

Analyse de l'effet de la structure de financement sur la création de la valeur partenariale dans les PME camerounaises du secteur de commerce et de distribution

Analysis of the effect of the financing structure on the creation of value in Cameroonian SMEs in the commerce and distribution sector.

Damaris Carine **CILINO***, Romuald **TEMOMO WAMBA****, Anicet Clément **MIMCHE KOUOTOU*****, Boniface **SIMO KAMGAING******

Université de Dschang, Faculté des sciences Economiques et de Gestion, Département de Comptabilité et Finance des Organisations, Centre de Recherche en Management et Economie (CERME), Laboratoire de Recherche en Management (LAREMA), B.P. 110 Dschang-Cameroun.

* Doctorante Ph.D, Faculté des Sciences Economiques et de Gestion à l'Université de Dschang.

** Doctorant Ph.D, Faculté des Sciences Economiques et de Gestion à l'Université de Dschang.

*** Doctorant Ph.D, Faculté des Sciences Economiques et de Gestion à l'Université de Dschang.

**** Enseignant Chercheur, Ph.D en Sciences de Gestions, Faculté des Sciences Economiques et de Gestion à l'Université de Dschang.

Résumé

L'objectif visé par cette étude est d'évaluer l'effet des différents modes de financement sur la création de la valeur pour les parties prenantes de la PME camerounaise. Notre étude est axée sur celles opérant dans le secteur de commerce et de distribution. Pour conduire ce travail, nous avons adopté une posture positiviste, une approche hypothético-déductive. Pour y parvenir, nous avons recueillies les données auprès de 227 PME. Elles ont été soumises aux différents tests statistiques (test de khi-deux, régression logistique binaire). A l'issue de nos analyses, il ressort que : l'endettement bancaire, l'émission d'actions nouvelles, l'autofinancement exercent chacun une influence significative et négative sur la création de la valeur partenariale.

Mots clés : PME, structure de financement ; création de la valeur ; secteur de commerce ; secteur de distribution

Abstract

The objective of this study is to evaluate the effect of the different modes of financing on the creation of value for the stakeholders of the Cameroonian SME. Our study focuses on those operating in the commerce and distribution sector. To lead this work, we adopted a positivist posture a hypothetico-deductive approach. To achieve this, we collected data from 227 SMEs. They were subjected to different statistical tests (chi-square test, binary logistic regression). At the end of our analyzes, it appears that: bank indebtedness, the issue of new shares, self-financing each exert a significant and negative influence on the partnership value.

Keywords: SMEs; financing structure; creation of value; commerce sector; distribution sector



Introduction

Les petites et moyennes entreprises (PME) forment l'armature de toutes les économies. Elles sont une source essentielle de dynamisme, de flexibilité et de croissance économique. Ceci se vérifie aussi bien dans les pays développés que dans les pays sous-développés (Nguena, 2012 ; Sylla, 2013). Selon l'INS/RGE-1(2009)¹, elles constituent la forme dominante des entreprises au Cameroun avec une proportion comprise entre 95% et 99%.

En fait lorsqu'une entreprise est créée, l'objectif des promoteurs est d'assurer sa rentabilité, son développement et sa survie. Sur le chemin de cette émergence, elle fait face à de nombreuses difficultés parmi lesquelles le problème de financement. L'ouverture des Etats sur le monde et le développement de l'esprit d'entrepreneuriat sans sureté a accru ces problèmes de choix de mode de financement. Les dirigeants d'entreprises s'interrogent constamment sur la façon dont ils doivent financer leurs investissements de manière à réduire leurs coûts et par conséquent créer de la valeur. Il s'agit donc pour la jeune entreprise de choisir un mode de financement en temps opportun tout en permettant d'obtenir un levier financier le plus élevé. Face à ce tumulte grandissant, la question de l'impact de la décision de financement sur la valeur de l'entreprise est essentielle. Bien que cette question ait été traitée dans plusieurs contextes, force est de constater que les réponses apportées ne sont pas convergentes. Par ailleurs, le désaccord entre chercheurs s'observe sur le plan théorique. Toutefois, il existe trois théories essentielles qui peuvent mettre en évidence l'influence de l'endettement sur la valeur des entreprises, à savoir : la théorie du signal, la théorie de l'agence et l'influence de la fiscalité. D'abord selon la théorie de signal (Ross, 1977), l'endettement en situation d'information asymétrique devrait être positivement corrélé avec la valeur de la firme. D'après la théorie de l'agence (Jensen & Meckling, 1976), il existe deux effets contradictoires de l'endettement sur la valeur de l'entreprise, le premier effet est positif dans le cas des coûts de l'agence des fonds propres entre actionnaires et dirigeants, mais, le deuxième effet est négatif, il résulte des coûts d'agence des dettes financières entre actionnaires et prêteurs. Enfin, l'influence de la fiscalité est plutôt complexe et difficile à prédire car elle dépend du principe de déductibilité fiscale des intérêts des dettes, de l'imposition sur le revenu et des déductions d'impôt non liées à l'endettement. Cette question de choix de mode de financement est capital pour toutes entreprises car, du point de vue pratique, le choix d'un moyen de financement au détriment d'un autre peut s'avérer pénalisant

¹ Premier recensement général des entreprises au Cameroun effectué par l'institut national de la statistique en 2009.



pour l'entreprise, ou au contraire peut contribuer à la création de sa valeur de manière significative. De plus, le désaccord entre chercheurs s'observe non seulement sur le plan théorique, mais aussi sur le plan empirique. Un effet négatif de la structure financière sur la profitabilité a été confirmé par Majumdar & Chhibber (1999), Eriotis et al. (2002), Ngobo & Capiiez (2004), Goddard et al. (2005), Rao et al. (2007), Zeitun & Tian (2007), et Nunes et al. (2009). Par contre, Baum et al. (2006), Berger & Bonaccorsi (2006), Margaritis & Psillaki (2007), Baum et al. (2007) et Margaritis & Psillaki (2010), ont montré une influence positive. De plus, Simerly & LI (2000), Mesquita & Lara (2003) et Weill (2008), ont trouvé les deux effets dans leurs études. Par ailleurs, Berger & Bonaccorsi (2006), Margaritis & Psillaki (2007) et Kebewar (2012) ont trouvé la présence d'un effet non linéaire (une courbe de forme inverse de U). Enfin, un effet non significatif a été confirmé par Baum et al. (2007), sur des entreprises industrielles américaines.

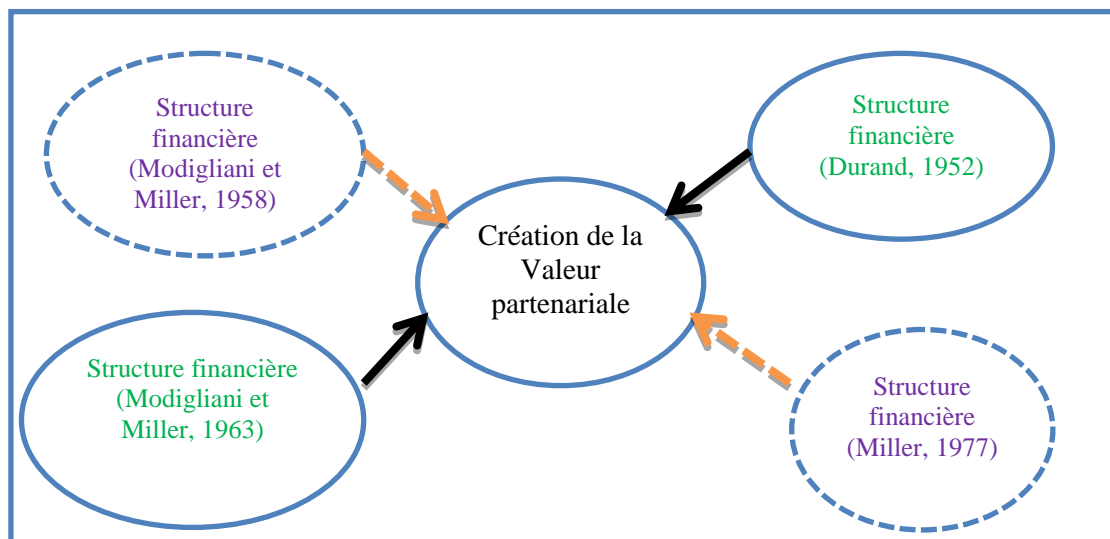
Etant donné que l'objectif de toutes décisions de financement est la maximisation de la richesse, la voix immédiate de mesure de la qualité de ces décisions de financement est d'examiner l'effet d'une telle décision sur la création de la valeur. De ce fait, la structure de financement est une question importante du point de vue financier, car elle est liée à la capacité de l'entreprise à atteindre les objectifs de ses parties prenantes (Simerly & Li, 2000). Il faut s'apercevoir que ce problème est encore d'actualité parce qu'il fait partir des problèmes non résolus en finance. C'est pourquoi il est nécessaire d'étudier les différents modes de financement en vérifiant leurs opportunités à réaliser les objectifs recherchés par l'entreprise. C'est pour répondre à cette préoccupation que nous avons jugé indispensable de traiter le sujet intitulé « *Analyse de l'effet de la structure de financement sur la création de la valeur partenariale dans les PME camerounaises du secteur de commerce et de distribution* ».

