

Impact du mode de financement sur la création de Valeur : Cas du secteur de distribution du pétrole au MAROC

The impact of financing decision on the shareholder value creation: The Case of the oil distribution sector in Morocco

AZZA Meryem

Doctorante chercheuse

ENCG de Kénitra

Université Ibn Tofail

Laboratoire de Recherche en Sciences de gestion des organisations
Maroc

ACHIBANE Mustapha

Professeur chercheur

ENCG de Kénitra

Université Ibn Tofail

Laboratoire de Recherche en Sciences de gestion des organisations
Maroc

Date de soumission : 14/07/2022

Date d'acceptation : 13/08/2022

Pour citer cet article :

AZZA M. & ACHIBANE M. (2022) « Impact du mode de financement sur La création de Valeur : Cas du secteur de distribution du pétrole au MAROC », Revue Internationale des Sciences de Gestion «Volume 5 : Numéro 3» pp : 1136 - 1159

Résumé

Pour financer sa croissance et ses investissements, toute entreprise doit réfléchir soigneusement à son mode de financement. Cet article, centré sur le secteur de la distribution de pétrole au Maroc, examine les relations entre les décisions de financement et les principaux indicateurs financiers, choisis pour leur pertinence et leur adéquation au secteur étudié. Les données analysées, couvrant la période 2015-2018, concernent deux sociétés, AFRIQUIA Gaz et TOTAL, et ont été collectées auprès de l'Autorité Marocaine des Marchés de Capitaux (AMMC).

Les résultats montrent que les indicateurs d'activité d'exploitation, tels que le chiffre d'affaires et l'EBITDA, ne permettent pas de mesurer l'impact du mode de financement sur la création de valeur. En revanche, l'analyse fondée sur l'indicateur EVA (Economic Value Added) révèle que la création de valeur dépend principalement d'une rentabilité élevée des capitaux investis et d'un coût du capital maîtrisé, mettant en évidence une corrélation directe entre l'EVA et la valeur créée.

Cette étude souligne l'importance d'intégrer des indicateurs financiers pertinents dans l'évaluation stratégique et fournit un éclairage sur le rôle clé de l'EVA pour analyser la performance et orienter les choix de financement dans le secteur pétrolier marocain.

Mots clés : Mode de financement ; Structure du capital ; Création de valeur ; EVA ; Secteur pétrolier.

Abstract

To finance its growth and investments, every company must carefully consider its financing strategy. This article, focused on the petroleum distribution sector in Morocco, examines the relationships between financing decisions and key financial indicators, selected for their relevance and suitability to the sector. The data analyzed, covering the period from 2015 to 2018, relate to two companies, AFRIQUIA Gaz and TOTAL, and were collected from the Moroccan Capital Market Authority (AMMC).

The results show that operating activity indicators, such as revenue and EBITDA, do not effectively capture the impact of financing decisions on value creation. In contrast, analysis based on the EVA (Economic Value Added) indicator demonstrates that value creation primarily depends on a high return on invested capital and a controlled cost of capital, highlighting a direct correlation between EVA and the value generated.

This study underscores the importance of incorporating relevant financial indicators into strategic evaluation and provides insight into the key role of EVA in assessing performance and guiding financing decisions in the Moroccan petroleum sector.

Keywords: Financing method; Capital Structure; Value Creation; EVA; Oil sector.

Introduction

L'étude de la création de valeur mobilise une diversité de théories et d'approches financières, chacune mettant en lumière des objectifs fondamentaux pour les entreprises, tels que la pérennité, l'accroissement du chiffre d'affaires ou de la part de marché, et la maîtrise des coûts. Toutefois, au cours des dernières décennies, l'attention s'est progressivement recentrée sur l'objectif central de toute entreprise : la maximisation de la richesse des actionnaires, qui se traduit concrètement par la création de valeur.

Les entreprises cherchent à optimiser leur rentabilité tout en tenant compte des contraintes liées au financement (Alami, 2022). Elles recourent généralement à une combinaison de ressources financières, comprenant les fonds propres, les apports en capital et les emprunts, notamment lorsque les coûts d'investissement ne sont pas totalement couverts.

La question du choix des modalités de financement et de l'impact de la structure du capital sur la création de valeur et le coût du capital demeure au cœur des débats de la littérature financière. La mesure de la valeur créée ne se limite pas à l'addition de simples éléments, mais intègre également les modalités d'évaluation et les décisions managériales qui en découlent. Cet article examine ainsi les différentes décisions de financement adoptées par les entreprises et analyse leur influence sur la création de valeur au sein de l'organisation.

L'article s'articule autour de la question suivante : existe-t-il un mode de financement optimal ?

Dans un premier temps, le cadre conceptuel de cette étude sera présenté à travers une revue de littérature portant sur les théories examinant les effets des décisions de financement sur la performance des entreprises. Sur la base de ces travaux, les hypothèses de recherche seront également formulées.

Dans un second temps, les données relatives aux sociétés de distribution de pétrole au Maroc, sélectionnées comme secteur d'étude, seront collectées. Les ratios financiers pertinents seront ensuite calculés et comparés afin d'évaluer l'impact des différentes modalités de financement sur la performance financière des entreprises, qu'il s'agisse de ressources internes ou externes, de dettes ou de fonds propres, à court ou à long terme. L'analyse des résultats permettra de déterminer l'existence éventuelle d'une convergence entre les modes de financement adoptés et les indicateurs de performance retenus.

