

Financing structure of Congolese non-financial companies: analysis of the determinants and empirical modeling in the absence of securities markets

Structure de financement des sociétés non financières congolaises : analyse des déterminants et modélisation empirique en l'absence des marchés des valeurs mobilières

KANZ A MUTOMB Olivier*

Diplômé d'études approfondies en Gestion Financière de l'Université de Liège (Belgique), Doctorant en Sciences de Gestion à l'Université de Lubumbashi (République Démocratique du Congo)

Received 14 Jan 2024, Accepted 08 Feb 2024, Available online 09 Feb 2024, Vol.12 (Jan/Feb 2024 issue)

Abstract

The evolution of traditional and modern corporate financing instruments shows the strategic nature of the financing structure which refers to the composition of the company's financial resources, the weight and the balance between own resources and debts. Congolese non-financial companies also have the alternative of turning to the opening of capital. This equity transaction consists of a company attracting new investors, in exchange exclusively for corporate securities. In the absence of securities markets, these companies are faced with the problem of finding new entrants into capital on their own. This research is complex because it is carried out on the over-the-counter market. This is why in the context of this article; we want to reflect on the following initial concern: **What justifies the behavior of Congolese non-financial companies to constantly resort to external financing (formal or not)?** The results of the study reveal that there is a significant relationship between the financing structure and the financial performance of Congolese non-financial companies, this relationship is nuanced by the market context which is characterized by the absence of a financial market and the existence of informal financing.

Keywords: Mode of Financing, Non-Financial Corporations, Informal Financing, Compromise Theory, Security

Résumé

L'évolution des instruments traditionnels et modernes de financement des entreprises montre le caractère stratégique de la structure du financement qui renvoie à la composition des ressources financières de l'entreprise, au poids et à l'équilibre entre les ressources propres et les dettes. Les sociétés non financières congolaises ont aussi l'alternative de se tourner vers l'ouverture du capital. Cette opération de haut de bilan consiste pour une entreprise à attirer de nouveaux investisseurs, en contrepartie exclusivement de titres sociaux. En l'absence des marchés des valeurs mobilières, ces sociétés sont confrontées au problème de la recherche par elles-mêmes de nouveaux entrants dans le capital. Cette recherche est complexe, car s'effectuant sur le marché de gré à gré. C'est pourquoi dans le cadre de cet article, nous voulons réfléchir sur la préoccupation de départ ci-après : **Qu'est-ce qui justifie le comportement des sociétés non financières congolaises à recourir constamment au financement externe (formel ou non) ?** Les résultats de l'étude révèlent qu'il existe une relation significative entre la structure de financement et la performance financière des sociétés non financières congolaises, cette relation est nuancée par le contexte du marché qui est caractérisé par l'absence d'un marché financier et l'existence des financements informels.

Mots clés : mode de financement, sociétés non financières, financement informel, théorie du compromis, sureté

Introduction

Dans le contexte nettement de la République Démocratique du Congo, nonobstant l'infime partie du tissu économique représentée par les succursales et les filiales des multinationaux, les sociétés non financières congolaises ne font pas l'objet d'une cotation sur les marchés des valeurs mobilières.

Ainsi dit, le point de départ de l'analyse des déterminants de la structure de financement doit consister à postuler sans doute un environnement financier parfait, défini comme un environnement qui se caractérise notamment par un taux d'intérêt unique auquel aussi bien les entreprises que les investisseurs peuvent prêter et emprunter, par une absence de coûts de transaction, y compris de banqueroutes, de taxes et d'impôts sur les bénéfices (Corhay A., Mbangala M., 2010)

*Corresponding author's ORCID ID: 0000-0000-0000-0000

DOI: <https://doi.org/10.14741/ijmcr/v.12.1.8>

Dans le monde réel en revanche, il existe des imperfections qui font que le choix de financement puisse influencer sur la richesse des actionnaires. L'étude de la structure de financement revêt d'une grande importance étant donné qu'il n'existe aucune structure optimale qui puisse s'appliquer à toutes les entreprises. Ce qui nous ramène à une réflexion majeure de départ qui consiste à répondre aux préoccupations suivantes :

- 1) **Qu'est-ce qui justifie le comportement des Sociétés Non Financières congolaises à recourir constamment au financement externe (formel ou non) ?**
- 2) **Tenant compte de ce mode financement, pourquoi bon nombre de ces Sociétés Non Financières, qui présentent des projets d'investissements séduisants n'arrivent pas très souvent, à amortir les emprunts qui leurs sont consentis ?**

De ce qui précède, l'exercice scientifique relatif aux déterminants susceptibles d'impacter le choix de la structure de financement des sociétés a connu plusieurs approches suivant les différents courants des chercheurs en finance d'entreprise et les plus importantes des approches sont : approche classique, approche néo-classique et théories modernes de la firme.

L'approche classique se base sur les paramètres « effet de levier financier » et « coût du capital » pour expliquer les déterminants du choix de la structure de financement des sociétés. L'effet de levier est un indicateur fondamental dans l'étude de l'amélioration ou de la dégradation du taux de rentabilité financière due au recours à l'endettement. Le coût du capital par contre, permet aux actionnaires de comparer les coûts associés à chaque source de financement afin d'en opter pour la moins onéreuse.

L'approche néo-classique quant à elle, débute avec les travaux fondateurs de Modigliani & Miller en 1958. Ces auteurs ont démontré à priori que dans un monde idéal ou parfait, sous réserve d'un certain nombre d'hypothèses restrictives, il n'existe aucune corrélation entre la valeur de l'entreprise et sa structure de financement.

La remise en cause graduelle de ces hypothèses a amené tour à tour Modigliani & Miller en 1963, à enrichir leur approche, notamment par la levée de l'hypothèse d'absence de la fiscalité corporative et de risque de défaut et par la suite Miller en 1977 a réaménagé le modèle par la mise en évidence de l'imposition sur les revenus des personnes physiques.

La troisième approche sur la problématique de la structure de financement est connue sous l'appellation des « théories modernes de la firme ». Cette approche remonte des travaux de Kim en 1978, de Myers S. en 1984 et autres. Ces chercheurs ont énoncé les nouvelles théories sur la structure du capital, à savoir : le Static Trade off theory, la théorie d'agence, le Pecking Order off theory et le Market timing.

- *Le Static Trade off theory (STT)* : qui prêche l'existence d'une dose optimale d'endettement au sein de la structure du financement des entreprises. Le Static Trade off theory, introduit une théorie sous-jacente au nom de la « *théorie d'agence* », qui tente de placer la problématique de la structure du financement dans la relation entre les différents *stakeholders*.
- *Le Pecking Order off theory (POT)* : qui postule l'existence d'un ordre aménagé dans les préférences de financement par les entreprises,
- *Le Market timing* : Cette théorie est valable pour les entreprises cotées sur les marchés des valeurs mobilières. Elles s'adaptent à la température et au climat de ces marchés.

Admettant que, depuis les travaux de Modigliani et Miller de 1958 à nos jours, la tentative d'expliquer les déterminants de la structure de financement des entreprises alimente les salons des recherches en finance d'entreprise, néanmoins il n'existe toujours pas une théorie consensuelle qui départage les chercheurs sur le sujet. (Modigliani F. et Miller M.H. (1958))

En 1981, dans la première édition des *Principles of corporate finance*, Brealey et Myers proposaient une liste de dix questions encore irrésolues en finance d'entreprise. Parmi celles-ci figurait en septième position la question suivante : « Comment peut-on expliquer la structure de financement des entreprises ? » (Olivier Colot O., Croquet M.,2007)

La problématique du dosage fonds propres-fonds de tiers n'est pas inévitablement pas nouvelle, mais elle reste toujours ouverte et demeure d'actualité. Ce faisant, on assiste à une absence, dans la communauté scientifique, des études empiriques minutieuses sur les déterminants de financement des sociétés non financières congolaises, qui se sont penchées sur la question, en dépit des enquêtes sommaires des auteurs suivants :

Kasinde (2006) étudient les facteurs qui déterminent les décisions de financement des PME de la ville de Bukavu. Se servant d'un échantillon de 112 PME, Kasinde réalise son étude en recourant à la statistique descriptive et au test du Khi-Deux. Il aboutit aux résultats selon lesquels les PME étudiées, ne font exclusivement recours qu'aux fonds propres pour financer leurs projets. Cette attitude s'explique par des raisons suivantes : manque des garanties à présenter aux bailleurs des fonds, crainte de mal utiliser les fonds empruntés, taux d'intérêt exorbitants.

