



THÈSE

Pour l'obtention du titre de

DOCTEUR EN SCIENCES DE GESTION

**Explication du recours à l'endettement financier :
Cas des PME marocaines**

Soutenue publiquement le 28 Juin 2016 par

Imane RAHJ

Jury

- Président** : **M. Rachid M'RABET**
Professeur d'Enseignement Supérieur
Groupe ISCAE
- Directeur de recherche** : **M. Mohamed Abou El Jaouad**
Professeur d'Enseignement Supérieur
Université Hassan II - Casablanca
- Rapporteurs** : **M. Rachid BELKAHIA**
Professeur d'Enseignement Supérieur
Université Hassan II – Casablanca
- : **M. Abdenbi LOUITRI**
Professeur d'Enseignement Supérieur
Université Cadi Ayyad - Marrakech.
- Suffragant** : **M. Fawzi BRITEL**
Professeur d'Enseignement Supérieur
Groupe ISCAE.

« L'Institut n'entend donner aucune approbation ni improbation aux opinions émises dans cette thèse ; ces opinions doivent être considérées comme propres à leur auteur »

REMERCIEMENTS :

J'exprime toute ma reconnaissance à mon directeur de thèse, le Professeur Mohamed ABOU EL JAOUAD qui a m'a témoigné depuis le commencement de ce travail de recherche de son soutien infaillible. Je le remercie pour son appui et son encadrement très rapproché. Outre ses compétences scientifiques, il n'a pas ménagé son temps pour me prodiguer conseils et assistance.

Son optimisme ainsi que son engagement personnel m'ont beaucoup touchée et m'ont permis d'évoluer dans un environnement stable et serein du début jusqu'à la fin.

Je remercie les éminents Professeurs : RACHID BELKAHIA, ABDENBI LOUITRI et FAWZI BRITEL d'avoir accepté la tâche combien lourde de rapporteurs et suffragant. Qu'ils soient assurés de toute ma reconnaissance.

Je tiens à exprimer ma gratitude envers le Professeur RACHID M'RABET, directeur de l'école doctorale, pour le travail accompli à la tête de cette structure et l'appui qu'il n'a cessé d'apporter aux doctorants.

Je le remercie également d'avoir eu l'amabilité et la grande gentillesse de lire l'avant projet de thèse et de m'avoir communiqué ses remarques et observations fort bien utiles.

Un grand merci au corps professoral dont la compétence et la disponibilité font honneur à l'institution ISCAE.

Un grand merci à cette même institution ISCAE qui m'a formée, contribué à forger ma personnalité et m'a surtout permis de réussir mon parcours académique et scientifique.



Un grand merci à mes parents qui m'ont
toujours témoigné de leur amour inconditionnel
et de leur soutien sans faille

A ma sœur Lamia et mon frère Soufiane
que j'aime beaucoup

Merci à vous tous pour votre constant
amour et support

Résumé : La PME marocaine constitue le centre névralgique de notre économie. Malheureusement, sa contribution reste relativement faible. Nous avons choisi de nous intéresser à un aspect particulier de ces Entreprises, qui est celui de leur financement, et ce à travers l'explication du comportement des PME marocaines envers la dette financière. Nous avons répondu à ce point qui a constitué l'objectif central de cette recherche en mobilisant deux théories : la théorie du financement hiérarchique suppléée par la théorie de l'agence, dans le cadre d'un raisonnement hypothético-déductif basé sur un ancrage épistémologique positiviste.

Le repérage méthodologique choisi se présente comme suit : une étude quantitative ayant pour objectif d'identifier la pertinence des variables sélectionnées. Nous avons alors testé la validité des hypothèses en mobilisant et en analysant les données comptables et financières des PME. Ainsi, nos hypothèses ont été testées empiriquement par le moyen d'un modèle économétrique, afin de vérifier la capacité de la littérature à expliquer la dette financière chez les PME.

En effet, après une revue de la littérature, il nous est apparu qu'il serait convenable non pas de tester un modèle théorique précis mais plutôt de présenter une succession d'hypothèses relatives aux deux théories explicatives choisies, que nous avons arrêtées au nombre de sept, et ce afin d'en vérifier le champ d'applicabilité, en termes d'explication de l'endettement financier.

Mots Clés : PME, dette financière, asymétrie de l'information, financement hiérarchique, Coûts d'agence...

Abstract: Moroccan Small and medium sized Enterprises are known to constitute the biggest chunk of our economy. Unfortunately, their contribution remains relatively low. We have chosen to focus on one particular aspect to these businesses, which is that of funding, and we're aiming to do so through exploring and then explaining the attitude of Moroccan SMEs towards financial debt.