1. Revue de littérature

La revue de littérature permettra d'analyser les approches expliquant l'impact des modalités de financement sur la création de valeur et de formuler les hypothèses de l'étude (1.1). Dans un second temps, les principaux indicateurs de mesure de la création de valeur seront présentés (1.2).

1.1. Création de valeur et structure financière

La question centrale de cet article est la suivante : existe-t-il une structure financière optimale, capable d'accroître la valeur de l'entreprise tout en minimisant son coût du capital ?

La réponse à cette interrogation nécessite l'analyse et la confrontation de différentes approches et théories, que l'on peut résumer ainsi :

1.1.1. Indépendance entre création de valeur et modalité de financement : Théorie de la fin des années 1950.

En 1950, Modigliani et Miller ont démontré l'indépendance entre la création de valeur et le mode de financement, en s'appuyant sur des hypothèses excluant l'imposition fiscale, les coûts de transaction et les coûts d'agence. Dans un tel contexte, les coûts et les avantages liés à l'endettement se compensent, de sorte que ce dernier n'exerce aucun effet significatif sur la valeur de l'entreprise. Selon cette théorie, il n'existerait donc pas de structure financière optimale, l'effet de levier étant neutre.

H1 : Il n'existe pas de relation entre la valeur de l'entreprise et sa structure du capital.

1.1.2. Remise en cause d'une modalité de financement optimale.

Modigliani et Miller ont révisé leur théorie initiale en 1963 en intégrant la déductibilité fiscale des intérêts sur la dette ainsi que les frais financiers associés. Dans ce cadre, l'endettement influence davantage la valeur de l'entreprise, car les avantages fiscaux permettent de réduire le recours aux fonds propres au profit du financement par dette.

Selon Damodaran (2006), le recours à l'endettement présente deux principaux bénéfices :

- Les entreprises bénéficient d'avantages fiscaux, les intérêts sur la dette étant déductibles d'impôt, contrairement aux flux de trésorerie liés aux capitaux propres.
- L'effet de levier exerce une discipline sur les gestionnaires, les obligations de paiement régulières incitant à éviter les investissements dans des projets peu rentables.

H2 : L'endettement favoriserait la création de valeur.

En 1980, Myers et Majluf ont proposé de nouvelles perspectives, soulignant que la hiérarchie

des sources de financement repose sur deux principes fondamentaux : les entreprises cherchent à se financer au moindre coût et il existe une asymétrie d'information entre les différentes parties prenantes.

Ainsi, les entreprises ne se limitent pas à un mode de financement optimal unique, mais choisissent leurs sources de financement en fonction des opportunités d'investissement, des flux de trésorerie générés, de leur historique de financement et des conditions du marché. L'autofinancement est généralement privilégié en premier lieu, étant considéré comme la source de financement la moins coûteuse.

Selon Myers, l'autofinancement constitue la solution préférée des dirigeants, qui ajustent leurs politiques de distribution de dividendes afin de maximiser les ressources internes disponibles pour financer les investissements stratégiques.

H3 : L'autofinancement serait le mode le moins cher et favoriserait ainsi la création de valeur.

À l'issue de l'examen des théories sur les relations entre modes de financement et création de valeur, ainsi que des hypothèses de l'étude, il convient désormais de présenter les principaux indicateurs utilisés pour évaluer la création de valeur.

1.2. Mesure de la création de valeur

1.2.1. Analyse des marges

L'analyse des indicateurs de marge constitue la première étape dans l'évaluation de la création de valeur. Cette phase est cruciale, car une entreprise incapable de vendre ses produits ou services à un prix supérieur à leurs coûts de production est inévitablement confrontée à des risques de disparition (Vernimen, 2020).

- Chiffre d'affaires et marge commerciale :

Le chiffre d'affaires représente un indicateur clé de la performance commerciale et permet d'appréhender la position de l'entreprise sur son marché. Son analyse fournit des informations sur les capacités commerciales et peut être utilisée pour comparer la part de marché avec celle des concurrents.

- Production et marge sur consommation :

Bien que la marge commerciale offre une évaluation pertinente des performances à moyen terme, elle peut être trompeuse lorsque l'entreprise dispose de stocks ou de production immobilisée. Le calcul de la marge sur production devient alors nécessaire, notamment pour

les entreprises industrielles, tandis que son intérêt reste limité pour les sociétés de services ou de distribution.

- Valeur ajoutée :

La valeur ajoutée mesure la richesse créée par l'entreprise à partir des biens ou services fournis par des tiers. Elle constitue un indicateur économique de la contribution de l'entreprise à la création de richesse, à condition qu'elle existe dans un contexte de relations de marché avec les fournisseurs.

- Excédent brut d'exploitation (EBITDA) :

L'EBITDA correspond au chiffre d'affaires net après déduction des charges d'exploitation (salaires, approvisionnement, énergie, etc.), mais avant provisions et amortissements. Il reflète la performance opérationnelle avant prise en compte des charges calculées et des dépréciations d'actifs.

- Résultat d'exploitation (EBIT) :

L'EBIT intègre l'impact de l'obsolescence des immobilisations via les amortissements et provisions. Il est inférieur à l'EBITDA et est moins pertinent pour les comparaisons interentreprises, car il dépend des politiques d'amortissement propres à chaque entreprise.

- Résultat net :

Le résultat net représente le bénéfice effectif de l'entreprise, obtenu après la somme du résultat d'exploitation, du résultat financier et du résultat exceptionnel, déduction faite de l'impôt sur les bénéfices.

1.2.2. Analyse de la rentabilité :

Il est tout d'abord essentiel de distinguer la notion de marge de celle de rentabilité avant d'en présenter les principales catégories. La marge traduit le rapport entre un résultat et le volume d'activité généré, tandis que la rentabilité mesure l'efficacité avec laquelle les capitaux investis sont transformés en résultat.