Balemba, Malaika et Mashali (2017), présentent une enquête qui dépeint sommairement le profil du capital des sociétés de Bukavu. Ces trois auteurs consacrent leur étude à l'explication de facteurs qui influent sur le choix de la structure financière des entreprises congolaises de Bukavu. En recourant à la fois à la statistique descriptive et à la régression multiple, qui utilise un modèle Logit, ces auteurs arrivent aux résultats qui attestent que huit principales variables de leur modèle sont susceptibles d'expliquer la préférence des dirigeants de PME de Bukavu pour les fonds propres : le risque , le coût

financier, la rentabilité, la durée de la relation de clientèle avec la PME, le solde du crédit interentreprises, le secteur d'activité, l'âge de la PME et la croissance de la PME, alors que les autres variables impactent négativement sur la préférence pour une structure financière avec fonds propres.

Musema (1997) se penche sur la problématique de financement des PME à Bukavu. Sur un échantillon de 74 PME, à l'aide de la statistique descriptive, il conclut que les entités marchandes, qui ont fait l'objet de son étude se financent le plus souvent, par fonds propres et à des rares fois, par des sources informelles, à défaut d'accéder aux crédits classiques (banques et IMF).

Mwania (2023) : à partir de son étude sur la gouvernance des entreprises minières congolaises en participation avec la Gécamines face à la création de la valeur partenariale, l'auteur a fait les analyses empiriques à l'aide du test de Khi-2 et de la régression logistique, sur les données recueillies auprès des 8 grandes entreprises minières sur une période de 2010 à 2019. Au terme de son analyse, il affirme que les modes de financement par endettement et l'autofinancement influencent plus la création de la valeur partenariale de manière positive que négative contrairement à l'ouverture de capital. L'ouverture de capital est relativement moins recherchée par les entreprises minières partenaires de la GCM suite

au manque d'approfondissement financier du système financier congolais.

Dix ans plus tard, lors de la conclusion de la quatrième édition de leur ouvrage, les mêmes chercheurs Brealey et Myers soulignent que la problématique de la structure financière optimale de capital demeurerait toujours parmi les 10 problèmes non encore résolus en finance. (Myers (1991, p. 922)

Ceci revient à attester que, les débats qui opposent très souvent les chercheurs sur la problématique de la structure du financement des entreprises et sur le dosage dette- fonds propres restent toujours ouverts et continuent de susciter beaucoup de recherche en finance d'entreprise.

Cela prouve à suffisance que, malgré les multiples travaux théoriques et empiriques, les zones d'ombre sur les déterminants de la structure de financement des entreprises subsistent toujours et sont légion.

Grille de lecture théorique et empirique

Sur base de cette littérature théorique, nous avons élaboré une grille de lecture qui synthétise les principales thématiques abordées par les auteurs partisans de la finance d'entreprise.

Tableau 1 : Grille de lecture sur la structure de financement

Ecole	Paradigme	Idées centrales	Ancrage disciplinaire	Sélection articles publiés (à titre indicatif)
Ecole classique	Théorie de bénéfice net	Le taux d'endettement optimal est atteint lorsque l'endettement est maximal. L'entreprise n'est appréciée que par son résultat net. Le levier financier accroît la valeur de l'entreprise et risque	Finance d'entreprise	D. Durand(1952)
Ecole néoclassique classique	Thèse de neutralité solution traditionnelle	Dans un monde parfait, il n'existe aucune corrélation entre la valeur de l'entreprise et sa structure de financement. $VE = VNE$	Finance d'entreprise Structure du capital et création de valeur	F. Modigliani & M. Miller (1958) Schwartz (1959)
	Théorie de la non neutralité (variante I) : 1er Relâchement	Prise en compte de la déductibilité fiscale des charges de la dette sur le résultat. $VNE < VE$. Et cette valeur correspond à la $VE = VNE$ augmentée la valeur actuelle d'économie d'impôt	Finance d'entreprise fiscalité corporative	F. Modigliani & M. Miller (1963)
	Target ratio	La prise en compte de la fiscalité et des coûts de faillite prône l'existence d'un ratio optimal de la dette, qui représente un point d'équilibre issu du compromis entre les avantages de la dette et ses inconvénients	Finance d'entreprise, mécanisme d'arbitrage Théorie de portefeuille Evaluation de risques	N. Baxter (1967)
	Théorie de la non neutralité (variante II) : 2ème Relâchement	L'avantage de l'endettement mis en évidence par la déductibilité des charges financières est amenuisé à cause de l'intégration de la fiscalité des personnes physiques.	Finance d'entreprise, fiscalité (impôts sur les revenus mobiliers).	M. Miller (1977)
Ecole moderne	Static Trade Off theory	L'atteinte de cet optimum doit résulter d'un arbitrage entre les gains potentiels liés à l'endettement et les risques & coûts qui pèsent sur ce même endettement.	Finance d'entreprise, mécanisme d'arbitrage Théorie de portefeuille Evaluation de risques	Jensen & Meckling (1976) Myers S. (1984)

Ecole moderne	Théorie de l'agence	L'entreprise est comprise comme un ensemble d'agents aux intérêts divergents engendrant des coûts. La structure optimale de financement correspond à la structure financière apte à minimiser ces coûts	Management, la gestion des contrats, la problématique d'asymétrie informationnelle	M. Jensen & W. Meckling (1976)
	Théorie du signal	L'entreprise qui fait appel à la dette envoie un signal positif aux créanciers quant à sa bonne santé financière. La structure du financement est utilisée comme un signal qui véhicule des informations privées des entreprises.	Finance d'entreprise, finance des marchés	St. Ross, H. Leland & D. Pyle (1977) John (1987), Blazenko (1987) Narayanan (1988)
	Pecking order theory	Une préférence hiérarchisée dans la couverture des besoins financiers des entreprises. Cette hiérarchie postule l'existence d'un ordre agencé allant de l'autofinancement, endettement, ouverture du capital	Finance, d'entreprise, Financement interne, financement externe	S. Myers & N. Majluf (1977)
	Théorie Market Timing	Les modalités à choisir pour se financer dépendent des conditions du marché, les entreprises procèdent à des augmentations de capital si le climat boursier est favorable et rachètent les actions lorsque les cours dépriment.	Finance des marchés, évaluation titres en bourse	M. Baker & J. Wurgler (2002)
	Théorie rationnement de crédit (Théories fondées sur l'asymétrie informationnelle)	Le rationnement de crédit est utilisé dans la littérature économique pour désigner le cas des créanciers qui ne pourvoient pas ou pourvoient partiellement à la demande d'emprunteurs potentiels, dans le but de faire face à l'imperfection des informations sur la crédibilité	Financement bancaire, l'analyse de risque de crédit.	Baltensperger (1978) Akerlof (1970) Stiglitz/Weiss (1981), Guttentag et Herring (1986)

Source : élaborer sur base de la littérature théorique et empirique sur la structure de financement.

Revue de la littérature empirique

Malgré que les études théoriques sur la structure financière des entreprises aient débuté avec les travaux précurseurs de F. Modigliani & M. Miller (1958), les premières études empiriques sur les déterminants s'y rapportant n'ont été expérimentés que, quelques années plus tard, sur les entreprises américaines avec les travaux de Taggart (1977), Marsh (1982), alilvand et Harris (1984), ...Les études empiriques sur les entreprises françaises emboîtent les pas avec le travaux de Dubois (1985), Bourdieu, Colin-Sédillot(1993), Biais Hillion et Malécot (1995),...

Cependant, les études empiriques similaires, sur les entreprises résidant en République Démocratique du Congo apparaissent par la suite, avec les études sommaires et simplistes sur articles inédits de Musema (1997), de Kasinde (2006) et de Balemba, Malaika et Mashali (2017).

Cela étant, et pour se conformer au principe de l'entonnoir, cette partie du travail présente dans un premier temps, une synthèse des études les plus importantes sur les entreprises du reste du monde. Et en deuxième temps, une synthèse, sur les études empiriques des entreprises congolaises.