We intend to respond to this point which is our central research objective by mobilizing two theories: the Pecking Order Theory supplemented by the Agency Costs theory, as part of a hypothetical deductive reasoning based on a positivist epistemological positioning. Our methodology will be as follows: a quantitative study aiming to identify the relevance of the indicators/variables selected. We will then assess the validity of the assumptions we've made by mobilizing and analyzing and SME's financial data. Thus, our propositions will be tested empirically in the form of an econometric model aiming to test the ability of literature to explicate financial debt in SMEs.

After review of the existing empirical literature, it appeared to us that it would be more relevant not to test a theoretical model or a specific conceptual framework, but rather to present a series of assumptions based on the chosen explicative theories. These assumptions are up to seven, and will give more insight as to how we can approach and ultimately explain financial debt in SMEs.

Keywords : SMEs, financial debt, Information asymmetry, Pecking Order Theory, Agency costs

Sommaire

Introduction générale

Cadre général de la thèse	P : 8
Cadre conceptuel	P : 15
Problématique	P : 18
Intérêt du sujet	P : 21
Méthodologie de l'étude	P : 23
Structure de la thèse	P : 26

Première partie : Endettement financier et PME, Etat de l'art

	P : 29
Introduction de la 1^{ère} partie	P : 30
Chapitre I- Cadre et champs de l'étude	P : 32
Section 1 : Cadre épistémologique adopté	P : 33
Section 2 : La PME comme objet de recherche	P : 40
Chapitre II- Théories classiques et néo-classiques du financement de la firme	P : 50
Section 1 : Le cadre global de l'approche traditionnelle	P : 53
Section 2 : Apports de Modigliani & Miller	P : 60
Chapitre III- Théorie moderne de la firme	P : 70
Section 1 : Théorie de l'arbitrage	P : 71
Section 2 : Impact des asymétries d'information sur la dette financière	P : 78
Conclusion de la 1^{ère} partie	P : 120

Deuxième partie : Aperçu analytique de l'Environnement marocain, Quels pourraient-êtré les facteurs explicatifs de l'endettement ?

Introduction de la 2^{ème} partie	P : 123
Chapitre I- Accorder un Crédit...A qui ? Quand ? Dans quelles conditions ?	P : 125
Section 1 : Outils de mesure du risque	P : 127
Section 2 : Evaluation de la rentabilité	P : 135
Chapitre II- Financement des besoins de trésorerie, point de vue de la PME	P : 143
Section 1 : Choix d'un mode de financement : Types de financement à disposition du dirigeant d'Entreprise, Avantages et Inconvénients.	P : 143
Section 2 : Profil et risques présentés par la PME	P : 154

Chapitre III- Environnement financier, point de vue du dispositif bancaire	P : 168
Section 1 : Fragilité du système bancaire, en théorie :	P : 168
Section 2 : Risques de l'activité bancaire et Ratios prudentiels	P : 173
Conclusion de la 2^{ème} partie	P : 182
Troisième partie : Etude Empirique sur le cas des PME marocaines	P : 184
Introduction de la 3^{ème} partie	P : 185
Chapitre I- Cadre théorique mobilisé	P : 186
Section 1 : Justification du cadre théorique choisi	P : 187
Section 2 : Hypothèses de recherches	P : 195
Chapitre II- Présentation de la méthodologie de l'étude	P : 220
Section 1 : Méthodologie de l'étude	P : 221
Section 2 : Présentation des variables explicatives	P : 239
Chapitre III- Présentation du modèle empirique	P : 252
Section 1 : Présentation des Résultats (statistiques descriptives)	P : 252
Section 2 : Présentation et estimation du modèle empirique	P : 269
Conclusion de la 3^{ème} partie	P : 308
Conclusion générale	P : 314

Liste des tableaux :