Dans ce cadre, deux ratios principaux permettent d'apprécier la performance financière d'une entreprise :

- Rentabilité économique :

La rentabilité économique, ou rentabilité opérationnelle, correspond au rapport entre le résultat d'exploitation après impôts et l'actif économique. Elle reflète la capacité de l'entreprise à

générer des résultats à partir de l'ensemble de ses ressources, indépendamment de leur origine (fonds propres ou dettes).

Rentabilité des capitaux propres :

La rentabilité des capitaux propres se calcule comme le rapport du résultat net sur les capitaux propres. Ce ratio mesure spécifiquement le rendement des fonds investis par les actionnaires, en excluant l'impact des financements externes, tels que les emprunts bancaires.

1.2.3. Economic Value Added (EVA): Critère hybride :

○ Définition :

L'Economic Value Added (EVA) représente la valeur créée par une entreprise pour ses actionnaires lorsque la rentabilité des capitaux investis dépasse le coût des différentes sources de financement, qu'il s'agisse de la dette ou des fonds propres (Albouy, 1999). Cette approche souligne que le capital n'est jamais gratuit : les actionnaires attendent une rémunération proportionnelle aux risques assumés.

L'EVA se définit donc comme la différence entre le résultat opérationnel après impôts et le coût du capital employé pour financer les activités de l'entreprise (Bogliolo, 1997).

Trois situations peuvent se dégager de l'analyse de cet indicateur hybride :

- EVA positive : l'entreprise crée de la valeur pour ses actionnaires, sa rentabilité excédant le coût des capitaux investis.
- EVA nulle : situation d'équilibre, où l'entreprise n'est ni créatrice ni destructrice de valeur.
- EVA négative : l'entreprise détruit de la valeur, la rentabilité étant insuffisante pour couvrir le coût du capital.

○ Mesure de l'EVA :

L'EVA correspond à la différence entre le bénéfice d'exploitation net d'impôt ajusté, appelé NOPAT et la rémunération des capitaux investis (Stewart, 1990).

Elle se calcule comme suit :

$$\text{EVA} = \text{Bénéfice d'exploitation net d'impôt ajusté (NOPAT)} - \text{Rémunération du capital}$$

Il importe d'effectuer des ajustements afin de calculer le NOPAT :

- **Ajustements comptables nécessaires au calcul de l'EVA :**

L'objectif des ajustements comptables est de corriger les anomalies du plan comptable afin que le résultat opérationnel net après impôt (NOPAT) soit plus proche du résultat économique réel. Il n'existe toutefois pas de méthode standard pour effectuer ces ajustements.. Selon (Stewart 1990), plus d'une centaine d'ajustements sont possibles, chaque entreprise fait ses propres ajustements sans aucune règle sur ce qui doit être corrigé. Cependant, pour éviter de complexifier le système, la plupart des entreprises utilisant l'EVA se limitent aux ajustements jugés essentiels.

Du point de vue de (Young 1998), les principaux ajustements à corriger sont comme suit :

- L'ajustement relatif aux dépenses de Recherche et développement ;
- L'ajustement relatif aux impôts différés ;
- L'ajustement des provisions de l'entreprise ;
- L'ajustement des plus-values d'acquisition de l'entreprise.

2. Impact du mode de financement sur La création de Valeur : Cas du secteur de distribution du pétrole au MAROC

Après avoir présenté les hypothèses de recherche et les différentes mesures permettant d'évaluer l'impact des décisions de financement sur la création de valeur, une analyse empirique a été réalisée sur deux leaders du secteur pétrolier afin de tester cette relation dans un contexte concret. Le caractère empirique de cette étude a conduit à l'adoption d'une approche basée sur des études de cas, méthodologie particulièrement adaptée à l'analyse de phénomènes contemporains, puisqu'elle permet d'examiner les pratiques et les interactions dans leur contexte réel.

Le choix du secteur de distribution de pétrole s'explique par sa valeur de référence pour les parties prenantes et par son rôle stratégique dans le développement économique national. L'étude couvre la période 2015-2018 et repose sur la collecte de données comptables et boursières détaillées, incluant les états financiers consolidés, le bilan, la bêta de marché, ainsi que la sélection d'indicateurs financiers adaptés au secteur. Cette approche garantit à la fois la pertinence et la fiabilité des résultats, tout en permettant une analyse approfondie des liens entre structure de financement et création de valeur.

2.1.Méthodologie adoptée.

Le travail de thèse s'appuie sur un échantillon de 22 entreprises cotées sur une période de huit ans. Dans le cadre de la validation des hypothèses de recherche, le présent article propose une étude de cas centrée sur deux sociétés du secteur pétrolier, considéré comme stratégique pour le pays, à savoir AFRIQUIA Gaz et TOTAL. Les données ont été recueillies à partir des états financiers des sociétés cotées disponibles sur le site de l'Autorité Marocaine des Marchés de Capitaux (AMMC).

Le choix de cette approche par étude de cas permet, d'une part, de vérifier la validité des hypothèses formulées dans le travail de recherche, et, d'autre part, de fournir un référentiel financier pertinent pour les dirigeants et les parties prenantes du secteur. Cette méthodologie offre ainsi une analyse approfondie du lien entre structure de financement et création de valeur dans un contexte réel, tout en assurant la fiabilité et la pertinence des résultats obtenus.

2.2. Etendu des données

La majorité des éléments proviennent du bilan et le compte de résultat, extraits du site officiel de L'AMMC.