Dans La littérature financière, plusieurs objectifs ont été identifiés pour l'entreprise à savoir : sa survie, l'augmentation de son chiffre d'affaires ou de sa part de marché et la réduction de ses coûts. Mais ces dernières années, l'on constat que plusieurs écrits sont beaucoup plus orientés vers l'objectif le plus fondamental qu'est la maximisation de la richesse des actionnaires. Pour réaliser alors cet objectif, l'entreprise doit combiner de façon optimale les différents modes de financement (financement par fonds propre et financement par endettement) afin de déterminer la structure qui lui permet de minimiser ses coûts et par conséquent entraîne la maximisation de sa valeur. Cette question fondamentale de choix de financement et son impact sur la structure du capital et la valeur de l'entreprise est toujours

d'actualité dans les PME. Controverse qui a d'ailleurs fait l'objet d'une littérature abondante. Plusieurs auteurs ont essayé d'apporter la solution à cette question.

Selon Modigliani & Miller (1958), la structure financière est indépendante du coût de capital et de la valeur de l'entreprise. Pour Durand (1952), la structure financière influence le coût du capital et la valeur de l'entreprise. Modigliani & Miller (1963), en intégrant la fiscalité disent que l'endettement est le meilleur mode de financement. En admettant un optimum de l'endettement au niveau macro-économique, Miller (1977), montre que la structure financière est toujours neutre quand bien même l'on prendrait en compte l'incidence de la fiscalité d'entreprise et personnelle. Au regard des écrits ci-dessus évoqués portant sur l'effet de la structure financière sur la valeur partenariale nous pouvons résumer les points de vue des auteurs comme suit.

Schéma 1: Effets de la structure financière sur la création de la valeur partenariale



-----> : Relation de Neutralité

————> : Relation d'influence

Source : Auteurs

A contrario, la théorie de financement hiérarchique de Myers & Majluf (1984), stipule que l'autofinancement est préféré à l'endettement qui, de son côté, est préféré à l'augmentation de capital par émission d'actions nouvelles, étant donné le contenu informatif à diffuser. Plusieurs travaux qui ont été entrepris aussi bien dans d'autres contextes que celui du Cameroun à ce sujet, se sont orientées vers les déterminants de la structure financière à l'exemple des travaux de Feudjo & Tchankam (2012). Tous ces travaux s'articulent généralement autour de la question suivante : comment effectuer le choix entre les différents moyens de financement dans le but d'accroître la valeur de l'entreprise ?



Cependant ces auteurs en majorité se sont limités à mettre en relation les différents modes de financement et la richesse des actionnaires (la valeur actionnariale) ; tout en négligeant les autres parties prenantes comme si les actionnaires étaient les seuls à influencer la vie de l'entreprise ou à être influencés par celle-ci. Ici, il y a lieu de s'interroger sur la relation entre le choix d'un mode de financement et la satisfaction de l'ensemble des parties prenantes (stakeholder value).

Notre étude a pour objet, l'analyse de l'effet des différents modes de financement sur la création de la valeur partenariale dans les PME. Il se pose donc le problème de l'existence d'un mode de financement tel que, son adoption par l'entreprise maximiserait sa valeur à fin de permettre la satisfaction de l'ensemble des parties prenantes (une vision pluraliste de la firme). Plus concrètement, *en quoi le choix d'un mode de financement peut-il influencer la création de la valeur partenariale dans les PME camerounaises?*

L'objectif visé par ce travail est de mettre en évidence la relation entre les différents modes de financement et la création de la valeur partenariale dans les PME. Dans les pages qui suivront, nous aurons d'abord à présenter une revue de littérature et les théories mobilisées, ensuite la méthodologie, les résultats et discussions, en fin une conclusion.

1. Revue de la littérature et théories qui sous-tendent l'étude

Dans ce premier point, nous essayerons d'apporter des éclaircissements sur les termes clés (structure de financement et création de valeur de l'entreprise), ensuite nous présenterons les théories mobilisées et en fin les hypothèses de recherche.

1.1. Notion de structure de financement

Pour mieux expliciter la notion de structure de financement, il est nécessaire de parler de la question de son optimalité qui est née du problème de son influence sur « la sur la valeur de l'entreprise » (Goodwill). Cette dernière notion de valeur de la firme évolue du fait de la prise en compte globale des parties prenantes de l'entreprise parmi lesquelles se trouvent les principaux pourvoyeurs de sources de financements. Ces sources proviennent du système financier dans lequel évolue l'entreprise et sont composées de deux types d'institutions financières à savoir les banques et les marchés financiers. La structure financière, souffre dans sa présentation générale, de la pluralité de terminologies et de définitions pour la qualifier. Elle est indifféremment représentée par des termes tels que politique financière, politique de financement, politique d'endettement, endettement, comportement de financement ou encore, structure du capital. On peut noter d'ailleurs à ce propos que Caby et al. (1998), font une



distinction entre structure financière et structure du capital. Cependant, malgré ces différentes appellations, l'idée selon laquelle la structure financière a trait au choix entre l'importance relative des fonds propres et celle des dettes dans le financement de l'entreprise est largement répandue (Goffin, 1998).

La structure financière de l'entreprise se définit pour Myers (2001), comme les proportions de la dette contre les capitaux propres observées dans les bilans des sociétés. Les entreprises peuvent choisir un dosage de dettes et de capitaux propres pour financer leurs projets (Damodaran, 2006). Autrement dit, elle correspond au partage des ressources financières de l'entreprise entre les capitaux propres et l'endettement (Vernimmen, 2008). Tout de même, les éléments constitutifs de la structure financière (capitaux propres, dettes entre autres) proviennent uniquement du passif de l'entreprise et par conséquent, la structure financière peut être considérée comme étant la structure du passif de l'entreprise. Elle met autant l'accent sur le financement à long terme que sur le financement à court terme. La structure du capital, quant à elle, désigne le financement de l'entreprise représenté par les fonds propres et les dettes à long et moyen terme. Elle met l'accent uniquement sur le financement à long et moyen terme. Cependant, le terme anglais « capital structure » qui, traduit en français donne le terme « structure du capital », représente dans la littérature financière anglo-saxonne, indifféremment la notion de structure financière à proprement parler et celle de structure du capital à long et moyen terme.

1.1.1. Les différents modes classiques de financement des entreprises

Les entreprises pour assurer le financement de leurs investissements adoptent deux types de moyens de financement : financement interne et / ou externe. Quand on parle de financement interne il s'agit pour l'entreprise d'utiliser des fonds générés par son activité d'exploitation ou encore recourir à sa propre trésorerie pour financer un investissement. L'entreprise utilise les profits dégagés au cours des années précédentes, et qui n'ont pas été distribués aux associés ou prélevés par l'entrepreneur (autofinancement). Le financement externe implique le recours à des tiers, agents et intermédiaires financiers.

Tout au long de leur existence, tant au niveau de leur création, que leur fonctionnement et leur développement, les entreprises ont besoin de fonds. Pour assurer la continuité de son exploitation, l'entreprise doit se doter d'un outil de production et financer son cycle d'exploitation, notamment ses stocks et ses créances clients. La manière de combiner les différents moyens de financement est un élément de la stratégie financière qui a des

conséquences directes sur la situation économique de l'entreprise, notamment sa valeur ajoutée, sa solvabilité et sa rentabilité.

1.1.1.1. L'autofinancement, la principale source de financement interne

L'autofinancement est une ressource gratuite et renouvelable pour l'entreprise. Il correspond à l'aptitude pour l'entreprise d'utiliser les ressources dégagées de son activité d'exploitation pour se financer. Il permet une certaine indépendance financière, une maîtrise des charges financières, une amélioration de la situation et donc de la valeur des actions. En effet, l'autofinancement donne à l'entreprise une liberté d'action car elle sera indépendante de ses créanciers. Il est d'une grande importance pour les dirigeants de l'entreprise du fait qu'il se substitue d'une part à toutes autres sources de financement et par conséquent il épargne aux dirigeants de payer des intérêts excessifs, et d'autre part, il donne plus de liberté de manœuvres aux gestionnaires de l'entreprise. Ces arguments nous laissent dire qu'un autofinancement est plus avantageux pour une entreprise qu'un financement externe (Myers & Majluf, 1984).

Cependant, l'autofinancement est parfois insuffisant pour financer l'investissement et les actionnaires peuvent se retirer de l'entreprise en constatant leurs dividendes baissés en faveur des réserves. Le fait d'exagérer l'autofinancement peut nuire également à l'entreprise, qui au cours de son existence peut avoir à faire face à des programmes d'investissements imminents afin de ne pas se laisser distancer par la concurrence.

1.1.1.2. Les sources de financement externe

Les sources externes de financement sont constituées principalement du financement par augmentation du capital et par emprunt.

- Le financement par l'augmentation du capital

Lorsqu'une entreprise a besoin d'augmenter ses ressources stables, elle peut recourir à une augmentation de capital. Le capital de l'entreprise va alors être augmenté par la souscription à de nouvelles actions, qui sont destinées à être achetées par les actionnaires déjà présents dans l'entreprise ou bien par de nouveaux actionnaires. La part du résultat non distribuée, présentée au niveau des réserves peut également être incorporée dans le capital social. Cette opération peut prendre plusieurs formes. Dans le cas d'une incorporation des réserves dans le capital, la part transmise peut être ajoutée aux actions déjà existantes (ce qui augmente la valeur nominale des actions) ou bien à travers la création de nouvelles actions qui sont alors



distribuées aux actionnaires au prorata des actions déjà possédées par ces derniers. De plus, l'émission de certaines obligations convertibles en capital donne aux détenteurs de la dette de l'entreprise le titre actionnaires et non plus créanciers (conversion des dettes fournisseurs en actions). Pour rémunérer un apport en « nature », c'est à dire un nouvel apport d'actifs, les entreprises peuvent également émettre de nouveaux titres.