Tableau n°1 : Objectifs de recherche et éléments de réponse dans la thèse	P : 19
Tableau n°2 : Synthèse des principales postures épistémologiques	P : 34
Tableau n°3 : Justification de l'ancrage épistémologique	P : 36
Tableau n°4 : Positivisme et raisonnement hypothético-déductif	P : 39
Tableau n°5 : Classifications historiques des PME	P : 46
Tableau n°6 : Présentation synthétiques des principales théories financières	P : 52
Tableau n°7 : Principaux travaux de l'école néoclassique	P : 60
Tableau n°8 : Principaux travaux relevant de la théorie de l'arbitrage	P : 71
Tableau n°9 : Catégories de coûts selon la théorie de l'arbitrage	P : 75
Tableau n°10 : Principaux travaux relevant du rationnement du Crédit	P : 79
Tableau n°11 : Récapitulatif des études sur le lien relation de clientèle/rationnement du crédit	P : 84
Tableau n° 12 : Principaux travaux relevant du financement hiérarchique	P : 88
Tableau n°13 : Principales conclusions tirées des travaux effectués sur la POT	P : 97
Tableau n°14 : Principaux travaux relevant de la théorie du signal	P : 100
Tableau n°15 : Principaux travaux relevant de la théorie de l'Agence	P : 106
Tableau n°16 : Avantages et inconvénients des Augmentations par Fonds Propres	P : 152
Tableau n°17 : Avantages et inconvénients d'un recours à la dette	P : 153
Tableau n°18 : « Caractéristiques de la spécificité de la PME »	P : 165
Tableau n°19 : Conditions d'accès au marché obligataire	P : 167
Tableau n°20 : Répartition des risques bancaires en termes de Fonds Propres	P : 178
Tableau n°21 : Questionnements préliminaires	P : 187
Tableau n°22 : Récapitulatif des associations entre facteurs exogènes et endogènes par modèle théorique et résultats empiriques	P : 196
Tableau n°23 : Hypothèses de recherche selon le courant de référence	P : 212
Tableau n°24 : Quotas appliqués à l'échantillon	P : 233
Tableau n°25 : Répartition de l'échantillon par activité, actionnariat et par taille	P : 237
Tableau n°26 : Variables explicatives de l'endettement, revue de la littérature	P : 239
Tableau n°27 : Impact attendu des variables explicatives selon le modèle théorique de référence	P : 242
Tableau n°28 : Synthèse de quelques études françaises sur les facteurs impactant l'endettement	P : 243
Tableau n°29 : Variables, codage et mesures	P : 246
Tableau n°30 : Statistiques descriptives (2009-2013)	P : 252
Tableau n°31 : Mesure, moyenne, médiane et écart type des variables	P : 272
Tableau n°32 : Test de Breusch-Pagan	P : 273
Tableau n°33 : Résultats de la régression, 1ère estimation	P : 274
Tableau n°34 : Relations empiriques obtenues à partir de la 1ère estimation	P : 276
Tableau n°35 : Matrice des corrélations, estimation du modèle optimal	P : 281
Tableau n°36 : Test de Klein, coefficients de corrélation partiels	P : 282
Tableau n°37 : Résultats régression, modèle à cinq variables (MCO)	P : 283
Tableau n°38 : Matrice de corrélation du modèle à 5 variables	P : 284

Tableau n°39 : Test de Klein, coefficients de corrélation partiels	P : 286
Tableau n°40 : Test de Breusch-Godfrey, modèle à 5 variables	P : 287
Tableau n°41 : La statistique de Fischer, test de spécification	P : 289
Tableau n°42 : Test de Hausman	P : 290
Tableau n°43 : Test de Breusch-Pagan, PME prestataires de services	P : 291
Tableau n°44 : Test « modified Wald », PME prestataires de services	P : 292
Tableau n°45 : Test de Wooldridge, PME prestataires de services	P : 292
Tableau n°46 : Résultats régression PME prestataires de services	P : 293
Tableau n°47 : Test de Breusch-Pagan, PME commerciales	P : 294
Tableau n°48 : test de Wooldridge, PME commerciales	P : 294
Tableau n°49 : Résultats régression PME commerciales	P : 295
Tableau n°50 : Test de Breusch-Pagan, PME industrielles	P : 296
Tableau n°51 : Test de Wooldridge PME industrielles	P : 296
Tableau n°52 : Résultats régression PME industrielles	P : 297
Tableau n°53 : Hypothèses et Résultats par secteurs d'activité	P : 298
Tableau n°54 : Moyennes et Ecart types des paramètres financiers entre 2009 et 2013	P : 353
Tableau n°55 : Statistiques descriptives (Sorties d'E-Views)	P : 354
Tableau n°56 : Stationnarité des variables du modèle (Sorties d'E-Views)	P : 355
Tableau n°57 : Estimation du modèle à 7 variables explicatives (Sorties d'E-Views)	P : 357
Tableau n°58 : Estimation du modèle à 5 variables explicatives (Sorties d'E-Views)	P : 358
Tableau n°59 : Test de Hausman, détail des 3 secteurs	P : 359
Tableau n°60 : Estimation, secteur du Commerce (Random effect/Effets aléatoires) 7 variables explicatives	P : 360
Tableau n°61 : Estimation, secteur de l'Industrie (Random effect/Effets aléatoires), 7 variables explicatives	P : 361
Tableau n°62 : Estimation secteur des Services (Fixed effect/Effets fixes-Within), 7 variables explicatives	P : 362

Liste des Figures :