Les auteurs qui ont étudié le comportement en matière d'endettement des entreprises du monde ont utilisé plus le ratio d'endettement de deux façons, à savoir : le ratio d'endettement total rapporté au total de l'actif et le ratio d'endettement à long terme par rapport aux capitaux permanents. Ils ont aussi démontré que la participation bancaire dans le capital des entreprises sur le niveau de la dette jouerait positivement sur l'atténuation de la problématique des asymétries informationnelles et donc diminueraient les coûts des agences en raison des conflits entre les différentes parties prenantes dans le cycle de vie des entreprises.

Adair P. (2014) : compare la théorie du compromis à celle du financement hiérarchique sur 2370 PME françaises non cotées, sur la période 2002-2010, PME, il a eu à expliquer l'endettement financier au regard de la fiscalité, des coûts d'agence et de l'asymétrie d'information. A partir d'un modèle linéaire sur un panel cylindré, la théorie du compromis a été infirmée au regard de la relation entre le taux d'endettement financier et l'âge des PME ; la relation entre l'endettement et la profitabilité ainsi que les opportunités de croissance confirment la théorie du financement hiérarchique.

Benkraiem (2010) : sur une période allant 2003 à 2006, l'auteur essaye d'expliquer les facteurs déterminants de la structure du capital par une analyse empirique portant sur 2919 firmes cotées à Euronext. Il atteste que les déterminants relatifs à la profitabilité et la tangibilité de l'actif, influent sur la structure du capital des entreprises regroupées en fonction de la taille.

Bourdieu et Colin-Sédillot (1993) : ils ont étudié le comportement en matière d'endettement de 1309 entreprises françaises sur la période de 1986 à 1990. Ils ont confirmé l'existence de coûts d'accès aux marchés de capitaux, car l'endettement des entreprises relativement petites et jeunes est supérieur à celui des grandes entreprises. Ils ont trouvé un rôle important joué par les variables indicatrices sectorielles, ce qui confirme l'existence d'une hétérogénéité entre les différents secteurs en ce qui concerne les déterminants de la structure du capital. Par ailleurs, ils ont montré un incident positif de la participation bancaire dans le capital des entreprises sur le niveau de la dette, car cette participation devrait atténuer le problème d'asymétrie d'information et donc diminuer les coûts des agences.

Bonaccorsi di Patti E. (2006) : ils ont étudié la causalité de relation entre la structure du capital et la profitabilité. Ils ont appliqué les doubles moindres carrés (DMC) et les moindres carrés ordinaires (MCO) sur un 112 échantillon

de 7548 banques commerciales américaines sur la période 1990-1995. Ils ont constaté un impact positif de l'endettement sur la profitabilité. De plus, cet impact est non linéaire, plus le ratio d'endettement augmente plus cet impact devient moins positif. Par contre, les auteurs n'ont trouvé aucun effet inverse de la profitabilité sur la structure du capital. Par ailleurs, ils ont trouvé une incidence négative de la taille et du risque sur la profitabilité.

Brighi et Torluccio (2008) : ils étudient les facteurs qui déterminent les décisions de financement des PME italiennes. Se servant d'un échantillon de 2740 PME, réalisent, après recours aux régressions multiple et logistique que l'autofinancement dans la plupart des PME est utilisé comme une source complémentaire ou exclusive. Les variables déterminantes pour cette étude sont : la taille, la rentabilité, les actifs incorporels, les coûts d'agence liés à la dette et au capital, la qualité de l'entreprise, les garanties, la durée du prêt, l'âge, les flux de trésorerie.

Chirinko et Singha (2000) : ils critiquent la modélisation et les inférences de Shyam-Sunder et Myers (1999) en soulignant que le modèle empirique constitue un test joint de la hiérarchisation et de la répartition des ressources externes. Les résultats ne donnent pas d'information sur l'ordre de financement : émissions de dettes puis d'actions ou l'inverse. Ils peuvent s'accommoder d'un maintien du ratio d'endettement à son niveau optimal : dans ce cas, pour financer un déficit, chaque émission obligataire s'accompagne d'une émission d'actions.

Elmanaa, Wiem Madani & Khelif Wafa (2011) : ils ont examiné les effets de la structure de propriété sur la performance comptable des entreprises industrielles tunisiennes non cotées entre 1999 et 2002 en utilisant trois variables : la concentration du capital, la nature des actionnaires majoritaires et la propriété managériale. Ils arrivent aux résultats qui confirment l'absence de relation entre la concentration du capital et la performance d'une part, entre la propriété managériale et la performance financière d'autre part.

Frank, Murray, Goyal et Vidhan (2009) : sur échantillon composé des entreprises américaines cotées sur la période de 1950 -2003, ils examinent quatre ratios pour analyser les déterminants de la structure du capital. Ils concluent en affirmant que seules les variables taille, garanties, rentabilité et opportunité de croissance sont significatives et expliquent le ratio d'endettement des entreprises. Il s'agit de la taille, de garanties, la rentabilité et l'opportunité de croissance

Goddard J., Tavakoli M. et Wilson J. (2005) : ils ont analysé les déterminants de profitabilité des entreprises dans cinq pays européens (France, Belgique, Italie,

Espagne et Royaume-Uni) pour la période 1993-2001. Ils ont appliqué la méthode de GMM sur un panel de 12508 entreprises appartenant au secteur de manufacturier et des services. Les auteurs ont constaté un impact négatif du ratio d'endettement, mesuré par la dette à longue terme rapporté aux capitaux propres, sur la profitabilité des entreprises dans tous les pays étudiés.

Hafid (2006) : dans son travail sur les déterminants de la structure du capital des entreprises nord-américaines de 1995 à 2005, a tenté de vérifier l'impact de certaines des variables identifiées par la théorie de l'endettement sur la structure du capital. Il avait eu recours aux techniques d'analyse de données de panel. Les résultats obtenus montrent que le choix d'une structure d'endettement est loin d'être neutre. Ils confirment l'existence du rôle positif de la taille, des flux monétaires et le risque sur le niveau de l'endettement.

Hovakimian et al (2001) : ils étudient les variations du ratio d'endettement lorsque les entreprises lèvent de nouveaux capitaux ou procèdent à des rachats d'actions. Ils montrent que les entreprises ajustent leur structure financière vers un levier optimal d'endettement en émettant des dettes lorsque leur ratio d'endettement est inférieur au ratio cible et, en se désendettant lorsqu'il lui est supérieur. Toutefois, les ajustements paraissent plus significatifs en cas de désendettement, sans qu'une interprétation claire puisse être avancée.

Hovakimian et al. (2004) : dans une étude sur les émissions duales d'actions et de dettes, ces auteurs confirment l'hypothèse d'une optimisation dynamique du ratio d'endettement : les déviations du ratio cible suite aux accumulations de bénéfices ou de pertes sont compensées par les émissions duales.

Kebewar M (2012) : dans son étude sur la structure du capital et son impact sur la profitabilité et sur la demande de travail, essaye de ressortir l'ambivalence des résultats empiriques dont la cause serait liée à la différence des périodes sous étude, à la définition de variables, des méthodologies et des échantillons utilisés. En recourant à l'estimation de la fonction d'endettement par la méthode des moments généralisés, l'auteur arrive à rejeter l'hypothèse de neutralité, prônée par Modigliani et Miller (1958), car la majorité des variables exogènes sont significatives et expliquent bien le modèle.

Kremp, Stöss et Gerdesmeier (1999) et Kremp et Stöss (2001) : ils ont analysé les déterminants de la structure du capital sur un échantillon composé de 2900 entreprises françaises sur la période 1987 - 19953. Utilisant la méthode GMM, ils ont trouvé une corrélation positive entre la croissance et l'endettement, ainsi, les entreprises ayant une forte croissance auront besoins de financement externe important. À l'encontre, la rentabilité a un effet négatif sur le niveau de la dette, surtout pour les petites

entreprises. De même, la corrélation est négative entre le coût de financement et la dette, notamment dans les grandes entreprises, ces dernières sont plus sensibles à ce coût puisqu'elles disposent de solutions alternatives comme l'accès aux marchés de capitaux.