Dans le cadre d'une fusion, il y a un apport de titres d'une entreprise extérieure, lesquels sont ajoutés au capital de l'entreprise. Lorsqu'une entreprise souhaite financer de nouveaux investissements, elle peut émettre une proposition de nouvelles souscriptions sur le marché primaire afin d'augmenter en numéraire son capital. Elle peut alors également proposer un droit préférentiel de souscription à ses actionnaires actuels afin qu'ils puissent racheter ces nouvelles actions à un prix avantageux. Cette opération engendre deux conséquences : l'augmentation des ressources stables et la dilution du capital.

➤ Le financement par emprunt

Le financement par emprunt est connu comme l'une des principales sources de financement des entreprises, octroyées auprès des banques et des institutions financières spécialisées. Il peut prendre la forme d'un emprunt obligataire ou de tous autres types d'emprunt (emprunt bancaire à long et à court terme et les obligations).

1.2. Notion de création valeur partenarial de l'entreprise

Créer de la valeur c'est là faire varier dans le sens de la hausse. A contrario, détruire de la valeur c'est là faire baisser au cours du temps. « La création de valeur économique est au cœur de l'activité des organisations et au centre de leur vocation, de leur raison d'être et de leur stratégie » (Savall & Zardet, 1998). La création de valeur est érigée en exigence de performance tant dans la littérature foisonnante sur ce thème que dans les discours des dirigeants d'entreprises, en particulier dans la communication financière des grands groupes. Deux questions méritent d'être posées : pourquoi créer de la valeur c'est-à-dire l'accroître en « t+1 » par rapport à « t », et pour qui ?

La création de valeur procure à l'entreprise des avantages compétitifs, un moyen de financer son développement (terme que nous préférons à celui de croissance parce qu'il intègre, outre une dimension quantitative et financière, aussi une dimension qualitative). Créer de la valeur certes, mais pour qui ? A une vision moniste de la création de la valeur au profit des actionnaires (shareholder value), nous préférons opposer et privilégier explicitement une

vision pluraliste de la création de la valeur au bénéfice des diverses parties prenantes (stakeholder value). La création de valeur totale doit servir à rétribuer les contributions des différentes parties prenantes.

1.3. Théories mobilisées

Nous allons d'abord présenter ici la théorie sur la structure du capital, en suite du « pecking order » ou des préférences ordonnées et en fin la théorie du signal et du « market-timing ».

1.3.1. La théorie de Modigliani et Miller : la remise en cause d'une structure du capital optimale

A la fin des années 1950, Modigliani & Miller (1958) reconnaissent l'indépendance entre valeur de l'entreprise et structure de capital en se basant sur des hypothèses supposant l'absence d'imposition, de détresse financière, de coûts de transaction et de coûts d'agence. En présence d'un tel environnement, les avantages et les coûts de l'endettement disparaissent et ce dernier a donc un effet neutre sur la valeur de la firme. Ainsi, selon cette théorie, il n'existerait pas de structure de capital optimale, le coût moyen pondéré de capital n'étant pas fonction de la structure de capital et l'effet de levier de la dette étant nul. L'une des façons de faire croître la valeur de l'entreprise est alors le choisir des projets à VAN positive.

Les limites de cette première théorie qui suppose que l'on peut emprunter et placer au même taux (que l'on soit un individu ou une entreprise) poussent Modigliani et Miller à modifier leur première théorie en 1963. Cette fois-ci, ils prennent en compte l'impôt corporatif et la déductibilité des frais financiers payés sur la dette. Ils concluent alors à l'existence d'une structure de capital optimale où le recours à la dette est maximisé. En effet, lorsque les impôts sont introduits, la dette affecte d'autant plus la valeur de l'entreprise. Par conséquent, les entreprises ne devraient alors plus recourir aux fonds propres, mais se financer entièrement par la dette, cette dernière leur permettant de bénéficier d'avantages fiscaux.

Miller (1977) ajoute une nouvelle notion à la théorie Modigliani & Miller (1958 et 1963) en s'intéressant à l'impôt personnel. Il affirme alors que l'impôt sur le revenu a pour conséquence d'annuler les avantages fiscaux liés à la déductibilité des frais financiers : les effets positifs de l'endettement sur la valeur de l'entreprise se voient alors atténués. Dépendamment des taux d'imposition corporatif et personnel, l'avantage fiscal de la dette peut donc être neutralisé et même devenir négatif. La question de l'existence d'une structure du capital optimale reste donc encore ouverte.



1.3.2. La théorie dite du « pecking order » ou des préférences ordonnées

Au milieu des années 1980, Myers & Majluf (1984) énoncent une hiérarchie des sources de financement fondée sur deux faits principaux : les entreprises sont constamment à la recherche des modes de financement les moins chers et il existe des asymétries d'informations entre les divers bailleurs de fonds. Les firmes ne viseront donc aucun ratio d'endettement optimal mais choisiront plutôt leurs sources de financement selon les opportunités d'investissement rencontrées, les flux de trésorerie générés, leurs historiques de financement et les conditions actuelles du marché. Ainsi, les entreprises favoriseront dans un premier temps l'autofinancement puisque celui-ci représente une source de financement non onéreuse : la firme utilise ses propres flux de trésorerie excédentaires et n'a donc pas recours à l'évaluation du marché. Par la suite, l'entreprise fera appel à une dette bancaire, moins coûteuse en termes d'information puisque les banques disposent d'un avantage informationnel. Si cela ne suffit pas, une dette obligataire sera contractée et la firme sera alors contrainte de voir le marché évaluer sa probabilité de faillite. Finalement, si toutes les sources de financement précédentes sont insuffisantes, les entreprises se verront dans l'obligation d'émettre des actions et de soumettre l'entreprise à une évaluation de ses flux d'exploitation et de ses investissements.

En conclusion, la théorie des préférences ordonnées souligne le fait que les entreprises les plus performantes auront moins tendance à s'endetter du fait de leur capacité à s'autofinancer. Les flux de trésorerie excédentaires ont alors de la valeur puisqu'ils permettent à l'entreprise de se financer en évitant les coûts ayant trait à l'asymétrie d'information de toute forme de financement externe.

1.3.3. La théorie du signal et du « market-timing »

La théorie du signal se base elle aussi sur l'existence d'une asymétrie d'information. Cette dernière concerne cette fois-ci les dirigeants de la firme, qui bénéficient de toutes les informations relatives à l'entreprise, et les bailleurs de fonds qui ne disposent que de l'information publique. Cette théorie, développée par Ross (1977), affirme que divers signaux sont envoyés sur le marché notamment lorsque les dirigeants prennent des décisions ayant trait au financement des opérations de la firme. Par exemple, la contraction de dette sera reçue positivement sur le marché car elle signifie que l'entreprise est en bonne santé financière et prévoit d'avoir de bons rendements futurs. La théorie du signal propose donc une relation entre structure financière d'une entreprise et qualité en termes de performance.



L'émission de signaux par les dirigeants de l'entreprise, à travers les décisions prises en terme de structure du capital, est un moyen utilisé afin d'affirmer sa performance par rapport aux autres entreprises. Notons finalement que cette théorie prévoit un effet de signal plus fort pour l'émission de dette bancaire (et non obligataire) ainsi que pour des entreprises jeunes ou ayant un fort potentiel de croissance. La théorie du « market timing », développée principalement dans les études de Backer & Wurgler (2002) démontre l'effet du « timing des marchés » sur la structure du capital. Ainsi, les dirigeants utiliseraient les conditions du marché afin de choisir les sources de financement les plus adéquates. La levée de fonds grâce à l'émission d'actions sera alors favorisée lorsque les prix du marché sont élevés et que le marché boursier est « chaud » tandis que le marché obligataire est « froid ». Notons finalement que la prise en compte de ce « timing du marché » peut temporairement modifier la hiérarchie des sources de financement énoncée par la théorie du Pecking Order. Comme précédemment, la sélection des sources de financement n'est pas déterminée par un ratio cible d'endettement mais par l'attitude des dirigeants qui se montrent opportunistes et profitent des conditions favorables du marché.

1.4 Hypothèses de la recherche

Nos hypothèses sont organisées au tour de la relation entre les différents modes de financement et la création de la valeur partenariale dans l'entreprise.

Selon Damodaran (2006), les entreprises qui utilisent l'endettement plutôt que le recours aux fonds propres en tire avantage de deux façons: tout d'abord elles obtiennent un avantage fiscal parce que les intérêts portant sur la dette sont fiscalement déductibles. Alors que les cash-flows provenant des fonds propres ne le sont pas. Deuxièmement, l'endettement permet aux firmes d'imposer une discipline aux dirigeants. Les entreprises sont obligées de faire des paiements réguliers à leurs créanciers et les dirigeants qui ont choisies d'investir dans un projet peu rentable augmentent la probabilité d'être incapable de faire face à ces paiements.