Figure n°1	: Design de la Recherche	P : 25
Figure n°2	: Interaction entre taux d'intérêt, taux de rentabilité exigé par les actionnaires et CMPC avec le niveau d'endettement	P : 54
Figure n°3	: Valeur de la firme et évolution du ratio Dettes/KP	P : 55
Figure n°4	: Point d'indifférence	P : 58
Figure n°5	: Coûts d'agence et valeur de la firme	P : 108
Figure n°6	: Structure de l'actif des PME par secteur	P : 163
Figure n°7	: Moyenne des Stocks par rapport à l'actif circulant	P : 164
Figure n°8	: Flux nets des crédits bancaires accordés aux sociétés non financières	P : 180
Figure n°9	: Evolution du Crédit annuel par terme	P : 181
Figure n°10	: PME de l'échantillon selon la structure du capital	P : 254
Figure n°11	: PME de l'échantillon selon la forme juridique	P : 254
Figure n°12	: PME de l'échantillon par secteur d'activité	P : 254
Figure n°13	: PME de l'échantillon par niveau d'activité	P : 255
Figure n°14	: Taux de capitalisation	P : 255
Figure n°15	: Evolution des différents postes des capitaux propres	P : 256
Figure n°16	: Autofinancement (FP/Total Passif et FP/Financement permanent)	P : 257
Figure n°17	: Dettes financières à long terme	P : 258
Figure n°18	: Levier financier	P : 259
Figure n°19	: Charges financières	P : 259
Figure n°20	: Poids des dettes commerciales	P : 260
Figure n°21	: Poids des dettes LT, CT et Frns dans l'endettement global	P : 261
Figure n°22	: Poids des dettes LT, CT, Frns et global sur total Passif	P : 262
Figure n°23	: Résultat Net	P : 263
Figure n°24	: Capacité d'autofinancement	P : 263
Figure n°25	: Chiffre d'Affaires, BFR, total Actif et Actif économique	P : 264
Figure n°26	: BFR en % du CA	P : 265
Figure n°27	: Actif immobilisé	P : 265
Figure n°28	: Immobilisations Corporelles	P : 266

Liste des abréviations utilisées :

ACP	: Analyse en Composantes Principales	P : 313
ADF	: Asymptotic Distribution Free	P : 228
ANPME	: Agence Nationale pour la Promotion de la Petite et Moyenne Entreprise	P : 47
BAII	: Bénéfices avant Intérêts et Impôts	P : 57
BAM	: Bank Al Maghrib	P : 176
BFR	: Besoin en Fond de Roulement	P : 66
BPA	: Bénéfice Par Action	P : 57
BTP	: Bâtiments et Travaux Publics	P : 165
CAHT	: Chiffre d’Affaire Hors Taxe	P : 136
CAF	: Capacité d’Autofinancement	P : 131
CGEM	: Confédération générale des Entreprises du Maroc	P : 47
CNE	: Capitaux nécessaires à l’exploitation	P : 137
CPC	: Compte de Produits et de Charges	P : 135
EBE	: Excédent Brut d’Exploitation	P : 137
EBIT	: Earnings Before Interest and Tax	P : 241
EPS	: Earnings Per Share	P : 141
FDR	: Fonds de Roulement	P : 128
FP	: Fonds Propres	P : 66
FRNS	: Fournisseurs	P : 252
MDHS	: Milliers de Dirhams	P : 262
ML	: Maximum Likelihood	P : 228
OMPIC	: Office Marocain de la Propriété Industrielle et Commerciale	P : 223
PER	: Price Earnings Ratio	P : 141
PME	: Petite et Moyenne Entreprise	P : 1
POT	: Pecking Order Theory	P : 25
R&D	: Recherche et Développement	P : 76
ROA	: Return On Assets	P : 137
ROE	: Return On Equity	P : 138
ROI	: Return On Investments	P : 246
SME	: Small and Medium-sized Enterprise	P : 1
TN	: Trésorerie Nette	P : 130
VA	: Valeur Ajoutée	P : 136

Introduction générale :

Cadre général de la thèse :

« Il n'y a aucune théorie universelle expliquant les choix d'endettement et aucune raison de s'attendre à une. Il existe toutefois plusieurs théories conditionnelles qui peuvent être utiles »¹

« Le problème de la dette est un problème à plusieurs dimensions. La plus remarquable de ces dimensions, et celle dont on parle le plus, en est la croissance très rapide. »²

Nous partirons de constats on ne peut plus simples pour poser les jalons de notre travail de recherche. En effet, s'endetter est devenu inévitable de nos jours. Il ne s'agit plus d'un choix, mais d'une évidence pour les Etats tout comme pour les Entreprises.