Les données du secteur de distribution du pétrole s'étalent sur une période allant de 2015 à 2018 et concernent les deux sociétés principales du secteur citées ci-dessous :

- **AFRIQUIA GAZ** : Une société marocaine Leader dans son domaine qui est : La distribution de gaz de pétrole liquéfié, butane et propane. Afriquia Gaz propose des solutions énergétiques performantes pour les besoins domestiques et professionnels. Elle compte six marques : Afriquia Gaz, Tissir Gaz, Campingaz, Ultragaz, National Gaz et Butafric.
- **TOTAL** : Une société parmi les leaders mondiaux de l'industrie pétrolière et gazière. Elle est présente dans plus de 130 pays et emploie près de 100 000 personnes. Il fut le premier distributeur en Afrique. Total Maroc, filiale du groupe Total, est présent au Maroc depuis 1926 et est un acteur principal sur l'ensemble du marché des produits pétroliers à savoir les stations de service, les clients industriels, les lubrifiants, l'aviation ainsi que le gaz naturel.

2.3. Le choix des indicateurs financiers

Le choix des indicateurs financiers prend en considération les deux paramètres suivants :

- Hypothèses théoriques relatives à l'impact des modalités de financement sur la performance financière.
- Spécificités et caractéristiques du secteur retenu pour l'étude, accompagnées d'une justification de la pertinence de l'approche méthodologique adoptée. Cette démarche vise à démontrer que les méthodes employées sont les plus adaptées au cas étudié, en tenant compte des particularités structurelles, économiques et organisationnelles propres au secteur analysé.

2.3.1. Les indicateurs de mesure de la structure du capital en se basant sur les hypothèses théoriques :

Il existe plusieurs indicateurs de la structure du capital qui permettent d'évaluer le mode de financement. Le Tableau N°1 présente les indicateurs les plus couramment utilisés et les hypothèses qui leurs correspondent.

Tableau N°1. Indicateurs de la structure du capital.

Ratio	Abréviation du ratio	Hypothèse correspondante	Fondement théorique	Calcul
R1 : Ratio du degré d'endettement	RDE	H1 : Plus le degré d'endettement (RDE) est élevé, plus l'entreprise est susceptible de se trouver face à faillite, et donc face à une faible performance financière.	Modigliani et Miller	Capitaux étrangers/ Capitaux propres
R2 : Ratio d'autonomie financière ou solvabilité	RAF	H2 : Plus le niveau d'autonomie financière (RAF) est élevé, plus l'entreprise à une rentabilité élevée.	Myers et Majluf (1984)	Capitaux propres/ Total du bilan

Source : Auteurs.

2.3.2. Les indicateurs de mesure de la création de la valeur et la justification du choix.

Tableau N°2 : Indicateurs de la structure du capital.

	Outil de mesure	Conforme / Non conforme au secteur étudié	Justification
Analyse de la marge	CA et Marge commerciale	Conforme	Ce solde revêt une pertinence particulière pour les entreprises de négoce et de distribution, ce qui correspond précisément au secteur de distribution de pétrole étudié dans cette analyse.

	Production et Marge sur consommation	Non conforme	Ce solde est particulièrement important pour les sociétés industrielles et de peu d'intérêt pour les sociétés de service ou société de distribution.
	VA	Conforme	Ce solde n'a de sens que lorsqu'il y a des relations de marché entre l'entreprise et ses fournisseurs. C'est le cas de notre secteur qui fait la redistribution du pétrole.
	EBITDA	Conforme	Ce ratio offre une représentation fidèle de la rentabilité de l'activité opérationnelle, car il ne dépend pas des politiques d'amortissement, qui peuvent varier d'une entreprise à l'autre.
	EBIT	Non conforme	L'indicateur prend en considération la politique d'amortissement.
	Résultat Net	Conforme	Il intègre la politique financière de l'entreprise et présente l'avantage d'être à la fois simple à comprendre et facile à calculer.
Analyse de la rentabilité	Rentabilité économique	Conforme	La rentabilité économique permet de mesurer la capacité de l'entreprise à transformer ses capitaux en résultat, quels que soient leur provenance.
	Rentabilité financière	Non conforme	La principale limite au calcul de la rentabilité financière vient du fait qu'elle n'intègre pas la notion de risque.
Analyse des Multiples boursiers	Multiple de l'EBIT	Conforme	L'indicateur ne prend pas en considération la politique d'amortissement qui diffère d'une entreprise à une autre.
	Multiple de L'EBIT	Non conforme	L'indicateur prend en considération la politique d'amortissement.
Analyse de la création de la valeur (EVA)	EVA	Conforme	Un critère hybride : mi-comptable et mi-financier. L'EVA permet de mesurer non seulement le coût de la dette comme le fait le résultat net, mais aussi le coût des capitaux propres.

Source : Auteurs.

Les indicateurs financiers sont nombreux et ne présentent pas tous le même degré de pertinence. Il appartient donc aux entreprises de sélectionner ceux qui sont les mieux adaptés à la nature de leur activité. Dans cette optique, le tableau ci-dessus (Tableau n°2 : Indicateurs de la structure du capital) permet d'évaluer la conformité des ratios retenus au regard des spécificités du secteur étudié, en l'occurrence le secteur pétrolier au Maroc.