Lee (2007) : dans son étude portant sur la structure de propriété, il arrive aux résultats qui affirment l'influence de la structure de propriété sur les choix stratégiques en matière de diversification ; un faible pourcentage de capital est détenu par la famille, alors qu'au-delà d'un certain niveau de concentration actionnariale dans les mains de la famille, la diversification est d'autant plus faible. Ces résultats confirment l'hypothèse de l'appropriation relative à la motivation de la diversification. Ces résultats confirment également que le capital détenu par la famille n'a pas d'influence sur la performance comptable.

Lemon et Zender (2004) : ils intègrent la capacité d'endettement comme variable de contrôle dans une analyse sur données de panel de 1 700 entreprises sur la période 1971-1999. Pour les auteurs, la notion de capacité d'endettement est importante pour comprendre les raisons du rejet de la théorie du financement hiérarchisé. Lorsque les entreprises ne subissent pas de contraintes au niveau de leur capacité d'endettement, elles émettent des dettes ; dans le cas contraire, elles émettent des titres de capital.

Mohamed (2009) : il utilise la méthode des moindres carrés ordinaires sur un panel de 1520 PME françaises, il réalise que l'arbitrage d'une firme entre actions et dettes, dépend des déterminants suivants : taille, âge, risque, croissance, garanties, rentabilité économique et solde du crédit interentreprises. Il arrive à la conclusion selon laquelle qu'il n'existe pas une théorie universelle concernant les déterminants de la structure financière des entreprises, chaque théorie dépendant de l'aspect économique, des spécificités financières de la firme et du contexte.

Molay (2005) : il avait effectué des tests empiriques sur la structure financière du capital des entreprises Françaises cotées à la bourse de Paris en se basant sur l'analyse de deux théories alternatives expliquant la structure financière du capital : la théorie du financement hiérarchisé et la théorie du ratio d'endettement optimal. Les résultats ont montré que les entreprises cotées au marché boursier, dans leur choix de financement semblent privilégier le financement hiérarchisé aux dépens de la théorie du ratio d'endettement optimal. En outre, les entreprises analysées privilégient le

financement interne au détriment du financement externe et, en cas de recours à un financement externe, l'endettement à l'augmentation de capital.

Paranque et Rivaud Danset (1998) : Ils ont appliqué une analyse en composantes principales sur un échantillon de 12000 entreprises industrielles françaises, toutes tailles confondues. Les résultats confirment l'existence de trois modes de financement distincts.

Patrice, Charlier & Gilles, Lambert (2013) : ils essaient d'expliquer les relations entre les modes de gouvernance et les performances des entreprises familiales françaises en fonction des conflits d'agence. En distinguant les entreprises sous contrôle familial à la direction familiale, il se dégage que les entreprises familiales présentent deux formes des conflits d'agence : le conflit actionnaire-dirigeant et le conflit entre actionnaires majoritaires et minoritaires.

Rajan et Zingales (1995) : ils ont comparé le comportement d'endettement des entreprises cotées du G7 (France, Allemagne, Italie, Royaume-Uni, Japon, Etats-Unis et Canada). En ce qui concerne la France, ils ont étudié les moyennes de quatre ans de 117 entreprises pour la période de 1987 à 1990. Ils ont trouvé que la rentabilité et l'opportunité de croissance affectent négativement l'endettement. En revanche, la taille et la garantie sont corrélées positivement. Leurs résultats sont conformes à la théorie du signal en ce qui 26 concerne la variable de la garantie et à la théorie de la hiérarchie des financements pour la variable de la rentabilité.

Rivaud Danset et Salais (1992) : L'étude réalisée par ces auteurs est l'une des premières approches empiriques des conventions de financement. La méthodologie suivie consiste à appliquer une Analyse en Composantes Principales) sur un ensemble de ratios de solvabilité et de liquidité. Les résultats obtenus, sur un échantillon d'entreprises françaises puis sur des données agrégées par secteur et par taille pour cinq pays différents, montrent que les entreprises se regroupent par solvabilité et par liquidité et non par taille ou/et par secteur d'activité.

Stephen (2009) : il a utilisé la régression multiple sur un échantillon de 123 firmes cotées à la Johannesburg Stock exchange (1995-2005) pour mener une étude dans le but de vérifier l'écart entre la théorie et la pratique de 123 firmes listées à la Johannesburg Stock exchange dans le but de comparer les deux théories rivales (l'arbitrage symétrique et financement hiérarchique).

Tableau 2 : Les apports théoriques et leurs principales conclusions

Période	Principaux apports et conclusions
1952	D. Durand : Théoricien néoclassique sur la structure de financement. A travers sa <i>théorie du bénéfice net</i> , il tente de prédire que toute entreprise qui prétend minimiser les coûts de ses ressources financières passe par la maximisation de son endettement. Le levier financier accroît la valeur de l'entreprise et le risque financier et la réduit.
1958	F. Modigliani & M. Miller : Partisans de l'approche néo-classique qui ont eu à mener une analyse sur l'incidence de la structure de financement sur la valeur de l'entreprise. Ils ont démontré, à travers <i>la thèse de neutralité</i> , que dans un monde parfait il n'existe aucune corrélation entre la valeur de l'entreprise et sa structure financière.
1963	F. Modigliani & M. Miller : Avec la levée des hypothèses d'absence de la fiscalité corporative et du risque de défaut, ils révèlent que la valeur d'une entreprise endettée est supérieure à celle de l'entreprise libre des dettes à la suite de l'économie d'impôt.
1967	N. Baxter : Il suppose que la levée des hypothèses concernant la fiscalité et les coûts de faillite conduit à la définition d'une structure financière optimale (<i>Target ratio</i>) consistant en un consensus à opérer entre l'avantage fiscal de l'endettement et les coûts induits par la faillite. Cette approche va annoncer la naissance du <i>modèle de « static trade off »</i> .
1977	M. Miller : Il a relevé l'influence de l'impôt des investisseurs sur la valeur de l'entreprise, en concluant que l'avantage de la dette mis en évidence par la déductibilité des charges financières est remis en cause par l'intégration de la fiscalité des apporteurs des capitaux.
1976	M. Jensen & W. Meckling : Ces auteurs considèrent l'entreprise comme un ensemble d'agents aux objectifs et intérêts divergents et dont le niveau d'information diffère (<i>la théorie d'agence</i>). De la relation de ces agents, naissent des conflits d'intérêts, appelés coûts d'agence. La structure de financement optimal est atteinte au minimum des coûts d'agence. Cette approche complète les conclusions de la théorie de « static trade off ».
1977	St. Ross, H. Leland & D. Pyle : Selon ces théoriciens, une entreprise rentable qui fait appel à la dette envoie un signal positif aux créanciers quant à sa bonne santé financière (<i>théorie du signal</i>). Cette théorie utilise la structure du financement comme un signal qui véhicule des informations privées de l'entreprise.
1977 et 1984	S. Myers & N. Majluf : Ces auteurs s'appuient sur la résolution de la problématique des asymétries informationnelles qui affectent la demande de financement externes en préconisant une préférence hiérarchisée dans la couverture des besoins financiers des entreprises. (<i>pecking order theory</i>). Cette hiérarchie postule l'existence d'un ordre agencé dans les préférences de financement allant de l'autofinancement à l'ouverture du capital en passant par l'endettement.
2002	M. Baker & J. Wurgler : Ces auteurs se réfèrent au climat du marché financier pour expliquer la structure de financement des entreprises (<i>la théorie Market Timing</i>). En effet, les modalités à choisir pour se financer dépendent des conditions du marché, les entreprises procèdent à des augmentations de capital si le climat boursier est favorable et rachètent les actions lorsque les cours sont en baisse. Cette théorie est difficilement adaptable aux entreprises non cotées.

Source : Elaboré à partir de la compilation des différentes approches théoriques sur les structures de financement de l'entreprise.

Partant de l'ensemble de ces réflexions théoriques, deux questions essentielles résument notre préoccupation majeure, à savoir :

- 1) Sur quels fondements les dirigeants des Sociétés Non Financières congolaises opèrent -t- ils leurs choix d'émettre plutôt telle ou telle autre catégorie de titres ?
- 2) Naturellement, les entreprises endettées devraient éprouver d'énormes difficultés à contracter de nouvelles dettes, paradoxalement elles y parviennent. Comment ces entreprises font-elles ?