Selon Beaver (1966) et Altman (1968), l'insuffisance de la rentabilité d'exploitation et l'endettement joue un rôle considérable dans la défaillance des entreprises. En d'autres termes l'endettement augmente le risque que la firme se trouve dans l'impossibilité de faire face à ses remboursements et fasse faillite.

Selon Brigham & Houston (2004), La structure du capital optimale d'une entreprise, c'est-à-dire celle où la valeur de l'entreprise augmentera et le coût du capital diminuera, est déterminé par le compromis des avantages de l'utilisation de la dette connue sous le nom



d'économies d'impôts et les coûts de la dette tels que les frais d'agence. En outre, la théorie du compromis indique que les entreprises ayant plus d'actifs physiques devraient employer des dettes supplémentaires, car ces actifs physiques seraient des garanties. L'émission d'emprunts au lieu des fonds propres réduit les coûts d'agence et par conséquent augmente la performance de l'entreprise (Mahrt, 2005). En se basant sur ces analyses nous pouvons donc formuler l'hypothèse suivante.

H1 : Une relation positive existerait entre l'endettement bancaire et la création de la valeur partenariale dans l'entreprise.

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) les 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 & Mikkelson 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 VAN attendue de l'investissement augmente, la perte de valeur sera limitée Myers & 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. Compte tenu de la théorie du financement hiérarchique et de la théorie du signal pour qui l'émission d'actions nouvelles est un signal négatif émis par les dirigeants, nous aboutissons à l'hypothèse relative au financement par émission d'actions nouvelles suivant :

H2 : Une relation négative existerait entre l'émission d'actions nouvelles et la création de la valeur partenariale pour l'entreprise.

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 : Une relation positive existerait entre l'autofinancement et la création de la valeur partenariale pour l'entreprise.

Au regard de la concordance des écrits ci-dessus évoqués, une conclusion nécessaire sera au profit de l'effet de la structure de financement et la création de valeur. Pour authentifier cela, une démarche méthodologique inspirée de ce cadre théorique a été utilisée et a permis de développer le modèle empirique de cette étude.

2. Méthodologie

Cette recherche adopte une posture épistémologique positiviste basée sur une démarche hypothético-déductive qui se fait à travers une méthode de test d'hypothèses. Ainsi, nous avons collecté nos données suivant la méthode d'échantillonnage non probabiliste (méthode par convenance) auprès de 227 PME camerounaises exerçant dans le secteur de commerce et distribution situé dans les villes de Bafoussam, Dschang, Bertoua, Douala et Yaoundé.

2.1. Variables et Opérationnalisations

La formulation d'une hypothèse met en relation deux variables l'une dépendante (la variable expliquée) et l'autre indépendante (variable explicative).

2.1.1. Les variables indépendantes

Le choix des variables explicatives ou indépendantes 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 : l'utilisation des fonds dégagés de l'activité de l'entreprise pour financer ses investissements.
- Le financement par émission d'actions nouvelles : l'augmentation de capital par apports nouveaux.
- Le financement par dette moyen et long terme : l'émission d'emprunt auprès des banques.

Tableau 1 : synthèse de l'opérationnalisation des variables indépendantes

Variables	Dimensions	Mesures
STRUCTURE DE FINANCEMENT	L'autofinancement	L'utilisation des fonds dégagés de l'activité
	Augmentation de capital par émission d'actions nouvelles	L'ouverture du capital par apports nouveaux
	L'émission des dettes moyen et long terme	Emprunt bancaire

Source : Auteurs

2.1.2. La variable dépendante

Dans « La création de valeur des alliances stratégiques et fusions-acquisitions : justification comparative par le modèle de mesure de la valeur financière. Cas des sociétés du SBF 250 », Saci (2013) présente les indicateurs de valeurs suivantes :

Profit : Résultat net, BPA, EBIT et EBITDA

Rentabilité : ROE, ROA, ROCE et CFROI

La variable dépendante de cette recherche est la création de la valeur partenariale pour l'entreprise. Elle est opérationnalisée par quatre mesures à savoir la rentabilité, la profitabilité, la croissance et la liquidité. Liquidité parce que, l'objectif de notre travail est d'établir la relation entre les différents modes de financement et la création de la valeur pour les parties prenantes.

Tableau 2 : synthèse de l'opérationnalisation de la variable dépendante

Variable	Indicateurs	Auteurs
Création de la valeur partenariale	La rentabilité	Quiry et Fur (2001)
	La profitabilité	
	La croissance	Vernimmen.net 2017
	La liquidité	

Source : Auteurs

2.1.3. Modèle économétrique

Le modèle qui doit être estimé est donné par la relation suivante partant des travaux de Modigliani & Miller (1958, 1963) ; Akerlof (1970) ; Ross (1977) et Myers & Majluf (1984) : Création valeur = f (capitaux propres, endettement et augmentation capital) Ainsi, on aura à partir de la forme fonctionnelle ci-dessus les équations suivantes :

Modèle 1 : effet de l'autofinancement sur la création de la valeur

$$CV_i = \delta_0 + \delta_1 autof_i + \beta_i X_i + \varepsilon_i$$

Modèle 2 : effet de l'endettement sur la création de la valeur

$$CV_i = \delta_0 + \delta_1 Endet_i + \beta_i X_i + \varepsilon_i$$

Modèle 3 : effet de l'augmentation du capital sur la création de la valeur

$$CV_i = \delta_0 + \delta_1 Augmentcap_i + \beta_i X_i + \varepsilon_i$$

Avec β_i la matrice des coefficients des variables de contrôle à savoir le nombre d'années d'existence de l'entreprise, le niveau d'étude du dirigeant, le nombre d'employeur, le genre du dirigeant.

X est la matrice des variables de contrôle

3. Résultats et Discussions

Pour obtenir nos résultats, nous avons effectué le test d'indépendance de khi-deux, ensuite la régression logistique binaire.

3.1. Le test de dépendance de Pearson ou le test de khi-2

Le test de khi-2 permet de vérifier le degré de dépendance entre les variables. Le résultat de ce test est synthétisé dans le tableau ci-dessous :

Tableau 3 : Le test de dépendance de PERSON ou le Khi-2

Structure de financement	Variable dépendante : création de la valeur				
	ARE	EVA	ARF	AREe	RSDF
autofinancement	2,234* (0,067)	8,571*** (0,003)	1,570 (0,210)	2,570* (0,080)	0,294 (0,588)
Emprunt moyen Long terme	2,862* (0,087)	3,342* (0,068)	0,001 (0,973)	0,406 (0,524)	3,288* (0,070)
Emissions d'actions nouvelles	5,091** (0,024)	0,462 (0,497)	4,569** (0,033)	1,600 (0,206)	1,212 (0,271)

Source : nous-mêmes à partir de PSSS

***; **; * significativité respectivement à 1%, 5%, 10% de nos estimations

3.1.1. Degré de dépendance entre l'autofinancement et la création de la valeur

D'après les résultats du test de dépendance de Pearson, nous constatons que la variable résultat d'exploitation (ARE) dépend de l'autofinancement à un seuil de significativité de 10 % car la prob $Khi-2 = 0,067 < 10\%$. D'où l'existence de la dépendance significative entre ces deux variables testées à 10%.

Aussi, il en ressort qu'il existe une dépendance significative entre la valeur ajoutée (EVA) et l'autofinancement au seuil de 1% parce que la prob $Khi-2 = 0,003 < 1\%$. Donc il y a une forte dépendance entre ces deux variables testées à 1%.

De même notre résultat montre que le degré de dépendance entre la variable rentabilité financière (ARF) et l'autofinancement n'est pas significatif avec la prob de $Khi-2 = 0,210$.

Egalement, il ressort de nos résultats que la rentabilité économique (AREe) dépend significativement de l'autofinancement au seuil de 10% car la prob de $Khi-2 = 0,080 < 10\%$. Ce qui signifie qu'il existe une forte dépendance entre les deux variables testées à 10%.

Ce tableau de test de dépendance montre aussi que, la dépendance n'est pas significative entre la RSDF et l'autofinancement car la prob de $Khi-2 = 0,588$.

Globalement nous pouvons dire qu'il y a une dépendance significative partielle entre la création de la valeur et l'autofinancement car des cinq variables retenues, la dépendance est significative entre trois variables (ARE, EVA, AREe) et l'autofinancement. D'où la conclusion suivante : la création de la valeur dépend à $3/5 = 60\%$ de l'autofinancement.

3.1.2. Degré de dépendance entre l'émission de l'emprunt moyen et long terme et la création de la valeur

Notre analyse montre qu'il existe une dépendance significative entre le résultat d'exploitation et l'émission d'emprunt moyen et long terme au seuil de 10% car la prob de $Khi-2 = 0,087 < 10\%$. Donc le résultat d'exploitation dépend fortement de l'emprunt à un seuil de 10%.

De même, la valeur ajoutée dépend significativement de l'emprunt moyen et long terme à un seuil de 10% car la prob de $Khi-2 = 0,068 < 10\%$. D'où il existe une forte dépendance entre les deux variables testées à 10%.

Il ressort également de notre analyse que, la dépendance n'est pas significative entre les variables rentabilité économique, rentabilité financière et l'émission d'emprunt moyen et

court terme car leurs probabilités de Khi respectives est = 0,524 et 0,973. La dépendance est vraiment non significative entre ces variables.