2.4. Analyse et discussion des résultats

2.4.1. Impact du mode de financement sur les marges

Le chiffre d'affaires constitue un indicateur pertinent pour appréhender le volume d'activité, particulièrement dans le cas des deux sociétés étudiées, qui exercent une activité de revente en l'état. Cependant, les calculs effectués (voir annexes) montrent qu'aucune influence significative du mode de financement sur le chiffre d'affaires n'est observable. Il apparaît ainsi que cet indicateur n'est pas directement affecté par la structure du capital, mais dépend

davantage de facteurs exogènes tels que l'évolution des prix ou le niveau de l'inflation.

Concernant l'EBITDA, la comparaison avec les ratios de structure du capital (voir annexes 4 et 5) ne permet pas de dégager de relation explicative claire quant aux fluctuations observées. Cela confirme l'absence d'impact significatif de la structure du capital sur cet indicateur de performance opérationnelle.

En revanche, l'analyse du résultat net révèle une dynamique différente. Les résultats indiquent qu'une augmentation du ratio d'endettement tend à réduire le résultat net. Par exemple, pour la société TOTAL, le ratio d'endettement le plus élevé ($DF/CP = 75\%$) correspond à l'année 2015, période au cours de laquelle le résultat net était relativement faible (375 895 566 DH). Cette observation suggère que la dégradation du résultat net est en partie imputable à l'augmentation de l'endettement.

Ainsi, il apparaît que les indicateurs liés à l'activité opérationnelle ne sont pas significativement impactés par la structure financière et dépendent principalement de facteurs externes, tandis que les indicateurs de l'activité financière, notamment le résultat net, sont influencés par le mode de financement et le ratio d'endettement. Ces résultats montrent que les hypothèses 2 et 3, selon lesquelles le mode de financement influe sur la création de valeur, ne sont pas vérifiées pour les indicateurs d'exploitation, mais que l'hypothèse 2 est confirmée pour le résultat net.

2.4.2. Impact du mode de financement sur la rentabilité économique

La rentabilité économique évalue la capacité de l'entreprise à transformer ses capitaux en résultat, quelle qu'en soit l'origine. En théorie, le recours à l'endettement peut accroître la rentabilité des capitaux propres, notamment lorsque la dette est utilisée pour financer des outils de production générateurs de valeur. Cependant, cette situation ne se vérifie pas pour les deux sociétés étudiées.

Dans le cas du secteur analysé, le ratio d'endettement le plus élevé pour AFRIQUIA GAZ, enregistré en 2015, s'établit à 54 %. Cette année correspond également à la rentabilité financière la plus faible (voir annexes 4 et 5). Ces observations suggèrent que, pour ces deux sociétés, l'endettement impacte défavorablement la rentabilité économique.

Ainsi, il apparaît que l'hypothèse 2, selon laquelle l'endettement favorise la création de valeur, est confirmée pour l'indicateur de rentabilité économique. En revanche, le ratio d'autofinancement ne semble pas exercer d'effet significatif sur la rentabilité financière des entreprises étudiées.

2.4.3. Impact de la structure du capital sur l'EVA

Afin de mieux appréhender l'impact du mode de financement sur l'EVA, d'autres ratios explicatifs ont été calculés (voir annexes 1 et 2).

2.4.3.1. Autofinancement et EVA

La capacité d'autofinancement représente l'ensemble des ressources internes générées par l'entreprise dans le cadre de son activité, permettant de financer ses investissements. Le NOPAT (Net Operating Profit After Tax) correspond au résultat dégagé par les activités d'exploitation, après déduction des impôts, et constitue ainsi la principale source d'autofinancement.

Les résultats montrent que plus le NOPAT est élevé, plus l'entreprise est en mesure de créer de la valeur. Pour évaluer cet impact, le ratio NOPAT/CI a été retenu. Ce ratio s'établit en moyenne à 33 % pour la société TOTAL et à 13 % pour AFRIQUIA GAZ, ce qui reflète le niveau relativement modeste du NOPAT d'AFRIQUIA par rapport à ses capitaux investis.

Il convient de noter que plus le ratio NOPAT/CI est élevé, moins l'entreprise détruit de valeur. À titre d'exemple, AFRIQUIA GAZ a enregistré son NOPAT/CI le plus élevé (15 %) en 2017, année au cours de laquelle l'EVA s'est élevée à 127 310 497 DH, tandis que la destruction de valeur la plus importante a eu lieu en 2015, lorsque le ratio n'était que de 11 %. Pour TOTAL, la destruction de valeur maximale a été observée en 2018, période correspondant au NOPAT/CI le plus faible des quatre années étudiées.

La comparaison des deux sociétés montre qu'AFRIQUIA GAZ a davantage détruit de valeur que TOTAL, en raison d'un NOPAT relativement faible par rapport aux capitaux investis. Par conséquent, la disponibilité d'une capacité d'autofinancement suffisante est nécessaire à l'autonomie financière de l'entreprise, mais la création de valeur exige également une rentabilité élevée des capitaux investis. Ainsi, la faiblesse du ratio NOPAT/CI peut constituer l'une des principales causes de destruction de valeur dans le secteur étudié.

2.4.3.2. La décision d'endettement

Le ratio d'endettement constitue un indicateur essentiel pour évaluer le niveau de dépendance financière d'une entreprise et examiner l'impact de sa structure de financement sur la création de valeur. Dans le cadre de notre étude, ce ratio atteint en moyenne 49 % pour AFRIQUIA GAZ et 57 % pour TOTAL, ce qui traduit une utilisation modérée à relativement élevée de la dette dans le financement de leurs activités.