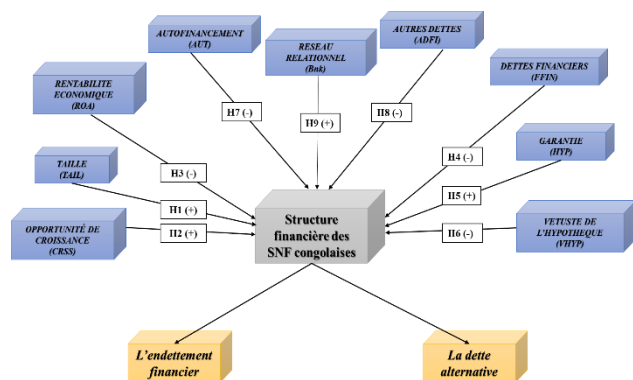


Schéma 1 : Cadre conceptuel

Source : Elaborée sur base de la revue de littérature

Partant de ce schéma, l'objectif de cette étude est de détecter les facteurs explicatifs les plus importants qui déterminent la structure de financement des SNF congolaises. En effet, l'examen de la littérature empirique concernant les déterminants de la structure de financement des firmes nous conduit à faire deux constats. Le premier est lié à l'ambiguïté et la contradiction des résultats empiriques antérieures et le second constat est que la majorité des études a porté sur les entreprises cotées. C'est dans ce sens que nous allons essayer de mettre en évidence empiriquement les facteurs explicatifs de la structure de financement de SNF congolaises constituées sous la forme de SARLU, SARL, SAS et repartie par taille.

2.Méthodologie

Pour permettre de satisfaire le principe de réfutabilité (falsifiable) des hypothèses formulées par Karl Popper(1963), cette recherche se veut d'emprunter une « boucle réursive » comportant l'abduction, la méthode empirico-inductive et la méthode hypothético-déductive. Ainsi, pour valider empiriquement les différentes tentatives des réponses aux préoccupations soulevées, nous utiliserons d'une part, la méthode statistique descriptive univariée dans le souci de présenter quelques caractéristiques statistiques d'un ensemble de variables et d'autre part, la méthode statistique descriptive

multivariée afin de faciliter la détermination des SNF qui se structureront en classes et d'identifier les groupes des celles qui afficheront le même comportement face à la décision de financement, en utilisant tour à tour la technique d'analyse en composantes principales (ACP) et la classification hiérarchique ascendante (CAH) (Cornillon et al., 2012; Husson, Lê, & Pagès, 2017).

Par la suite, le comportement global des entreprises en matière de financement et la description de la relation entre la variable endogène et les variables exogènes seront analysés et réalisés à partir de l'étude économétrique sur données de panel à l'aide de la méthode des moments généralisés (GMM) (Ashley & Sun, 2016; Cameron & Trivedi, 2009; Roodman, 2009; Windmeijer, 2005). Le modèle retenu dans l'étude est le suivant :

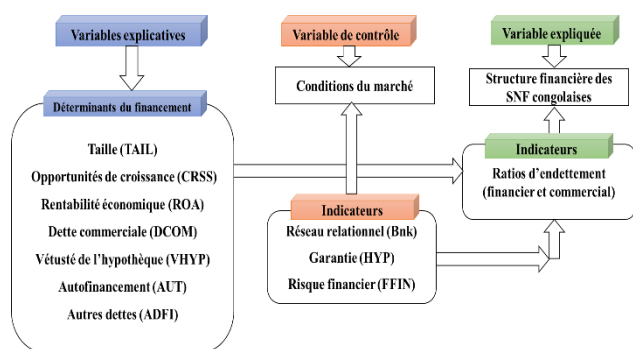


Schéma 2 : Modèle théorique explicatif 1

Source : Elaborée sur base de la revue de littérature

En analysant la structure de financement à l'issue des études antérieures, nous avons tiré les principaux enseignements tant théoriques qu'empiriques, qui relient la position financière des entreprises à leurs capacités à accéder à l'endettement. Les résultats issus de ces études ont demeuré peu satisfaisants et ce qui confirme la difficulté aux outils mobilisés à saisir l'effet des déterminants traditionnels de la structure financière sur les choix financiers des entreprises. Il s'avèrerait que les conclusions dépendaient de la pertinence de l'outil économétrique mobilisé et plus particulièrement des estimateurs considérés. Une nouvelle approche par la théorie des conventions contribue à mieux cerner les modalités de financement des sociétés. Il s'agit d'une solution alternative dont la grille de lecture consiste à comparer les choix financiers aux besoins de financement.

3. Résultats

Comme nous l'avons évoqué dans la méthodologie, notre objectif dans cet article était d'expliquer les facteurs qui impactent sur les taux d'endettement financier et commercial des sociétés non financières congolaises, sur un échantillon de 114 entreprises couvrant la période allant de 2012 à 2020. Les données analysées sont issues

de notre base de données conçue sur fichier Excel, qui récence les comptes annuels individuels des sociétés non financières congolaises résidant dans la province de l'ex-Katanga et elles sont doublement indicées. Il s'agit de données individuelles temporelles plus couramment appelées données de panel qui permettent de mesurer à partir du même corps de données des estimations en coupe transversale et en série chronologique.

Les modèles à estimer pour analyser l'impact de la taille, d'opportunités de croissance, de la rentabilité économique, des frais financiers, des hypothèques, de la vétusté des hypothèques, dettes commerciales, de l'autofinancement, de la relation avec les banques et du temps sur l'endettement des entreprises non financières (a) et sur les dettes commerciales (b) se présentent respectivement sous les formes suivantes :

$$DFIN_{it} = \alpha + \gamma DFIN_{it-1} + \delta DFIN_{it-2} + \beta_1 TAIL_{it} + \beta_2 CRSS_{it} + \beta_3 PROF_{it} + \beta_4 FFIN_{it} + \beta_5 DCOM_{it} + \beta_6 HYP_{it} + \beta_7 VHYP_{it} + \beta_8 ADFI_{it} + \beta_9 AUT_{it} + \beta_{10} bnk_{it} + \sum_{j=1}^7 \phi_j dumt_j + \mu_i + \varepsilon_{it} \quad (a)$$

$$DCOM_{it} = \alpha + \gamma DCOM_{it-1} + \delta DCOM_{it-2} + \beta_1 TAIL_{it} + \beta_2 CRSS_{it} + \beta_3 PROF_{it} + \beta_4 HYP_{it} + \beta_5 VHYP_{it} + \beta_6 ADFI_{it} + \beta_7 AUT_{it} + \beta_8 bnk_{it} + \sum_{j=1}^7 \phi_j dumt_j + \mu_i + \varepsilon_{it} \quad (b)$$

Où (i) désigne l'entreprise non financière étudiée et (t) fait référence à la période d'analyse. La variable dépendante du modèle est le ratio d'endettement.

L'influence du temps est prise en compte par l'introduction d'indicateurs temporelles annuelles (*dumt*) qui captent l'effet spécifique des années (2012-2020). L'effet de la relation de l'entreprise *i* avec les banques ou fournisseurs au temps *t* représentée par (*bnk_{it}*). L'effet individuel fixe relatif aux entreprises est représenté par le terme (μ_i). Enfin le terme d'erreur, qui est supposé indépendant et identiquement distribué (*i.i.d*), est représenté par le terme (ε_{it}).

Ceci dit, la fonction d'endettement a été étudiée en deux étapes, d'une part par l'estimation de l'endettement financier et d'autre part l'estimation de l'endettement commercial et cela sur base du même échantillon. Le fait que la dette commerciale a toujours occupé une place assez importante dans la structure de financement des entreprises, il était fondamental, dans le but d'enrichir raisonnablement notre étude, qu'elle fasse aussi l'objet d'une estimation propre à elle. Chaque modèle a été estimé en considérant trois environnements d'étude, à savoir : toutes les entreprises comprises (toutes les SNF prises ensemble), les moyennes entreprises (ME) et les grandes entreprises (GE).

Ainsi, l'estimation des paramètres associés aux variables susceptibles d'expliquer la fonction d'endettement financier et commercial a été opérée selon une spécification dynamique. L'analyse dynamique

permet, à l'aide de l'utilisation de la méthode des moments généralisés (GMM), de contrôler les effets spécifiques individuels et temporels, de pallier les biais d'endogénéité des variables et d'améliorer la précision des estimations contrairement aux méthodes traditionnelles.