Aussi la variable RSDF dépend de l'émission d'emprunt moyen et long terme au seuil de significativité de 10%. Car la prob de Khi-2 = 0,070 < 10%. Il existe une dépendance significative entre les deux variables testées à 10%.

Globalement, la création de la valeur dépend de façon significative de l'émission d'emprunt moyen et long terme à 60% car des cinq variables retenues, trois (3) dépendent fortement de l'emprunt.

3.1.3. Dépendance entre création de la valeur et l'émission d'actions nouvelles

D'après les résultats du test de Khi-2 récapitulés dans le tableau ci-dessus, la variable résultat d'exploitation dépend de l'émission d'actions nouvelles au seuil de significativité de 5% car la probabilité de Khi-2 = 0,024 < 5%. Il existe donc une forte dépendance entre ces variables testées à 5%.

De même, la variable rentabilité financière est dépendante de l'émission d'actions nouvelles au seuil de significativité de 5% car la prob de Khi-2 = 0,033 < 5%.

Aussi il en ressort que la dépendance entre les variables EVA, AREe, et RSDF et l'émission d'actions nouvelles est non significative car leurs probabilités respectives de Khi-2 = 0,497 ; 0,206 et 0,271. En conclusion la création de la valeur dépend significativement de l'émission d'actions nouvelles à 40% c'est-à-dire que, 2/5^{ème} des variables retenues pour l'analyse sont dépendantes de l'émission d'action nouvelles.

3.2. Le test de régression logistique binaire

Le test de régression permet de mesurer le sens de la relation entre les variables. Pour notre analyse le test de régression a été synthétisé dans les tableaux ci-dessous.

Tableau 4 : L'émission de l'emprunt bancaire moyen et long terme et la création de la valeur

Variables indépendantes	Variable dépendante : création de la valeur									
	ARE		EVA		ARF		AREe		RSDF	
	Coef	Prob	Coef	Prob	Coef	Prob	Coef	Prob	Coef	Prob
Ebe(1)	1,312* (3,713)	0,072	-0,621 (0,537)	0,560	-0,876 (0,416)	0,433	-1,059 (0,347)	0,376	0,416* (1,516)	0,097
AEX		0,15		0,207		0,441		0,329		0,891
AEX(1)	2,260* (9,585)	0,081	-0,076 (0,927)	0,971	0,046 (1,048)	0,980	0,864 (2,372)	0,686	1,647 (5,191)	0,456
AEX(2)	2,061* (9,585)	0,067	1,585 (0,537)	0,466	1,951* (0,416)	0,075	3,365 (0,347)	0,182	1,574 (1,516)	0,570

	(7,851)		(4,879)		(7,037)		(28,926)		(4,826)	
AEX(3)	-0,269 (0,764)	0,872	-1,419 (0,242)	0,522	-0,513 (0,599)	0,793	0,740 (2,096)	0,747	1,775** 5,900	0,038
Nem		0,520		0,161		0,746		0,596		0,882
Nem(1)	1,329 (3,777)	0,262	2,467* (11,78)	0,066	0,175 (1,191)	0,870	1,122 (3,071)	0,339	-0,751 (0,472)	0,617
Nem(2)	1,013 (2,753)	0,518	-0,116 (0,890)	0,955	1,619 (5,048)	0,463	1,979 (7,233)	0,427	20,411	0,999
GR(1)	0,711 (2,035)	0,468	1,047 (2,848)	0,316	1,568* (4,799)	0,074	2,848** (17,26)	0,044	0,490* (1,632)	0,073
NED		0,990		0,338		0,910		0,967		0,984
NED(1)	-21,281 (0,000)	1,000	-23,42 (0,000)	1,000	-22,276 (0,000)	1,000	-24,356 (0,000)	1,000	19,599	1,000
NED(2)	0,530* (1,699)	0,089	21,489	0,999	21,038	0,999	22,378	0,999	20,147	0,999
NED(3)	-0,204 (0,816)	0,84 4	-2,048* (0,129)	0,066	0,878* (2,405)	0,062	0,663 (1,940)	0,607	0,645 (1,907)	0,690
Constante	-1,692 (0,184)	0,313	0,130 (1,139)	0,952	-0,157 (0,854)	0,938	-1,558 (0,211)	0,512	0,090 (1,094)	0,972
	wald =2,646 R-deux de Cox & Snell =0,570 R-deux de Nagelkerke=0,668 Probwald=0,088		Wald= R-deux de Cox & Snell=0,319 R-deux de Nagelkerke=0,431 Probwald=		Wald = R-deux de Cox & Snell=0,444 R-deux de Nagelkerke=0,536 Probwald=		Wald = R-deux de Cox & Snell =0,286 R-deux de Nagelkerke =0,393 Probwald=0,062		Wald =16,566 R-deux de Cox & Snell =0,417 R-deux de Nagelkerke=0,521 Probwald=0,000	

Source : nous-mêmes à partir de PSSS

***; **; * significativité respectivement à 1%, 5%, 10% de nos estimations

Les valeurs entre parenthèses représentent le ratio de change. D'après les résultats de ce tableau, nous remarquons que le modèle ARE est globalement significatif au seuil de 10% car la probabilité de wald =0,088 < 10%. De même les variables explicatives expliquent à 66,8% la variable résultat d'exploitation. En ce qui concerne la variable émission de l'emprunt moyen et long terme, son coefficient est positif et explicatif au seuil de 10%. Ainsi, la variable emprunt moyen et long terme explique positivement et significativement la variable résultat d'exploitation. Lorsqu'on regarde le ratio de chance on constate qu'il y a neuf fois plus de chance que l'émission de l'emprunt améliore le résultat d'exploitation. Pour ce qui est de la variable nombre d'années d'existence de l'entreprise, le niveau d'étude du dirigeant, AEX(1), AEX(2) et NED(2) sont des facteurs explicatifs et significatifs du résultat d'exploitation. Cela veut dire que toute entreprise dont le nombre d'année d'existence est inférieure ou égale à 5 cinq ans et lorsque le dirigeant a un niveau d'étude secondaire, contribuent à l'amélioration du résultat d'exploitation. Ce qui veut dire qu'il influence positivement et significativement sur ARE. Les autres variables n'ont aucun effet sur le résultat d'exploitation.



Nos résultats montrent également que, la significativité globale de la variable EVA n'est pas mesurée car «wald» est absent et probabilité de Wald absent. De même, les variables explicatives expliquent à 43,1% la variable valeur ajoutée. En ce qui concerne la variable emprunt moyen et long terme, son coefficient est négatif et non significatif. Pour ce qui est du niveau d'étude du dirigeant et du nombre d'employés, le facteur NED(3) influence négativement et significativement la valeur ajoutée. C'est-à-dire que le facteur NED(3) contribue à l'amélioration de la valeur ajoutée. Le facteur Nem(1) influence négativement et significativement la valeur ajoutée. Les autres variables n'ont aucune influence sur la valeur ajoutée.

Il ressort de nos analyses que, la significativité globale de la variable ARF n'est pas mesurée car «Wald» est absent et probabilité de Wald absent. Aussi, les variables explicatives expliquent à 53,6% la rentabilité financière. En ce qui concerne la variable emprunt moyen et long terme, son coefficient est négatif et non significatif. Pour ce qui est du nombre d'années d'existence de l'entreprise, du niveau d'étude du dirigeant et le genre du dirigeant, les facteurs AEX(2), NED(3) et GR(1) influencent positivement et significativement la rentabilité financière. Ces trois facteurs contribuent à l'amélioration de la rentabilité financière. Les autres variables n'ont aucune influence sur la rentabilité financière.

Nos résultats montrent également que, la variable AREe est globalement significatif au seuil de 10% car la probabilité de Wald = 0,062 < 10%. De même les variables explicatives expliquent à 39,3% la variable rentabilité financière. En ce qui concerne la variable emprunt moyen et long terme, son coefficient est négatif et non significatif. Pour la variable genre du dirigeant, le facteur GR(1) influence positivement et significativement la rentabilité économique. C'est-à-dire le genre du dirigeant contribue à l'amélioration de la rentabilité financière.

Les résultats du test de régression montrent que le modèle RDSF est globalement significatif au seuil de 1% parce que la probabilité de Wald = 0,000 < 1%. Egalement, les variables explicatives expliquent à 52,1% la qualité des relations que l'entreprise entretient avec les fournisseurs. En ce qui concerne la variable emprunt, son coefficient est positif et explicatif au seuil de 10%. Ainsi, la variable emprunt explique positivement et significativement la variable qualité de la relation avec les fournisseurs. Le ratio de chance montre qu'il y a plus d'une fois de chance que l'emprunt améliore la qualité de la relation avec les fournisseurs. Pour Les variables nombres d'années d'existence et genre du dirigeant, les facteurs AEX(3), et GR(1) ont un effet positif et significatif sur la qualité de la relation avec les fournisseurs.

Ces facteurs participent à l'amélioration de la qualité de la relation avec les fournisseurs. Les autres variables sont sans effet sur la qualité de la relation avec les fournisseurs.