Ceci étant dit, il est à mentionner que la raison et le bon sens veulent naturellement que tout endettement soit maîtrisé, une décision financière étant avant tout rationnelle et considérée. Voilà pourquoi, d'une part, un endettement démesuré peut être nuisible.

En effet, l'actualité financière de ces dernières années a été riche en rebondissements, d'autant plus lorsque l'on observe les mutations structurelles en cours dans la sphère financière et qui ont eu un effet néfaste non seulement sur les Entreprises mais aussi sur les Etats. Les effets du surendettement sont d'ailleurs de plus en plus manifestes. Nous citons :

- Les déséquilibres financiers internationaux
- Les différentes crises des dettes souveraines
- La volatilité des cours des matières premières
- Les blâmes et dégradations de notes ayant été attribués par les 3 principales agences de notation occidentales (Moody's, Standard & Poor's et Fitch) à de nombreux pays dont la Grèce, l'Italie, le Portugal et l'Irlande.

¹ "There is no universal theory of the debt-equity choice, and no reason to expect one. There are several useful conditional theories, however".

Stewart C. Myers (2001), « Capital Structure ». *The Journal of Economic Perspectives*, Vol. 15, No. 2. P: 81.

² "The debt problem has many dimensions. Most noticeable-and most talked about- is the rapid growth of debt."

Henry Kaufman (1986), "Debt: The Threat to Economic and Financial Stability," *Federal Reserve Bank of Kansas City, journal Economic Review* . P: 3

NB : Henry Kaufman, économiste de renom ayant notamment collaboré avec la « Federal Reserve Bank » de New York, a très souvent mis en garde contre les dangers que comportait un endettement excessif, qu'il s'agisse de ménages, d'Etats ou d'Entreprises, en soulignant :

- La croissance rapide de la dette américaine par rapport au Produit National Brut pendant les années 1980-1990
- La détérioration générale de la qualité du crédit
- Une diminution significative des fonds propres qualifiée de « stratégie de levier audacieuse »

L'on dit également d'autre part, que tout père de famille se doit d'être très prudent, bienveillant et craindre la dette.

Mais dans quelle mesure cela est-il vrai pour un dirigeant paternaliste³, volontairement soucieux du bien-être de son Entreprise lorsqu'il s'agit de gérer son endettement ? A partir de quel moment, comment et pourquoi pourrait-on dire que celui-ci en fait trop ou trop peu ?

La légitimité de la question prend corps à travers les différentes résolutions prises au niveau international pour renforcer le système financier à la suite de la crise financière de 2007.

En substance, nous pouvons dire que celle-ci avait principalement été étayée par une croissance excessive des bilans et hors bilan bancaires⁴, tandis que dans le même temps le niveau et la qualité des fonds propres destinés à couvrir les risques se dégradaient⁵...

C'est dans ce contexte que le paysage marocain a démontré une certaine capacité de résilience, à la faveur d'efforts de diversification dans ses choix d'investissements et de financement. Ceci dit, nous constatons par la même occasion que la géographie financière du pays révèle une dynamique duale de la croissance, soit :

- Une volonté de croître, d'investir et de financer les secteurs porteurs
- Amortie partiellement par un paysage et un tissu économique et financier qui peine à décoller.

Résultat : une croissance en deçà⁶ du potentiel. Il est donc vital pour l'économie marocaine de mobiliser les capitaux et ressources disponibles de telle sorte à s'arrimer aux moteurs de la croissance, s'adapter puis survivre.

L'un des divers leviers à actionner, et celui sur lequel nous nous pencherons de plus près, sera celui de la Petite et Moyenne Entreprise, dont l'importance dans le développement du tissu économique est un fait avéré :

³ L'un des résultats essentiels d'une étude menée par le cabinet IBB Management, en collaboration avec le cabinet international Korn/Ferry, sur le profil des dirigeants marocains, était que ces derniers étaient souvent « indécis » et que « le manque de courage est aussi considéré comme facteur d'échec des dirigeants marocains »

⁴ Typiquement via les produits dérivés

⁵ Dominique Lacoue Labarthe (2008) : « Les crises financières sont-elles évitables ? » *Revue d'Économie Financière*, Programme National Persée, vol. 7(1), pages 77-84

⁶ En effet, la croissance sur l'ensemble de 2014 a été de 2,2%, selon la note d'information du 31 mars du Haut commissariat au plan, soit une performance nettement inférieure aux prévisions de :

- Bank Al Maghrib (prévisions de 3.5%)
- FMI (prévisions de 3.8%)
- Centre Marocain de Conjoncture (prévisions de 2.7%)
- Coface (prévisions de 3.8%)

« Le rôle des PME est maintenant partout reconnu. Ces Entreprises ont des profils très divers, allant de la micro-Entreprise locale, jusqu'à « la gazelle », la high-tech innovante disposant du dernier cri technologique, en passant par l'Entreprise familiale traditionnelle et l'Entreprise informelle »⁷.