Dans toutes les estimations en rapport avec l'endettement financier, la valeur du test de Sargan (*p-values*) est supérieure au seuil de 5%. Ceci indique que l'hypothèse nulle de non corrélation des variables instrumentales avec les termes d'erreur est vérifiée. Ce résultat est consolidé par l'acceptation de l'hypothèse nulle d'absence d'autocorrélation des erreurs d'ordre deux où les valeurs du test AR2 (*p-values AR2*), sont, également, supérieures au seuil de 5%, dans toutes nos régressions. Quant à nos estimations en rapport avec l'endettement commercial, les résultats paraissent similaires à ceux de l'endettement financier.

À propos des régressions faites, grâce à la méthode des moments généralisés (GMM), initialement sur l'ensemble des entreprises, ensuite selon les différentes tranches de taille de des entreprises et dont les principaux résultats qui y sont relatifs sont résumés dans les tableaux n° 38 et 39, nous remarquons que la plupart des variables ont affiché un comportement hétérogène, bien que les résultats de tous les tests statistiques aient convergé à une robustesse de notre modèle économétrique.

Les résultats de cette étude confirment que, nonobstant les ratios opportunités de croissance et dettes commerciales, les autres ratios retenus en l'occurrence la variable dépendante retardée, les frais financiers, les hypothèques, le réseau relationnel, la rentabilité, la vétusté de l'hypothèque, autres dettes ainsi que l'autofinancement sont susceptibles d'expliquer soit négativement, soit positivement la structure financière des SNF congolaises privées résidentes dans le Haut Katanga.

Bien qu'il soit établi que la taille devra jouer positivement sur l'endettement, mais cette influence positive sur le levier financier est controversant. Le contrôle rigoureux, exercé sur les grandes entreprises, renforce la préférence de leurs dirigeants pour l'autofinancement.

En garantissant sa croissance néanmoins par autofinancement, l'entreprise n'aura plus besoin de recourir ni aux créanciers, ni actionnaires. Ces derniers consentiront l'autofinancement tant qu'il leur pourvoit un accroissement des plus-values sur leurs actions.

Par ailleurs, les SNF congolaises qui sollicitent l'endettement demeurent indifférentes vis-à-vis de la charge de la dette. Quels que soient le niveau des taux proposés, ces sociétés sont toujours alléchées par l'endettement. Et dans ce cas, les créanciers exigent des hypothèques pour sécuriser la dette consentie.

En parlant de l'hypothèque, il y a lieu de souligner que l'état de vieillissement des biens proposés pour garantir le remboursement devra être pris en compte. Ainsi, plus

le taux de vétusté est élevé, moins l'entreprise a la chance de bénéficier du financement sollicité.

Au-delà de l'autofinancement et de l'endettement financier, les autres dettes constituent des substituts de l'endettement que les SNF se servent pour atténuer la pression du besoin en fonds de roulement et les contraintes de liquidité à défaut de l'endettement classique.

En définitive, les résultats cette étude viennent de mettre en évidence le rôle positif des garanties et du réseau relationnel sur l'endettement.

Par la suite, les régressions faites à partir de l'analyse économétrique, ont été complétés par l'analyse statistique à travers la théorie des conventions. La classification ascendante hiérarchique a confirmé l'existence de divers régimes de financement regrouper en quatre classes. La première classe regroupe les SNF adhérent au régime de découvert et présente le taux d'endettement à court terme le plus élevée. Cette classe rassemble également les entreprises qui réalisent une meilleure performance économique et disposant d'une faible dotation en fonds propres, ce qui les incite à augmenter leur financement par recours au concours bancaires courants et autres dettes à moins d'un an. La deuxième classe réunit les SNF qui n'adhèrent pas à un régime particulier. Les SNF de cette classe investissent plus dans les actifs tangibles que dans les actifs à court terme. Elles sont moins performantes économiquement, bien qu'elles font moins en moins recours aux dettes de courtes durées. La troisième classe réunit les entreprises qui investissent également dans les actifs immobilisés mais pas comme celles de la deuxième classe dont le taux d'investissement est inférieur à la moyenne générale. En plus cette classe regorge les SNF qui présentent des besoins de transaction, couplé au besoin en fonds de roulement plus importants que la moyenne générale des entreprises de l'échantillon. Et la dernière classe réunit les entreprises qui ont le taux d'endettement à plus d'un an le plus élevé et supérieur à la moyenne révélée sur l'ensemble de l'échantillon et une meilleure performance financière atteinte grâce au mécanisme de levier financier. Ces entreprises sont aussi celles qui investissent le plus dans les actifs acycliques, ce qui confirme le fait que les entreprises qui investissent le plus, sont celles qui recourent le plus aux modalités de financement externes. Le régime de financement dominant dans cette classe est celui d'endettement.

4. Discussion

Considérant les littératures documentées sur le sujet et en les comparants aux résultats auxquels cette étude a abouti, nous constatons une convergence. Nous pouvons illustrer :

Les études convergentes

Nos résultats rejoignent ceux des Balemba, Malaika et Mashali (2017), Kasinde (2006), Rahj (2016), Adair &

Adaskou (2014), Dufour et Molay (2010), Fama et French (1999), Musema (1997), Raj et Zingales (1995), Winton (1995) Berger et Udell (1995), Haubrich Riding et Thomas (1994), Haines (1989), Diamond (1984), Wynant et Hacht (1991) Harris et Raviv (1991), Sharpe (1990) qui établissent que dans les relations d'emprunt le comportement antérieur des entreprises influe sur la décision des créanciers. Ce comportement se traduit en termes de respect des termes contractuels pendant l'exécution du contrat. Une bonne gestion de la dette financière antérieure, non seulement permet d'apprécier la qualité de l'emprunteur ; elle permet aussi d'éviter aux investisseurs la manifestation délibérée de la substitution d'actifs, la sollicitation de renégociation des termes de contrat, la sollicitation des délais de grâce dans les apurements des échéances,

En garantissant sa croissance néanmoins par autofinancement, l'entreprise n'aura plus besoin de recourir ni aux nouveaux actionnaires, ni aux créanciers, ni non plus à ses anciens actionnaires. Ces derniers consentiront l'autofinancement tant qu'il leur pourvoit un accroissement des plus-values sur leurs actions. Le recours à l'endettement, moins encore à l'ouverture du capital ne pourrait être envisager qu'en cas d'insuffisance de l'autofinancement.

Au-delà de l'autofinancement les autres dettes constituent des substituts de l'endettement que les SNF se servent pour atténuer la pression du besoin en fonds de roulement et les contraintes de liquidité à défaut de l'endettement classique.

En mettant en exergue le rôle positif des garanties et du réseau relationnel sur l'endettement, ces auteurs sont unanimes sur le fait que les décisions financières, d'adéquation « fonds propres-fonds de tiers » dans la structure de financement des SNF ne sont prises par leurs dirigeants que dans le souci de la bonne gouvernance financière ainsi que de celui de l'amélioration de valeur intrinsèque des titres sociaux.

Les études divergentes

Les résultats de cette étude s'opposent à ceux de Soumaya Hergli, Frédéric Teulon (2013), Kartobi (2013), Trabelsi (2006), Huang & Song (2006), Hovakimian et al. (2004), Gaud & Elion (2002), Abimbola (2002) Booth et al, (2001), Bédué (1997), Titman & Wessel (1988), Rajan & Zingales (1995) ; sur l'impact que devrait jouer les indicateurs taille, croissance, frais financiers et dettes commerciales sur l'endettement des SNF congolaises résidentes dans l'ex-province du Katanga, en RDC. Contrairement en nos conclusions, ces auteurs attestent que, la taille joue un rôle déterminant dans l'arbitrage « fonds propres - fonds de tiers ». Ils soulignent que les grandes entreprises sont moins exposées au risque de défaut que leurs semblables de petites et moyennes tailles du fait qu'elles diversifient leurs investissements et pour cela, il est logique que la variable taille puisse impacter positivement sur l'endettement. Et notre

position, contraire à cette allégation, montrent que l'influence positive de la taille sur le levier financier, est controversant. D'une part, les grandes entreprises accèdent facilement à l'endettement et d'autre part, la grande taille est synonyme d'information disponible, fiable et exploitable. C'est pourquoi, les créanciers adoptent les attitudes très dures vis-à-vis des entreprises relativement grandes. La taille de l'entreprise est utilisée, aux yeux des investisseurs externes, comme indicateur d'information sur la situation de l'entreprise, c'est ce qui amène les entreprises désirant augmenter leur indépendance financière à faire usage des fonds propres plutôt que des fonds de tiers. Et par suite, le contrôle rigoureux, exercé par les bailleurs des fonds sur les grandes entreprises congolaises dans le souci de diminuer les coûts d'agence couplés à la problématique d'asymétrie d'information et de substitution d'actifs, renforce la préférence de leurs dirigeants pour les fonds propres plutôt que pour l'endettement.

