

Titman, S., & Wessels, R. (1988). The Determinants of Capital Structure Choice. *The Journal of Finance*, XLIII(1).

Williamson, O. E. (1988). Corporate Finance and Corporate Governance. *J. Finance*, 43(3), 567–591. doi:10.2307/2328184