Le rôle des PME est effectivement partout reconnu, celles-ci pourraient contribuer activement à la création d'emplois et à la production. Il a été constaté qu'elles pourraient même participer directement et d'une manière significative à l'épargne globale et à l'investissement, formant ainsi l'armature de l'économie, si les conditions étaient favorables à leur développement.

Afin d'atteindre cet objectif, et dans une optique d'accompagnement et d'encouragement de ces dernières, l'Etat a même prévu une multitude de programmes visant à fournir un appoint financier aux PME et pallier les problèmes de financement dont pourraient souffrir certaines de ces petites et moyennes Entreprises pour des raisons que nous expliciterons par la suite.

Signalons par ailleurs, que « Les PME recouvrent un champ quasi infini d'activités dans tous les secteurs économiques et sociaux. »⁸.

Ceci étant dit, pourquoi les PME ne deviendraient-elles pas grandes ? Connaissions-nous vraiment leur réalité ?

⁷« Le Financement des PME au Maroc » Conseil Déontologique des valeurs mobilières, 2011. P : 12

⁸ CJDE (2004) : « Reconnaître l'importance des PME pour mieux stimuler leur développement » P : 3

LE FINANCEMENT : UNE CLÉ DE LA CROISSANCE DES PME ?

« La PME doit être différenciée dans son traitement par rapport à la grande Entreprise, et un soutien spécifique mieux adapté à ses besoins doit lui être apporté. En raison de la fragilité de ses structures et la faiblesse de ses moyens, la PME demeure en effet plus exposée aux contraintes de son environnement général dont elle subit, plus que la grande Entreprise, les aléas et les incertitudes. »⁹

Il convient de rappeler une chose essentielle, qui est la suivante :

La PME marocaine constitue le centre névralgique de notre économie.

Ceci dit, sa contribution demeure relativement chétive¹⁰. En effet, les petites et moyennes Entreprises marocaines font face, souvent avec difficulté, à la concurrence internationale. Elles innovent peu, n'exportent pas suffisamment, et ne développent pas toujours de stratégies conquérantes.

Cela veut dire qu'au moment où plus de 93% de nos Entreprises sont des PME, celles-ci ne participent finalement qu'à hauteur de 21% de la valeur ajoutée créée¹¹.

Pourquoi ? Parce qu'alors même que le développement d'Entreprises dans les domaines situés au cœur de la nouvelle économie constitue un enjeu important, un retard préoccupant d'investissement matériel et surtout immatériel s'est accumulé au cours des dernières années pour ces Entreprises.

Il convient donc de se poser des questions sur la productivité de la PME et son potentiel de croissance, d'autant plus que celle-ci souffrirait d'une culture financière discutable se traduisant le plus souvent par une sous bancarisation¹² et des difficultés d'accès au financement dues à un coût du crédit et des garanties exigées bien trop souvent rédhibitoires pour cette dernière. Ceci est consécutif à nombre de facteurs intrinsèques et extrinsèques tels que :

⁹ Loi 53-00 formant charte de la PME (2002). Page 1.

¹⁰ Bentaleb Chafik, Louitri Abdenbi, (2011) « La construction de la croissance des PME au Maroc », *Management & Avenir* 3/2011 (n° 43) , p. 77-81

¹¹ · « La participation des PME dans la création de la valeur ajoutée globale est de 21%. Cette participation est très variable allant de 0,2% pour la branche de la production et distribution d'électricité, gaz et eau, à 73% pour la branche de l'immobilier et services aux Entreprises. Elle s'élève à 20% dans le cas des industries manufacturières ». Ministère de l'économie et des Finances (2000) « Les PME au Maroc, éclairages et propositions ». Document de travail n°50.

¹² « L'insuffisance de financement des PME en Afrique relève autant de la responsabilité des Entreprises que de celle des banques. Si les premières présentent des lacunes importantes par rapport aux exigences du secteur bancaire, les secondes pourraient déployer plus de moyens pour pénétrer le segment des PME »

Paul Derreumaux (2009) : « Les difficultés de financement des PME en Afrique, à qui la faute ? » *La revue de Proparvo*, numéro 1^{er} Mai 2009. P : 20.