Par la suite, ces auteurs confirment que la phase de croissance pour les entreprises se caractérise le plus souvent par des besoins de financement énormes, l'autofinancement étant par nature limité, les entreprises dans cette phase se verront obliger de s'endetter pour couvrir leurs besoins de liquidités et profiter des opportunités de croissance qui s'accompagnent par des espérances de rentabilité élevées avec la réalisation des projets à forte capacité à générer des bénéfices. Par contre, nous estimons que les entreprises à forte croissance sont considérées comme très risquées et par conséquent, leurs dirigeants ont difficile à convaincre leurs créanciers, c'est pourquoi ils optent pour le financement interne et l'endettement sera utilisé comme source complémentaire en lieu et place d'une ouverture du capital.

5.Conclusion

Cette recherche, a porté essentiellement, sur l'identification et la validation théorique et empirique des décisions de financement qui ont impacté sur les structures de financement des Sociétés Non Financières (SNF) congolaises observées. Elle a, en outre, tenté de mettre en évidence une diversité de comportement financier à l'égard de la structure de financement, entre les classes de taille des SNF.

Les résultats de l'étude montrent les comportements des SNF congolaises dans un contexte particulier d'absence des marchés des valeurs mobilières. Il nous a été révélé qu'hormis ce contexte particulier d'absence de marchés de valeurs mobilières, les difficultés d'accès aux crédits classiques redirigent souvent les SNF congolaises vers le financement informel avec empreinte des réseaux relationnels.

Cette dissertation constitue un enrichissement des débats sur les théories financières au travers des déterminants qui expliquent le mieux les choix opérés par ces types d'entreprises, en jonglant tout à la fois des

théories explicatives de la rentabilité financière due soit au recours à l'endettement (effet de levier financier) ; soit aux coûts associés à chaque source de financement (valeur du capital) ; soit par la mise en évidence de la fiscalité corporative et du risque ; soit encore par le Static Trade off Theory, par la Théorie d'Agence et, enfin, par le Pecking Order Off Theory.

Enfin, les résultats de cette étude a permis en plus de remettre en cause la convention de financement selon laquelle, les emplois doivent être financés par les ressources de même échéance. C'est une rupture avec l'orthodoxie financière figée mettant en exergue les pratiques des SNF congolaises consistant à financer leurs emplois à long terme par des lignes de crédits, ressources à court terme. C'est une ouverture que la présente étude offre aux futures de recherche, qui voudraient s'investir dans l'enrichissement du panel des études empiriques, de cogiter sur la problématique de pré-affectation des ressources de financement.

Limites de l'étude

Quoi que cette étude ait abouti à des résultats robustes, elle requiert certaines limites. La recherche n'a porté que sur les SNF moyennes et grandes, formellement enregistrées à la Direction Générale des Impôts de la RDC et présentant des informations financières en schéma complet. Ce qui limite la portée des résultats et leur généralisation à l'ensemble des entreprises, y compris les entreprises de petite taille. Toutefois, il serait intéressant à l'avenir de considérer des modèles qui prendront en compte d'autres ratios, telles que la structure de propriété du capital, l'âge de l'entreprise, le système juridique, la probabilité de faillite, le secteur d'activité, etc.

Les modèles théoriques choisis se rapportent à la Static Trade off theory et à la Pecking Order off theory. Nous admettons que le choix de ce cadre théorique demeure discutable au regard de la question à savoir dans quelle mesure la littérature mobilisée est-elle suffisante pour appréhender notre objet de recherche. Il faut, toute fois, admettre que les tests de vérification des hypothèses ont abouti à des résultats, en majorité concluants, tendant à confirmer la présomption de notre choix théorique. Pas de divergences sensibles ni d'inversions criantes des liens de causalité. Il faut pareillement noter que le fait d'incorporer les variables autofinancement et profitabilité dans un même modèle explicatif peut paraître redondant, mais cela peut s'interpréter par une logique de commutation en termes des fonds internes, entre ces variables et l'endettement et chacune d'entre elles explique de sa manière la dette financière. Les résultats de notre travail témoignent d'une relation négative et significative entre endettement et profitabilité et entre endettement et autofinancement, c'est qui n'est pas le cas avec d'autres études antérieures. Il en est de même des variables hypothèques et vétusté de l'hypothèque. Bien qu'elles semblent tautologiques,

mais ces variables expliquent l'endettement de manière complémentaire, la preuve en est que l'estimation du modèle explicatif a permis de confirmer la relation négative existant entre endettement financier et vétusté de l'hypothèque d'une part et une relation positive entre l'endettement financier et les hypothèques d'autre part. Une notre limite est liée à la non intégration de la variable impôt dans notre modèle étant donné que la structure de financement d'une entreprise a une importance vis-à-vis de la fiscalité, surtout dans les pays où les intérêts sur dettes sont déductibles du résultat fiscal.

Toutefois l'avantage de la dette au sens de la théorie de compromis, se traduit en termes des économies d'impôt issues de la déductibilité fiscale des charges de la dette. Et il y a lieu à ce sujet, de distinguer deux sortes d'impôts à savoir, l'impôt sur le bénéfice (IBP) et l'impôt sur le revenu mobilier (IM). L'un est supporté par la SNF et l'autre par le fournisseur des fonds. Nous ne trouvons pas comment l'impôt interagit avec l'endettement. Et dans toute la revue de littérature empirique recensée, nulle part l'impôt est retenu comme variable explicative de l'endettement. Néanmoins, la variable impôt a été utilisé dans les études de Mazen kebwar (2019), non pas pour expliquer l'endettement, mais plutôt pour expliquer la performance à travers le ratio de profitabilité. La variable impôt a, également, été utilisé dans les études de Hafid Belghiti(2020), malheureusement la mesure utilisée pour exprimer ce ratio prête à confusion, car elle se confond avec la mesure du ratio d'amortissement

Prolongements et avenues de recherche futures

Nous constatons par ailleurs que les résultats empiriques obtenus dans le cadre de cet article peuvent être enrichis, en élargissant la taille de notre échantillon par l'intégration de SNF de petites tailles. Ceci est la plus grande difficulté à laquelle nous avons été confronté par le fait que les petites entreprises, bien que déclarant les impôts et taxes, la plupart d'entre elles ne tiennent pas de comptabilité. A plus forte raison, le fisc n'est pas exigeant, sur le dépôt des bilans, lors de déclaration de l'impôt sur le bénéfice et profit.

Toutefois, il serait intéressant à l'avenir de considérer des modèles qui prendront en compte d'autres variables qualitatives, notamment, la structure de propriété managériale, l'âge de l'entreprise, le système juridique, la probabilité de faillite, latitude discrétionnaire du dirigeant etc.