Cependant, l'analyse démontre que l'endettement n'a pas d'effet direct et systématique sur la valeur créée. En effet, malgré un taux d'endettement élevé de 75 % en 2015, TOTAL a réussi à générer une EVA positive, ce qui indique que d'autres facteurs, tels que la rentabilité des investissements, l'efficacité opérationnelle et la gestion optimale des ressources, jouent un rôle déterminant dans la création de valeur pour les actionnaires.

Ainsi, la simple augmentation du levier financier ne garantit pas une création de valeur accrue. Au contraire, elle peut accroître les risques financiers si elle n'est pas accompagnée d'une performance opérationnelle solide et d'une utilisation efficiente des capitaux investis. Ces observations soulignent l'importance d'analyser conjointement la structure du capital et la rentabilité des actifs pour comprendre pleinement le lien entre financement et valeur créée.

2.4.3.3. Rémunération des capitaux investis et EVA

L'EVA met en évidence que la rentabilité des capitaux investis exerce un impact direct sur la valeur créée. Plus le coût moyen pondéré du capital (CMPC) diminue, plus l'EVA tend à augmenter. Dans cette perspective, les entreprises cherchent généralement à optimiser leur création de valeur en minimisant le CMPC.

Pour illustrer ce point, le CMPC de la société TOTAL a atteint sa valeur minimale en 2017 (CMPC = 11 %), année au cours de laquelle la rentabilité du capital a été relativement faible, mais l'EVA a atteint son niveau maximal (EVA = 803 844 434 DH). À l'inverse, AFRIQUIA GAZ a enregistré en 2015 la destruction de valeur la plus importante (EVA = -72 839 250 DH), accompagnée du CMPC le plus élevé (CMPC = 15 %). Ces exemples montrent que plus le CMPC est faible, plus l'EVA est élevée, confirmant le rôle déterminant du coût du capital dans la création de valeur.

Il convient également de noter que le financement par fonds propres est généralement plus coûteux que le financement par dette. Pour AFRIQUIA GAZ, le rendement des capitaux propres a atteint 22 % en 2016, année où la société a enregistré la destruction de valeur la plus importante. En comparaison, la rémunération de la dette représente en moyenne 18 % du CMPC pour AFRIQUIA GAZ et 24 % pour TOTAL. Ces observations confirment que les fonds propres constituent la source de financement la plus onéreuse et que la minimisation du CMPC, et donc la maximisation de l'EVA, passe d'abord par une maîtrise du coût des fonds propres.

En comparant les deux sociétés, il apparaît qu'AFRIQUIA GAZ dispose d'un montant de fonds propres élevé, impliquant un coût du capital plus important, tandis que TOTAL dispose de fonds propres moins coûteux, ce qui se traduit par une EVA plus élevée.

Par conséquent, il est possible de constater que l'hypothèse 2, selon laquelle l'endettement peut favoriser la création de valeur, est vérifiée dans le cas de l'indicateur hybride que constitue l'EVA.

Conclusion

L'objectif principal de cet article était d'identifier l'indicateur le plus pertinent pour évaluer la performance des entreprises et apprécier l'impact du mode de financement sur la création de valeur. Les résultats issus de l'étude de cas des sociétés pétrolières Afriquia Gaz et Total permettent de dégager plusieurs enseignements.

Premièrement, les indicateurs d'activité d'exploitation, tels que le chiffre d'affaires et l'EBITDA, apparaissent peu sensibles au mode de financement et dépendent davantage de facteurs exogènes, notamment l'évolution des prix du pétrole, l'inflation, l'intervention de l'État ou encore le pouvoir d'achat des consommateurs. En revanche, les indicateurs financiers, en particulier le ratio d'endettement, révèlent une influence directe du mode de financement sur la création de valeur. Ces résultats indiquent que l'impact du financement n'est pas confirmé pour les indicateurs d'exploitation, tandis que l'endettement contribue à la création de valeur pour certains indicateurs financiers, tels que le résultat net et la rentabilité économique.

Deuxièmement, l'analyse de l'EVA a montré que la création de valeur repose sur une rentabilité élevée des capitaux investis et une rémunération du capital maîtrisée, le coût des fonds propres constituant la source de financement la plus onéreuse. La minimisation du CMPC, nécessaire pour maximiser l'EVA, passe donc prioritairement par la maîtrise du coût des fonds propres. Ces observations confirment que l'hypothèse selon laquelle l'endettement peut favoriser la création de valeur est validée pour l'indicateur EVA. Cependant, l'idée selon laquelle un recours accru à la dette réduit automatiquement le CMPC et augmente l'EVA n'a pas été vérifiée dans la pratique pour les sociétés étudiées.

Enfin, il est important de souligner les limites de cette étude. La focalisation sur un seul secteur, le pétrole, restreint la généralisation des résultats. De plus, l'utilisation de la métrique EVA a rencontré certaines limites liées à l'absence de standardisation complète et de validation cohérente. Néanmoins, cette étude ouvre la voie à de futures recherches visant à étendre l'analyse à d'autres secteurs et à mieux identifier les facteurs exogènes et endogènes influençant la création de valeur.

En conclusion, si les indicateurs d'exploitation ne suffisent pas à évaluer l'impact du mode de financement, les indicateurs financiers et l'EVA constituent des outils pertinents pour mesurer la création de valeur et orienter les décisions de financement stratégique. Ces résultats invitent à approfondir la recherche sur les déterminants de la valeur, notamment sur les facteurs exogènes pouvant l'influencer et les méthodes permettant de les mesurer.