- ✓ L'absence de stratégies conquérantes, de politiques de veille, de notion de réactivité, voire de pro activité et d'urgence¹³...
- ✓ La faiblesse d'investissements matériels et immatériels¹⁴ (notamment en recherche et développement).
- ✓ Manque de structuration¹⁵ notamment en termes de ressources humaines de gestion administrative, de fonctions de contrôle, ce qui nuit à la régularité des processus...
- ✓ « Le manque de préparation et d'ouverture à l'international des dirigeants »¹⁶
- ✓ Fragilité des structures bilancielle
- ✓ « Sous-capitalisation presque généralisée. De plus, les PME manquent de moyens techniques et financiers et elles ont souvent un capital humain en manque d'encadrement.»¹⁷

Ce qui « se traduit le plus souvent par une sous-performance des PME marocaines, un manque de compétitivité et un taux d'échec élevé »¹⁸.

Nous relevons de l'autre côté du prisme, une certaine réticence¹⁹ des banques à financer les PME dans un contexte de manque de liquidité et de concurrence élevés, surtout s'il s'agit de financer des PME en phase de création ou d'expansion.

Voilà pourquoi nous nous demandons lequel de ces éléments aurait finalement le plus de poids dans le processus décisionnel du dirigeant de la PME marocaine.

D'ailleurs, un projet mené au sein du Laboratoire de Recherche en Economie de l'Energie, Environnement et Ressources (GREER) de l'université Cadi Ayyad – Marrakech, et ayant pour but d'évaluer les obstacles et les contraintes à l'investissement des Entreprises manufacturières marocaines auprès d'un échantillon d'Entreprises

¹³ Abaaoukide Kamar, Bentaleb Chafik (2011) « La gestion de l'urgence dans les PME au Maroc : perceptions et pratiques de gestion », *Management & Avenir* 3/2011 (n° 43), p. 143-163

¹⁴ Saad Hamoumi (2012) : « La PME marocaine, levier de développement économique et d'innovation ». Rencontre des PME Ibéro Américaines et d'Afrique du Nord. Madrid.

¹⁵ Caisse Centrale des garanties (2009) : « Expérience du Maroc pour promouvoir la croissance et l'innovation des PME ». Paris. Octobre 2009

¹⁶ Hanane ROCHDANE et Jamila AYEGOU (2009) « PME marocaines face à la mondialisation : quelles opportunités du système de franchise ? ». Colloque International. Sous le thème de la vulnérabilité des TPE et des PME dans un environnement mondialisé. 117^{mes} journées scientifiques du réseau Entrepreneuriat

¹⁷ CDVM (2011) « Le Financement des PME au Maroc » P : 28

¹⁸ Mme Karim Khaddouj (2014) « LES PME MAROCAINES EN DIFFICULTE : ESSAI D'ANALYSE ». Colloque International ENTREPRISES EN DIFFICULTÉ ET CHANGEMENT ORGANISATIONNEL : état de l'art et perspectives concernant les PME. Marrakech.

¹⁹ « L'existence d'une asymétrie de l'information entre la banque et l'emprunteur, la mauvaise qualité des dossiers de crédit et le manque de transparence des états financiers sont autant d'éléments provoquant la réticence des banques à financer les PME. »

BMCE Monthly (2007) « Problématique du financement au Maroc ». Le magazine économique de BMCE Bank. N°6. P :4.

appartenant aux secteurs de l'agroalimentaire, du textile-habillement et de la chimie et parachimie à l'horizon 2010, a fait ressortir les éléments suivants :

- 80% des Entreprises, estiment que la question du foncier constitue un obstacle à la croissance de l'Entreprise.
- 46,7% des dirigeants affirment que le manque de main d'œuvre qualifiée est un obstacle majeur à la croissance de leurs Entreprises
- 40% des Entreprises estiment que le coût du crédit bancaire constitue un obstacle majeur, voire très sévère à leur activité ou à leur croissance
- Les chefs d'Entreprises sont globalement insatisfaits de l'offre et de la qualité des infrastructures disponibles (routes, zones industrielles...)
- 86% des chefs d'Entreprises se plaignent du niveau élevé de la pression fiscale
- 77,5% des chefs d'Entreprises se plaignent, à des degrés différents, de l'ampleur du secteur informel
- 49% des dirigeants estiment que l'administration est un obstacle sérieux à la croissance de leurs Entreprises

Mais les PME souffrent-elles de problèmes organisationnels, de gestion des flux ? Est-ce une question de culture ? Un manque de vision et de stratégie ? Une affaire de gestion modeste, balbutiante, favorisant les erreurs voire même la fraude ? Ou tout simplement une question d'argent ?

L'argent est-il finalement le nerf de la guerre ? ²⁰ En effet, les dirigeants ne disposent généralement pas de :

- Culture financière à proprement parler
- De systèmes de gestion de trésorerie permettant le contrôle des entrées et sorties de fonds dans un sens de sécurité et de rentabilité
- De formation dans le but d'une bonne application des conditions bancaires en termes de jours de valeur, et de taux débiteurs...