En conclusion, nous pouvons dire que l'endettement influence négativement la création de la valeur car seulement deux variables sur cinq sont influencées significativement et de façon positive par l'emprunt. Cette conclusion contredit les travaux de Leland & Toft (1996) ; de Brigham & Houston (2004) ; de Berger & Bonaccorsi di patti (2006) ; de Weill (2008) ; de Margaritis & Psillaki (2010) et corrobore avec les travaux de Titman & Wessels (1988). Ce résultat nous permet ainsi d'infirmer l'hypothèse **H1** selon laquelle « *il existe une relation positive entre l'endettement bancaire et la création de la valeur* ».

Tableau 5 : L'émission d'actions nouvelles et création de la valeur

Variables indépendantes	Création de la valeur									
	ARE		EVA		ARF		AREe		RSDF	
	Coef	Prob	Coef	Prob	Coef	Prob	Coef	Prob	Coef	Prob
EANe(1)	-3,555** (0,029)	0,038	-2,981* (0,051)	0,069	-22,040 (0,000)	0,999	-2,125 (0,119)	0,179	-18,77 (0,000)	0,999
AEX		0,094*		0,150		0,269		0,284		0,880
AEX(1)	2,432 (11,382)	0,130	1,021 (2,775)	0,605	1,213 (3,364)	0,501	1,862 (6,435)	0,347	1,421 (4,142)	0,463
AEX(2)	1,963 (7,122)	0,243	2,733 (15,379)	0,189	2,529 (12,543)	0,041	4,008* (55,022)	0,093	0,834 (2,303)	0,742
AEX(3)	-1,0590 (0,347)	0,513	-1,281 (0,278)	0,516	-0,751 (0,472)	0,693	1,251 (3,493)	0,538	1,081* (2,947)	0,090
Nem		0,278		0,116		0,800		0,709		0,848
Nem(1)	1,677 (5,350)	0,164	2,361* (10,603)	0,066	-0,280 (0,756)	0,801	0,914 (2,494)	0,429	-0,835 (0,434)	0,566
Nem(2)	-0,471 (0,624)	0,774	-0,785 (0,456)	0,692	,991 (2,693)	0,652	1,538 (4,656)	0,527	19,326	0,999
GR(1)	1,120 (3,066)	0,335	1,061 (2,890)	0,360	1,950** (7,029)	0,038	2,683* (14,632)	0,054	0,589* (1,802)	0,085
NED		0,937		0,091*		0,953		0,957		0,979
NED(1)	-21,395 (0,000)	1,000	-22,563 (0,000)	1,000	-21,263 (0,000)	1,000	-23,672 (0,000)	1,000	19,828	1,000
NED(2)	0,005 (1,005)	0,998	21,272	0,999	20,987	0,999	22,662	0,999	19,651	0,999
NED(3)	-0,700 (0,497)	0,520	-3,043 (0,048)	0,011	-0,594 (0,552)	0,563	-0,565 (0,568)	0,573	0,606* (1,833)	0,060
Constante	2,008 (7,450)	0,344	2,200 (9,029)	0,344	21,181	0,999	-0,253 (0,776)	0,923	19,310	0,999
	wald = R-deux de Cox & Snell =0,357 R-deux de Nagelkerke=0,486 Probwald=		Wald=12,566 R-deux de Cox & Snell=0,381 R-deux de Nagelkerke=0,515 Probwald=0,000		Wald =3,487 R-deux de Cox & Snell =0,370 R-deux de Nagelkerke=0,509 Probwald=0,062		Wald = R-deux de Cox & Snell = R-deux de Nagelkerke =0,393 Probwald=		Wald=16,566 R-deux de Cox & Snell = 0,443 R-deux de Nagelkerke=0,570 Probwald=0,000	

Source : nous-mêmes à partir de SPSS



***; **; * significativité respectivement à 1%, 5%, 10% de nos estimations

Les valeurs entre parenthèses représentent le ratio de change. Nos résultats montrent également que, la significativité globale du modèle ARE n'est pas mesurée car «wald» est absent et probabilité de Wald absent. De même les variables explicatives expliquent à 48,8% le résultat d'exploitation. En ce qui concerne la variable émission d'action nouvelle, son coefficient est négatif et explicatif au seuil de 5%. Ainsi, la variable émission d'actions nouvelles explique négativement et significativement la variable résultat d'exploitation.

D'après les résultats de ce tableau, nous remarquons que le modèle EVA est globalement significatif au seuil de 1% car la probabilité de wald = 0,000 < 10%. De même les variables explicatives expliquent à 51,5% la variable valeur ajoutée. En ce qui concerne la variable émission d'actions nouvelles, son coefficient est négatif et explicatif au seuil de 10%. Ainsi, la variable émission d'actions nouvelles explique négativement et significativement la variable valeur ajoutée. Lorsqu'on regarde le ratio de chance on constate qu'il y a 5,1% de chance que l'émission d'actions nouvelles détériore le résultat d'exploitation. Pour ce qui est de la variable nombre d'employés de l'entreprise, Nem(1) est un facteur explicatif et significatif de la valeur ajoutée. Cela veut dire que toute entreprise dont le nombre d'employés est inférieure ou égale à 5 contribue à l'amélioration de la valeur ajoutée. Ce qui veut dire que, la variable Nem (1) influence positivement et significativement la valeur ajoutée. Les autres variables n'ont aucun effet sur le résultat d'exploitation.

Il ressort du résultat du test de régression que le modèle ARF est globalement significatif au seuil de 10% parce que la probabilité de wald = 0,062 < 10%. Egalement, les variables explicatives expliquent à 50,9% la rentabilité financière. En ce qui concerne l'émission d'actions nouvelles, son coefficient est négatif et non significatif. Ainsi, la variable l'émission d'actions nouvelles explique négativement et de façon non significative la variable rentabilité financière. Pour la variable genre du dirigeant, il existe une influence positive et significative entre le facteur et GR(1) et la rentabilité financière. Les autres variables sont sans effet sur la rentabilité financière.

Le résultat du test de régression nous montre que la significativité globale de la variable AREe n'est pas mesurée car «Wald» est absent et probabilité de Wald absent. Aussi, les variables explicatives expliquent à 39,3% la rentabilité économique. En ce qui concerne la variable émission d'actions nouvelles, son coefficient est négatif et non significatif. Pour les

variables genre du dirigeant et le nombre d'années d'existence de l'entreprise, les facteurs GR(1) et AEX(2) influencent positivement et significativement la rentabilité économique.

Il ressort du résultat du test de régression que le modèle RDSF est globalement significatif au seuil de 1% parce que la probabilité de wald = 0,000 < 1%. Egalement, les variables explicatives expliquent à 57,% la qualité de la relation avec les fournisseurs. En ce qui concerne l'émission d'actions nouvelles, son coefficient est négatif et non significatif. Ainsi, la variable l'émission d'actions nouvelles explique négativement et de façon non significative la variable qualité de la relation avec les fournisseurs. Pour la variable niveau d'étude du dirigeant et nombre d'année d'existence de l'entreprise, il existe une influence positive et significative entre les facteurs AEX(3) et NED(3) et la rentabilité financière. Les autres variables sont sans effet sur la rentabilité financière.

Dans l'ensemble, nous remarquons que tous les cinq facteurs retenus sont expliqués de façon significative pour certains et non significative pour d'autres par l'émission d'action nouvelles. Au terme de l'analyse, nous pouvons dire que l'émission d'actions nouvelles influence négativement la création de la valeur. Cette conclusion corrobore avec les études de Meyer et Majluf (1984) et de Ross (1977). Ceci nous permet de confirmer l'hypothèse **H2** selon laquelle « *il existe une influence négative entre l'émission d'actions nouvelles et la création de la valeur* ».

Tableau 6 : relation entre l'autofinancement et la création de la valeur

Variable indépendantes	Variable dépendante : création de la valeur									
	ARE		EVA		ARF		AREe		RSDF	
	Coef	prob	Coef	Prob	Coef	Prob	Coef	Prob	Coef	Prob
Autofinancement	1,151 (3,191)	0,086*	-1,221 (0,234)	0,163	1,278* (4,216)	0,053	0,535* (1,909)	0,053	1,826 (6,212)	0,072*
AEX		0,106		0,253		0,186		0,247		0,814
AEX(1)	2,127 (8,391)	0,219	-0,176 (0,839)	0,943	-,166 (0,847)	0,928	1,137 (3,116)	0,565	2,830 (16,944)	0,340
AEX(2)	1,165*** (3,207)	0,005	2,091 (8,095)	0,408	2,077 (7,979)	0,364	3,534* (34,253)	0,097	0,919 (2,508)	0,655
AEX(3)	-1,164 (0,312)	0,502	1,256 (0,285)	0,024	-1,778 (0,169)	0,084*	,252 (1,287)	0,906	1,661* (5,265)	0,052
Nem		0,213		0,230		0,395		0,881		0,573
Nem(1)	2,722* (15,207)	0,082	-2,119* (8,324)	0,086	-1,392* (0,249)	0,071	,172 (1,187)	,098	2,688* (14,702)	0,061