Références bibliographiques

Ouvrages :

1. Ach Y.A., Daniel C., *Finance d'entreprise*, Hachette, Paris, 2004.
2. Aftalion, Dubois, Malkin, *Théorie financière de l'entreprise*, PUF, Paris, 1974.
3. Albouy, M., *Décisions financières et création de valeur*, Economica, Paris, 2000.
4. Alfonsi G & Grandjean P., *Pratique de gestion et*

- d'analyse financière**, Organisation, Paris, 1979,
5. Amblard M., **Comptabilité et Conventions**. L'Harmattan. Paris, 2002.
 6. Anderson D., Sweeney D., Willaims T., Camm J., Cochran J., **Statistiques Pour L'économie Et La Gestion**, Ed. De Boeck, Louvain-La-Neuve, 2015.
 7. Barthelemy, B. Et Courreges, P., **Gestion Des Risques : Méthode D'Optimisation Globale**, Paris, 2ème Édition D'organisation, 2018
 8. Beranek W., **La gestion du fonds de roulement**, Paris, Dunod, 1972.
 9. Berk J., Demarzo P., Capelle G., Couderc N., **Finance d'entreprise**, Pearson, 2014
 10. Bernard Y Et Claude J. Dictionnaire économique et financier. Éd du Seuil. Paris, 1975
 11. BODIE Z., MERTON R., THIBIERGE C., **Finance**, Pearson Education, Paris, 2007.
 12. BRIGITTE E. & JEROME P., **Analyses factorielles simples et multiples objectifs**, méthodes et interprétation 4e édition, 2009
 13. BRUNO C., NICOLAS J., **Econométrie : méthode et applications**, Ouvertures Economiques, Ed. De Boeck Université, Louvain-la-Neuve, 2010
 14. CABY J., HIRIGOYEN G., **La création de valeur de l'entreprise**, 2eme édition, Economica, Paris, 2001.
 15. CABY, J. ET HIRIGOYEN, G., **Création de valeur et gouvernance d'entreprise**, Paris, Economica, 2018
 16. Cerrada K., De Ronge Y., De Wolf M., Gatz M., **Comptabilité et analyse des états financiers, Principes et applications**, De Boeck Louvain-la-Neuve, 2007.
 17. Charpentier P., **Management et gestion des organisations**, éditions Armand colin. Chatelin, 2019
 18. Charreaux G., **La théorie positive de l'agence : une synthèse dans de nouvelles théories pour gérer l'entreprise**, Paris, Economica, 1987.
 19. Charreeaux G., **Gestion financière**, Litec, 2000.
 20. Chey M., **Comptabilité des sociétés et des opérations financières**, Edition : Unilu-print, Lubumbashi, 2021
 21. Cobbaut R., **Théorie financière**, Economica, 2004.
 22. Cohen E., **Analyse financière**, Economica, Paris, 2004.
 23. Cohen E., Dictionnaire de gestion, la découverte, Paris, 2001.
 24. Corhay A., Mbangala M., **Fondement De Gestion Financière** 3^e Ed., Editions De l'Université De Liège, Liège 2008.
 25. Cornillon, P.-A., Guyader, A., Husson, F., Jégou, N., Josse, J., Kloareg, M., **r for statistics** (taylor & francis group, llc ed.). boca raton, fl 33487-2742: taylor & francis group, llc 2012.
 26. Davydoff D., **Les Indices Boursiers**, Economica, Paris, 1998.
 27. Dayan A., Manuel **De Gestion**, Ellipse 2004.
 28. Depallens G. **Gestion financière des entreprises**, Sirey, Paris, 1974.
 29. Depallens G., **Gestion financière de l'Entreprise**, Sirey 3ème édition 1967.
 30. Devolder P., **le Financement des régimes de Retraite**, Pari, Economica, 2005.
 - 2002, pp. 1-29. .
 2. Adair P., Adaskou M., **Théorie du compromis versus Théorie du financement hiérarchique : une analyse sur un panel de PME non cotées**. CIFEPME, Agadir, octobre 2014
 3. Adam M.C., Farber A Et Michel P. **Théorie financière et PME**, Nouvelles de la Sciences et des Technologies, Vol.7, n°3, pp.59-64, 1989
 4. Adams D. W., Fichett D. A., **Finance informelle dans les pays en développement**, Lyon, Presse universitaire de Lyon, 1994.
 5. Adeyemi, S., Oboh, C., **Perceived Relationship between Corporate Capital Structure and Firm Value in Nigeria**, International Journal of Business and Social Science 2 (19), 2011, pp. 131-143.
 6. Agca, S., Mozumdar, A., **Firm size, debt capacity and the pecking order theory of financing choices**, FMA Annual Meeting, New Orleans, 2004, pp. 1-56.
 7. Akhtar, S., **The Determinants of Capital Structure for Australian Multinational and Domestic Corporations**, Australian Journal of Management 30 (2), 2005 pp. 321-341.
 8. Allen, D E., Mizuno, H., **The determinants of corporate capital structure: Japanese evidence**, *Applied Economics* 19, 1989, pp. 711-728.
 9. Arrelano, M. Et S. Bond, **Some tests of specification for panel data : Monte Carlo evidence and an application to employment equations** , Review of Economic Studies, vol. 58, no 2, 1991, p. 277-297.
 10. Barka H. Et Marco L., **Le conseil d'administration : Évolution des rôles dans les mutations du capitalisme**, La Revue des Sciences de Gestion, Direction et Gestion, n° 283, 2017
 11. Ben N. Et Labaronne D., **Activisme actionnaire des hedge funds : une étude exploratoire au sein des entreprises françaises**, Volume 42, n°254, Revue Française de Gestion, 2020
 12. Berben F. Et Brossen B., **the impact of firms debt on private consumption in OECD countries**, economics letters", vol, 94, 2017
 13. Berger A. et Bonaccorsi E., **Impact of financial liquidity and solvency on cost efficiency: evidence from US banking system**, in Journal of banking and financial, Working paper, 2020
 14. BERGER A. ET BONACCORSI E., **Structure du capital et performance des entreprises : une nouvelle approche pour tester la théorie de l'agence et une application au secteur bancaire**, Journal of Banking & Finance, working paper, 2020
 15. Berger, A.N., & Udell, G.F., **Relationship lending and lines of credit in small firm finance**, Journal of Business, 68(3), 1995
 16. 1Berger, A.N., & Udell, G.F., **Relationship lending and lines of credit in small firm finance**. «Journal of Business, 68(3), pp, 351-381, 1995
 17. Berthelot J-M, **Epistémologie Des Sciences Sociales. Que Sais- Je ?**, Puf. Paris, 2001.
 18. Blanchard P., **Variables instrumentales et moments généralisés avec SAS-IML**, E.R.U.D.I.T.E., (2000)
 19. Blundell, R., and S. BOND,... Initial conditions and moment restrictions in dynamic panel data models. Journal of Econometrics 87: 115-143
 20. Bonn I., Yoshikawa T. Et Phan P., **Effects of Board Structure on Firm Performance: A Comparison between Japan and Australia**, Asian Business Management, 3, 2019

Articles

1. Abimbola A., **Cross-sectional test of pecking order hypothesis against static trade-off theory on UK data**, University of Birmingham - Birmingham Business School,

21. Booth L., Aivazian V., Demircug-Kunt A. & Maksimovic V., **Capital structure in developing countries**, Journal of Finance, 56, 2001, p. 87-130.
22. Boubakri H. Et Al,, **Post-privatization state ownership and bank risk-taking: Crosscountry evidence** », in Journal of Corporation finance, Vol. 64, 2020
23. Brealey, R.A. Et Myers S.C., *Principles of Corporate Finance*, 4e edition, New York, McGraw-Hill Book Y ET Myers (1991, p. 922)
24. Brown S. Et Caylor M: **Asset sales by financially distressed firms**, Journal of Corporate Finance, 1, p 233-257, 2020
25. Cappelletti L. et Khouatra D., **La mesure de la création de la valeur organisationnelle : Le cas d'une entreprise du secteur de la gestion de patrimoine**, Technologie et management de l'information : enjeux et impacts de la comptabilité, le contrôle et l'audit, 2020.
26. Carpentier, C. Et J.M. Suret, **Stratégies de financement des entreprises françaises : une analyse empirique**, Finance, vol. 21, no 1, 2000, p. 9-34.
27. Charreaux G. Et Desbrieres, P., **Financement et gouvernance des entreprises innovantes : enjeux et perspectives à l'heure de la révolution numérique**, Revue de l'Entrepreneuriat, vol. 19, no. 1, pp. 7-14, 2018
28. Charreaux G., **Le renouveau des parties prenantes en situation de crise**, Question(s) de management, vol. 29, no. 3, 2020
29. Charreaux G., **Les investisseurs institutionnels influencent-ils les stratégies**, Revue française de gestion, vol. 197, no. 7, 200, 2018.
30. Charreaux G., **Structure de propriété, relation d'agence et performance financière**, Revue économique, Vol 42, n° 3, Presses de la Fondation Nationale des Sciences Politiques, mai 1991.