ANNEXES

Annexe 1

Calcul de l'indicateur EVA pour AFRIQUIA GAZ :

Eléments de calcul	2015	2016	2017	2018
Résultat opérationnel	524 801 492	630 854 412	771 189 401	773 694 984
Variation provisions (1)	-6 622 983	517 326	19 489 251	-2 496 861
Quote part des sociétés mises en équivalence (Gain ou perte)	-11 558	34 036	74 829	75 683
Résultat après ajustement	518 166 952	631 405 774	790 753 481	771 273 806
Impôt sur les résultats	159 020 793	192 889 583	243 299 842	248 565 296
Charges d'intérêt	42 508 450	34 659 935	36 010 943	32 428 063
Impôt sur intérêt	11 902 366	9 704 782	10 083 064	9 079 858
NOPAT	347 243 793	428 811 409	537 370 575	513 628 652
Capitaux propres	2 106 975 812	2 200 879 134	2 383 346 481	2 572 667 553
Dette d'emprunt	1 137 821 460	1 133 035 729	1 119 280 651	1 118 072 142
Intérêts minoritaires	3	3	3	3
Provisions pour risques et charges	1 934 600	1 934 600	21 934 600	21 934 600
Capitaux investis après ajustement	3 246 731 874	3 335 849 466	3 524 561 735	3 712 674 298
Dettes de financement	1 137 821 460	1 133 035 729	1 118 072 142	1 118 072 142
Charges d'intérêt	42 508 450	34 659 935	32 428 063	32 428 063
Charges d'intérêt net d'impôt	30 606 084	24 261 955	23 348 206	23 348 206
Cout de la dette	3%	2%	2%	2%
Rentabilité sans risque	3,82%	3,58%	3,69%	3,69%
BETA du secteur (2)	1,33	1,78	1,68	1,68
Prime de risque	10%	10%	8%	8%
Taux de rendement exigé par les actionnaires	17%	22%	17%	17%
Ratio NOPAT/CI	11%	13%	14%	14%
CP * T	348 384 236	477 097 775	438 969 119	438 969 119
D * CD	30 606 084	24 261 955	23 348 206	23 348 206
CMPC	12%	15%	13%	13%
Rémunération des capitaux investis	379 216 281	501 650 659	465 064 944	465 064 944
EVA	-31 972 488	-72 839 250	48 563 708	48 563 708

Annexe 2

Calcul EVA pour la société TOTAL :

	2015	2016	2017	2018
Résultat opérationnel	523 104 287	1 215 085 753	1 316 833 096	943 156 451
Variation provisions (1)	208 359 727	25 451 720	135 845 053	-7 361 801
Quote part des sociétés mises en équivalence (Gain ou perte)	21 741	57 355	67 095	58 901
Résultat après ajustement	731 485 755	1 240 594 828	1 452 745 244	935 853 552
Impôt sur les résultats	183 364 774	320 769 816	321 475 759	224 150 933
Charges d'intérêt	59 616 062	35 274 558	15 798 236	16 927 732
Impôt sur intérêt	42 923 565	24 692 191	10 900 783	12 187 967
NOPAT	505 197 416	895 132 821	1 120 368 702	699 514 652
Capitaux propres	893 082 049	1 357 319 370	1 902 243 363	2 205 296 099
Dette d'emprunt	671 619 220	685 008 483	1 055 454 841	1 005 559 245
Intérêts minoritaires	0	0	0	0
Provisions pour risques et charges	51 106 150	65 099 682	1 934 600	120 957 740
Capitaux investis après ajustement	1 615 807 419	2 107 427 535	2 959 632 803	3 331 813 084
Dettes de financement	671 619 220	685 008 483	1 055 454 841	1 005 559 245
Charges d'intérêt	59 616 062	35 274 558	15 798 236	16 927 732
Charges d'intérêt net d'impôt	42 923 565	24 692 191	10 900 783	12 187 967
Cout de la dette	6%	4%	1%	1%
Rentabilité sans risque (4)	3,82%	3,58%	3,24%	3,69%
BETA du secteur (2)	1,33	1,78	1,61	1,68
Prime de risque (3)	10%	10%	8%	8%
Taux de rendement exigé par les actionnaires	17%	22%	16%	17%
CP * T	147 669 331	294 234 264	305 416 585	376 285 263
D * CD	42 923 565	24 692 191	10 900 783	12 187 967
CMPC	12%	16%	11%	12%
Rémunération des capitaux investis	196 818 026	329 092 311	316 524 268	403 107 600
EVA	308 379 390	566 040 511	803 844 434	2967 052

Annexe 3

Explications du calcul de l'indicateur EVA :

1. Retraitement des provisions des deux sociétés pétrolières

AFRIQUIA GAZ					
Nature des provisions / Année	2014	2015	2016	2017	2018
Provisions pour dépréciation de l'actif immobilisé		5 475 152	5 475 152	5 475 152	5 438 152
Provisions réglementées		0	0	0	0
Provisions durables pour risques et charges		1 934 600	1 934 600	21 934 600	21 934 600
Provisions pour dépréciation de l'actif circulant		51 188 445	51 705 771	50 933 256	48 548 833
Autres provisions pour risques et charges		1 059 571	1 059 571	1 321 336	1 245 899
Provisions pour dépréciation des comptes de trésorerie		-00	-00		-00
Total Provisions	66 280 751	59 657 768	60 175 094		79 664 345
Variation Provisions (N - N-1)		-6 622 983	517 326		19 489 251

TOTAL				
Nature des provisions / Année	2015	2016	2017	2018
Provisions pour dépréciation de l'actif immobilisé	5 275 949	500 000	500 000	500 000
Provisions réglementées		-00	-00	-00
Provisions durables pour risques et charges	51 106 150	65 099 682	135 845 053	120 957 740
Provisions pour dépréciation de l'actif circulant	149 493 650	163 785 799	172 437 565	182 183 722
Autres provisions pour risques et charges	2 483 979	4 425 966	6 376 614	4 155 969
Provisions pour dépréciation des comptes de trésorerie	-00	-00	-00	-00
Total Provisions	208 359 727	233 811 447	315 159 232	307 797 431
Variation Provisions (N - N-1)	208 359 727	25 451 720	81 347 785	-7 361 801

NB : L'accroissement des provisions viendra en augmentation du résultat opérationnel et inversement dès le cas de la diminution des provisions.