Nem(2)	2,223* (9,237)	0,070	-0,356 (0,700)	0,890	0,332 (1,394)	0,887	1,135 (3,111)	0,640	1,561 (4,764)	0,618
NED		0,921		0,330		0,992		0,998		1,000
NED(1)	-21,922 (0,000)	1,000	-23,04 (0,000)	1,000	-21,682 (0,000)	1,000	24,053	1,000	1,777* (5,774)	0,070
NED(2)	1,357 (3,885)	0,516	21,01	0,999	20,169	0,999	22,280 (0,000)	0,999	2,608 (14,274)	0,999
NED(3)	-0,372 (0,689)	0,747	-2,10* (0,122)	0,064	0,327* (1,387)	0,051	-,202 (0,817)	0,848	1,265 (3,412)	0,999
GR(1)	1,995* (7,353)	0,095	0,920 (2,510)	0,428	0,881 (2,414)	0,493	2,480* (11,940)	0,093	2,314* (10,114)	0,084
Constante	-2,469 (0,085)	0,205	0,375 (1,455)	0,890	0,876 (2,400)	0,676	-1,531 (0,216)	0,509	-2,010 (0,134)	0,531
	wald = 2,846 R-deux de Cox & Snell =0,550 R-deux de Nagelkerke=0,678 Probwald=0,089		Wald=1,978 R-deux de Cox & Snell=0,539 R-deux de Nagelkerke=0,659 Probwald=,096		Wald =3,487 R-deux de Cox & Snell=0,546 R-deux de Nagelkerke=0,676 Probwald=0,062		Wald =3,487 R-deux de Cox & Snell =0,537 R-deux de Nagelkerke=0,658 Probwald=0,092		Wald =15,345 R-deux de Cox & Snell =0,528 R-deux de Nagelkerke=0,675 Probwald=0,000	

Source : nous-mêmes à partir de spss

***; **; * significativité respectivement à 1%, 5%, et 10% de nos estimations

Les valeurs entre parenthèses représentent le ratio de chance. D'après les résultats de ce tableau, nous remarquons que le modèle ARE est globalement significatif au seuil de 10% car la probabilité de wald = 0,089 < 10%. De même les variables explicatives expliquent à 67,8% la variable résultat d'exploitation. En ce qui concerne la variable autofinancement, son coefficient est positif et explicatif au seuil de 10%. Ainsi, la variable autofinancement explique positivement et significativement la variable résultat d'exploitation. Lorsqu'on regarde le ratio de chance on constate qu'il y a trois fois plus de chance que l'autofinancement améliore le résultat d'exploitation. Pour ce qui est de la variable nombre d'années d'existence de l'entreprise, l'année d'existence située entre 3 à 5 ans est un facteur explicatif du résultat d'exploitation. Cela veut dire que toute entreprise dont le nombre d'année d'existence est supérieure à 3 ans et inférieure ou égale à 5 ans contribue à l'amélioration du résultat d'exploitation. En ce qui concerne le genre du dirigeant et le nombre d'employés, GR(1) ; Nem(1) et Nem (2) influencent positivement et significativement sur ARE. Les autres variables n'ont aucun effet sur le résultat d'exploitation.

Nos résultats montrent également que, la variable EVA est globalement significatif au seuil de 10% car la probabilité de wald = 0,096 < 10%. De même les variables explicatives expliquent



à 65,9% la variable valeur ajoutée. En ce qui concerne la variable autofinancement, son coefficient est négatif et non significatif. Pour ce qui est du niveau d'étude du dirigeant et du nombre d'employés, les facteurs NED(3) et Nem(1) influencent négativement et significativement la valeur ajoutée. Les autres variables n'ont aucune influence sur la valeur ajoutée.

D'après les résultats du test de régression, le modèle ARF est globalement significatif au seuil de 10% car la probabilité de wald = 0,062 < 10%. Aussi, les variables explicatives expliquent à 67,6% la rentabilité financière. En ce qui concerne la variable autofinancement, son coefficient est positif et explicatif au seuil de 10%. Ainsi, la variable autofinancement explique positivement et significativement la variable rentabilité financière. Le ratio de chance montre qu'il y a quatre fois plus de chance que l'autofinancement améliore la rentabilité financière. En ce qui concerne le nombre d'années d'existence de l'entreprise et le nombre d'employés, AEX(3) et Nem(1) sont des facteurs qui influencent négativement et significativement la rentabilité financière. Pour ce qui est du niveau d'étude du dirigeant, le facteur NED(3) a un effet positif et significatif sur la rentabilité financière. Les autres variables n'ont aucun effet sur la rentabilité financière.

Il ressort du résultat du test de régression que le modèle AREe est globalement significatif au seuil au seuil de 10% parce que la probabilité de wald = 0,092 < 10%. Egalement, les variables explicatives expliquent à 65,8% la rentabilité économique. En ce qui concerne la variable autofinancement, son coefficient est positif et explicatif au seuil de 10%. Ainsi, la variable autofinancement explique positivement et significativement la variable rentabilité économique. Le ratio de chance montre qu'il y a plus d'une fois de chance que l'autofinancement améliore la rentabilité économique. Pour la variable nombre d'années d'existence de l'entreprise et le genre du dirigeant, il existe une influence positive et significative entre les facteurs AEX(2) et GR(1) et la rentabilité économique. Les autres variables sont sans effet sur la rentabilité économique.

Les résultats du test de régression montre que le modèle RDSF est globalement significatif au seuil de 1% parce que la probabilité de wald = 0,000 < 1%. Egalement, les variables explicatives expliquent à 67,5% la qualité des relations que l'entreprise entretient avec les fournisseurs. En ce qui concerne la variable autofinancement, son coefficient est positif et explicatif au seuil de 10%. Ainsi, la variable autofinancement explique positivement et significativement la variable qualité de la relation avec les fournisseurs. Le ratio de chance montre qu'il y a plus de six fois de chance que l'autofinancement améliore la qualité de la



relation avec les fournisseurs. Les variables nombre d'années d'existence, nombre d'employés, niveau d'étude du dirigeant et genre du dirigeant, les facteurs AEX(3), Nem(1), NED(1) et GR(1) ont un effet positif et significatif sur la qualité de la relation avec les fournisseurs. Les autres variables sont sans effet sur la qualité de la relation avec les fournisseurs.

Dans l'ensemble, nous remarquons que, un seul des cinq facteurs de la création de la valeur est influencé négativement et significativement par l'autofinancement. Ce qui nous permet de dire que Cette hypothèse est partiellement validée à concurrence de 80% car la variable autofinancement influence négativement la variable valeur ajoutée. Cette conclusion corrobore avec les travaux des auteurs tels que Myers & Majluf (1984) et Ross (1977). Cette conclusion nous permet ainsi d'invalider l'hypothèse **H3** selon laquelle « *il existe une relation positive entre l'autofinancement et la création de la valeur* ».

Conclusion

L'objectif visé par ce travail est de mettre en exergue la relation entre les différents modes de financement et la création de la valeur pour les parties prenantes dans la PME. Pour atteindre cet objectif et contribuer au débat sur la structure financière des entreprises, nous avons présenté dans un premier temps les concepts de structure financière et de création de la valeur, permettant la bonne compréhension du sujet. Nous avons également présenté les théories qui sous-tendent l'étude.

Il faut noter que notre travail s'inscrit dans le prolongement des travaux antérieurs visant à mettre en relation la structure financière et la richesse des actionnaires. Notre contribution au débat sur la structure financière est de mettre en exergue le lien entre la structure financière et la création de la richesse pour l'ensemble des parties prenantes de l'entreprise (une vision pluraliste de la firme au sens de Freeman, 1984).

Dans un deuxième temps, nous avons réalisé une étude empirique portant sur l'analyse de l'effet de la structure financière sur la création de la valeur, dans l'objectif de confronter les hypothèses issues de la littérature financière antérieure aux réalités des entreprises camerounaises opérant dans le secteur de commerce et de distribution. Donc de manière précise pour vérifier empiriquement les hypothèses formulées, nous avons eu recours aux recherches scientifiques comme souligne Temomo et al., (2018).

Les analyses empiriques effectuées à l'aide du test de dépendance de Khi-2 et de la régression logistique binaire, sur les données recueillies auprès des 227 entreprises

interrogées, nous ont permis de valider pleinement l'hypothèse H3, et d'infirmer l'hypothèse H1 et H2.

Au terme de notre analyse, il en ressort que le financement par autofinancement influence plus la création de la valeur partenariale de manière positive que négative contrairement aux autres modes de financement mobilisés ici. Faut-il donc conseiller aux entreprises de financer leur investissement uniquement par fonds propre ? Ce mode de financement est certes le mode de financement idéal parce qu'il ne nécessite pas de frais supplémentaire, mais il est tout de même difficile pour l'entreprise de financer ses investissements entièrement par fonds propre. Par conséquent nous recommandons aux entreprises du secteur de commerce et de distribution du Cameroun de chercher à financer leurs investissements par une combinaison optimale des différents modes de financement, ce qui corrobore aux travaux de (Myers & Majluf, 1984). Cette combinaison optimale vise à minimiser leurs coûts, risque de faillite de l'entreprise et le risque de défaillance. En tenant compte de nos résultats, l'entreprise doit privilégier l'autofinancement à endettement et l'émission d'actions nouvelles ne peut être conseillée qu'en dernier ressort. L'entreprise doit s'endetter mais à un niveau raisonnable pour éviter de faire face à une situation de défaillance et de bénéficier d'un effet de levier financier. Selon Damodaran (2006), l'entreprise doit s'endetter au maximum pour bénéficier des économies d'impôts. Mais il faut que l'économie d'impôts soit supérieure aux risques liés à l'emprunt.

Finalement, il importe de remarquer que, faire le choix des modes de financement en vue de créer de la valeur pour les parties prenantes n'est pas du tout chose facile. Outre la décision de financement, plusieurs facteurs influencent la création de valeur. Ce qui ouvre de nouvelles voies de recherche, en particulier, la détermination des facteurs explicatifs de la création de la valeur. Egalement comme perspective de recherche future il faudrait analyser la relation entre la structure de financement et la propriété du capital.

REFERENCES BIBLIOGRAPHIQUES

Akerlof G. A., (1970), « The Market for Lemons: Quality Uncertainty and the Market Mechanism », *The Quarterly Journal of Economics*, 84(3), 488–500.

Altman, E. I., (1968), « Financial ratios, discriminant analysis and the prediction of corporate bankruptcy », *The Journal of Finance*, 23(4), 589-609.

Asquith, P. & Mulins, D. W., (1986), « Equity Issues and Offering Dilution », *Journal of Financial Economics*, 15, 61-89.

Backer, M. & J. Wurgler, (2002), « Market timing and Capital Structure », *Journal of Finance* 57, 1-32.

Baum JR, Frese M, Baron RA, eds., (2007), *The Psychology of Entrepreneurship*. Mahwah, NJ: Erlbaum

Baum JR, & al., (2007), Entrepreneurship as an area of psychology study: an introduction. See Baum et al. 2007, pp. 1-18

Beaver W. H., (1966), « Financial ratios as predictors of failure », *Journal of accounting research*, 71-111.

Berger A. & Bonaccorsi di Patti E., (2006), « Capital Structure and Firm Performance: A new Approach to Testing Agency Theory and an Application to the Banking Industry », *Journal of Banking & Finance* (30), pp. 1065- 1102.

Brigham Eugene, F. dans J. Houston. (2004), *Fundamentals of Financial Management Dasar-Dasar Manajemen Keuangan*. Edisi 10. Buku 2. Jakarta: Salemba Empat.

Caby J. & Hirigoyen G., (1997), *La création de valeur de l'entreprise*, Economica, 2^{ème} édition, 2001.

Caby J. & Hirigoyen, G., (1998), « Histoire de la valeur en finance d'entreprise. Valeur, Marché et Organisation, JP Bréchet (ed.) », *Presses Académiques de l'Ouest*, 133-174.

Damodaran A., (2006), *Finance d'Entreprise: Théorie et Pratique*, Traduction de la 2^e Édition américaine sous la Direction de Gérard HIRIGOYEN, Édition De Boeck Université, Bruxelles.

Dann L. Y. & Mikkelson,W. H., (1984), « Convertible Debt Issuance, Capital Structure Change and Financing-Related Information : Some New Evidence », *Journal of Financial Economics*, 13(2), 157-186.

Diamond D.W., (1991), « Debt Maturity Structure and Liquidity Risk », *The Quarterly Journal of Economics*, 106 (August), 709–737.

Durand D., (1952), « Costs of debt and equity funds for business: trends and problems of measurement », In Conference on research in business finance (pp. 215-262). NBER.

Eriotis N. P. & al., (2002), « Profit Margin and Capital Structure: An Empirical Relationship », *The Journal of Applied Business Research* (18), pp. 85-89.

Feudjo JR. & Tchankam JP., (2012), « Les déterminants de la structure financière: Comment expliquer le paradoxe de l'insolvabilité et de l'endettement des PMI au Cameroun ? », Volume 25, numéro 2.

Freeman R. E., (1984), *Strategic Management: A Stakeholder Approach*, Boston Pitman.

Giammarino R. M. & NEAVE E. H., (1982), « The Failure of Financial Contracts and the Relevance of Financial Policy », *Kingston, Ont.*

Goffin R., (1998), *Principes de Finance Moderne*, Economica, 599 p.

Jensen M.C. & Meckling, W.H., (1976), « Theory of the Firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure », *Journal of financial economics*, 3(4), 305-360.

Kebewar M., (2012), « L'impact de l'endettement sur la profitabilité: Une étude empirique sur données françaises en panel », *HALSHS-00749685*, VERSION 1 - 8 Nov.

Kebewar M., (2012), « La structure du capital et la profitabilité: Une étude empirique sur données de panel françaises », *MPRA Paper 42446*, University Library of Munich.

Kowar H., (1981), « Steinbauer, Edith-80th Birthday », *Osterreichische musik zeitschrift*, 36(12), 654-654.

Leland H. E. & Toft K. B., (1996), « Optimal Capital Structure, Endogenous Bankruptcy, and the Term Structure of Credit Spreads », *The Journal of Finance*, 51(3), 987-1019.

Majumdar S. & Chhibber P., (1999), « Capital Structure and Performance: Evidence from a Transition Economy on an Aspect of Corporate Governance », *Public Choice* (98), pp. 287-305.

Margaritis D. & Psillaki M., (2007), « Capital Structure and Firm Efficiency », *Journal of Business Finance & Accounting* (34), pp. 1447-1469.

Margaritis D. & Psillaki M., (2010), « Capital Structure, Equity Ownership and Firm Performance », *Journal of Banking & Finance*, (34), pp. 621- 632.

Marht-Smith J. (2005), « The Interaction of Capital Structure and Ownership Structure », *The Journal of Business*, 78 (3), 787-816.

Martinet A. & Reynaud E., (2001), « Shareholders, stakeholders et stratégie, *Revue Française de Gestion*, Novembre-Décembre 2001, pp. 12-25.

Mesquita J.M.C. & Lara J.E., (2003), « Capital Structure and Profitability: the Brazilian Case », *Academy of Business and Administration Sciences Conference*, Vancouver, July 11-13.

Miller M.H., (1977), « Debt and taxes », *The Journal of Finance*, 32 (May 1977), 261-275.



Modigliani F. & Miller M., (1958), « The Cost of Capital, Corporate Finance and Theory of Investment », *American Economic Review*, Vol 48, N°3, p²⁶¹⁻²⁹⁷.

Modigliani F. & Miller M.H., (1963), « Corporate Income Taxes and the Cost of Capital : a Correction », *American Economic Review*, 53 (June 1963), 433-443.

Myers C. S., (2001), « Capital Structure », *Journal of Economic perspectives*, 15(2), 81-102.

Myers C.S. & Majluf N., (1984), « Corporate Financing and Investment Decisions when Firms have Information Investors do not have », *The Journal of Financial Economics*, 13 (June 1984), 187-221.

Myers C.S., (1984), « The Capital Structure Puzzle », *The Journal of Finance*, 39, n° 3 (July 1984), 575-592.

Myers S. C., (1977), « Determinants of Corporate Borrowing », *Journal of Financial Economics*, 5, 147-175.

Ngobo P.V. & Capiez A., (2004), « Structure du capital et performance de l'entreprise : le rôle modérateur des différences culturelles », Congrès de l'Association Internationale de Management Stratégique (AIMS), Le Havre.

Nguena C. L. (2012), « Le financement des PME au Cameroun dans un contexte de crise financière ». Centre d'Etudes et de Recherche en Economie et Gestion (CEREG), Cameroon.

Nunes P. J. M. & al., (2009), « Profitability in Portuguese Service Industries: a Panel Data Approach », *The Service Industries Journal* (29), pp. 693-707.

Rao N. V. & al., (2007), « Capital Structure and Financial Performance: Evidence from Oman », *Indian Journal of Economics and Business* (7), pp. 1-14.

Ross S. A., (1977), « The Determination of Financial Structure: the Incentive-signalling Approach », *The Bell Journal Of Economics*, 8(1), 23-40.

Saci F., (2013), La création de valeur des alliances stratégiques et fusions-acquisitions : justification comparative par le modèle de mesure de la valeur financière. Cas des sociétés du SBF 250 (Doctoral dissertation, Université Nice Sophia Antipolis).

Savall H. & Zardet V., (1998), « Un indicateur de veille stratégique de la création de valeur : la contribution horaire à la valeur ajoutée sur coût variable ou marge sur coût variable », Communication au Congrès des IAE, Nantes, Avril 1998, p. 1.

Simerly R. & LI M., (2000), « Environmental Dynamism, Capital Structure and Performance: a Theoretical Integration and an Empirical Test », *Strategic Management Journal* (21), pp. 3149.

Sylla K., (2013), « les déterminants de la stagnation des micro et petite entreprises béninoises », *Revue Africain de Développement* (4).

Temomo et al., (2018), « La gestion du bas du bilan et la pérennité des PME camerounaises » *Revue du Contrôle de la Comptabilité et de l'Audit*, ISSN : 2550-469X, numéro 7, p. 350-375.

Titman S. & Wessels R., (1988), « The Determinants of Capital Structure Choice », *Journal of Finance* 43, 1-19.

Vernimen P., (2008), The Vernimen.com newsletter. N° 31, April 2008. Complementary to the book *Corporate Finance: Theory and practice*, John Wiley et Sons. England.

Weill L., (2008), « Leverage and Corporate Performance: Does Institutional Environment Matter ? », *Small Business Economics* (30), pp. 251-265.

Zeitun R. & Tian G., (2007), « Capital Structure and Corporate Performance Evidence from Jordan », *Australasian Accounting Business & Finance Journal* (1), pp. 40-53.