2. Beta du secteur pétrolier :

	2015	2016	2017	2018
Oil and gas sector (Distribution)	1,33	1,78	1,61	1,68

Source: ASWATH DAMODARANE Professor of Finance at the Stern School of Business at New York University.

3. Prime de risque :

	2015	2016	2017	2018
Prime de risque du marché	9,56%	10,17%	7,96%	7,96%

Source: ASWATH DAMODARANE Professor of Finance at the Stern School of Business at New York University.

4. Données taux sans risque :

	2015	2016	2017	2018
Taux de rendement sans risque annuel	3,82%	3,58%	3,24%	3,69%

Source: BANK ALMAGHREB.

Annexe 4

Calcul des autres indicateurs financiers :

	2015	2016	2017	2018
CA	10 485 979 948	10 481 016 169	12 288 264 086	14 661 920 372
EBITDA	523 104 287	1 215 085 753	1 316 833 096	943 156 451
RN	375 895 566	840 109 320	992 923 993	804 812 736
RENT ECO	33%	59%	45%	29%

Annexe 5

Calcul des ratios du mode de financement :

Pour la société TOTAL :

Ratio DF / CP	75%	50%	55%	46%
Ratio cp /total bilan	20%	29%	34%	35%

Pour la société AFRIQUIA GAZ :

Ratio DF / CP	54%	51%	47%	43%
Ratio cp /total Bilan	303%	317%	36%	33%

BIBLIOGRAPHIE

- Alami, N. (2022). Financement des investissements. *Revue Internationale du Chercheur*, Volume 3, Numéro 2, pp : 861-879.
- Albouy, M. (1999). Théorie, applications et limites de la mesure de la création de valeur. *Revue Française de Gestion*, Janvier-Février, pp : 81-90.
- Altman, E.I. (1968). Financial ratios, discriminant analysis and the prediction of corporate bankruptcy. *The Journal of Finance*, 23(4), pp. 589–609.
- Bahini, P. (2000). Capital-risque mode d'emploi ». Ed. Organisation.P37
- Beaver, W. H. (1966). Financial ratios as predictors of failure. *Journal of Accounting Research*, 4, pp. 71–111.
- Bogliolo, F. (1997). Les quatre coûts du capital. *Revue du Financier*, N°13, 45-57.
- Damodaran, A. (2011) *The Little Book of Valuation : How to Value a Company*. Little books. Big profits.
- El Kihal, A. & Hattab, S. (2019). Le financement des entreprises innovantes de la littérature vers une analyse SWOT. *Revue du contrôle, de la comptabilité et de l'audit*, Numéro 9, Juin 2019, Volume 4, p : 106 -121.
- Elrhoulam, H. (2021). Aspect théorique de la modélisation de l'investissement. *Revue internationale de Sciences de Gestion*. Volume 4: Numéro 4, pp: 963 - 979
- Graham, J. R., & Harvey, C. R. (2001). The theory and practice of corporate finance: Evidence from the field. *Journal of financial economics*, 60(2-3), 187-243.
- Harris, M & Raviv, A. (1990). Capital structure and the informational role of debt. *The Journal of Finance*, 45, 321-349.
- Jensen, M.C. & Mechling, W. (1976). Theory of the firm: managerial behavior, Agency Costs and ownership structure. *Journal of Financial Economics*, vol. 3, no 4, p. 305-360.
- Mouatassim, H. & Ibenrissoul, A. (2016). Impact de la décision de financement sur la performance de l'entreprise marocaine : Cas des sociétés cotées des secteurs Immobilier et Matériaux de Construction. *L'Archive Ouverte Pluridisciplinaire HAL*, halshs-01305196.
- Moujahid, M. & Khariss, M. (2021). Principaux déterminants des investissements directs étrangers au Maroc : Etude économétrique par le modèle VAR. *Revue Française d'Economie et de Gestion*, Volume 2 : Numéro 4, pp : 155 –177.
- Modigliani, F. & Miller M.H. (1958). The cost of capital, corporation finance and the theory of investment. *American Economic Review*, 48 (June 1958), 261-297.
- Myers, C.S. (1984), The capital structure puzzle, *The Journal of Finance*, 39, n° 3 (July 1984), 575-592.
- Stewart, B. (1990), *The quest for value*, Edition Happer Collins.

- Thallian-Farrel. (2017). L'augmentation de capital des entreprises en situation difficile. Thèse. P29/30.
- Titmann, S. & Wessels, R. (1988). The determinants of capital structure choice. The Journal of Finance, (Mars 1988), 1-20.
- Vernimmen, P. (2020), Finance d'entreprise, Dalloz.
- Young, D. (1998). Rhône-Poulenc au crible de l'EVA. L'expansion Management Review, Septembre 1998, 64-71.
- Zekri, I. (2005). L'impact de la décision de financement sur la performance de l'entreprise mesurée par la valeur économique ajoutée (EVA). L'Archive Ouverte Pluridisciplinaire HAL, Halshs-00581297.