Nous considérons tous les éléments ci-dessus, ainsi que leur poids potentiel dans le processus de gestion de la PME marocaine, et nous décidons, afin de cibler clairement un axe de recherche, de nous pencher sur la problématique du financement²¹.

²⁰ Etude réalisée par KPMG et CGPME (France) en Janvier 2013 faisant ressortir ce qui suit :

- Les problèmes de trésorerie ou de financement affectent 32 % des dirigeants de PME
- 92 % d'entre eux se déclarent inquiets quant aux possibilités de financement et d'accès au crédit.
- Près de quatre dirigeants de PME sur dix déclarent se restreindre dans leurs investissements et leurs demandes auprès des banques en raison de difficultés d'accès au crédit

Celle-ci pourrait, en effet, constituer une des contraintes les plus visibles au développement des PME marocaines, ainsi qu'un élément de blocage non négligeable face à une croissance fortement souhaitée.

De plus, les caractéristiques des PME, tant quantitatives que qualitatives mettent en lumière la différence existante entre la petite et la grande Entreprise. Ce décalage nous pousse à croire qu'il pourrait exister une logique financière propre à cette catégorie d'Entreprises. Nous citons à ce titre Mr Michel Marchesnay : « la théorie financière de la petite firme reste à élaborer »²².

En particulier lorsque nous nous penchons de plus près sur les spécificités financières des PME qui résultent du lien entre le dirigeant propriétaire et son Entreprise (généralement familiale²³) avec ce que cela implique comme décisions et choix stratégiques (F. Janssen²⁴ 1998).

²¹ Selon le Classement Doing Business 2014, Banque Mondiale : « le Maroc est à blâmer dans le domaine de l'octroi des prêts où il s'adjuge le 109^{ème} rang en 2013 contre le 105^{ème} en 2012 ». Aujourd'hui le Maroc. Numéro du 30/10/2013

²² Michel Marchesnay (1980) « notes de lecture sur les petites Entreprises ». *Revue d'économie industrielle* n°11, 1er trimestre 1980. Page 144

²³ En effet, 85% des PME de notre échantillon sont détenues soit par une seule personne physique ou alors par une seule et même famille. (Voir page 238).

²⁴ F Janssen est enseignant chercheur à l'université catholique de Louvain (Institut d'Administration et de gestion) et conseiller au Centre européen de la PME. Il est l'auteur, entre autres, d'un article sur « l'influence de l'interpénétration du dirigeant et de son Entreprise sur l'endettement des PME et sur leurs relations avec les banques » traitant de la maximisation de la fonction d'utilité du dirigeant au détriment de la croissance.

Avant d'exposer notre problématique, nous présenterons tout d'abord lors de ce chapitre le cadre conceptuel résumant le raisonnement effectué en amont de notre recherche et les concepts résumant notre réflexion.

Rappelons, tout d'abord, que se financer de façon rationnelle tient du véritable sens de la gestion financière. En effet, il est généralement admis que :

« Il y'a création de valeur dans la mesure où la rentabilité des investissements est supérieure au coût des ressources qui leur sont allouées. »²⁵

Et que, plus encore que les grandes Entreprises, les PME qui n'ont pas franchi certains seuils se trouvent confrontées à des problèmes de capacités en regard des Cash-flow qu'elles génèrent, concernant les investissements matériels et immatériels et les dépenses en personnels qualifiés et spécialisés, tous nécessaires pour passer à un stade supérieur de la croissance.

Même dans de bonnes conditions de rentabilité, la PME n'est pas toujours en mesure de procéder au moment opportun aux investissements nécessaires par crainte de déstabiliser sa structure bilancielle par un endettement éventuellement non maîtrisé.

Nous estimons par ailleurs que trois étapes sont cruciales dans la vie des PME : les premières années, le moment d'un saut qualitatif ou quantitatif et la transmission de l'Entreprise.

Chacune de ces étapes s'accompagne d'un besoin de financement dont le défaut ou le coût peut être préjudiciable, sinon fatal. Il serait donc convenable, afin de savoir ce qu'il en est des PME marocaines, de dresser un état des lieux afférent au contexte marocain.

Le socle sur lequel nous avons basé notre raisonnement, et justifiant l'intérêt de notre travail de recherche, peut être résumé de la manière suivante pour plus de clarté :

Nous avons tout d'abord constaté que les PME occupaient une place prépondérante dans le tissu économique marocain. Une étude réalisée par Oxford Business Group²⁶, en 2012, a d'ailleurs fait état des chiffres suivants :

²⁵ Charreaux G. (2000), « Finance d'Entreprise » Collection Les Essentiels de la gestion. Éditions Management & Sociétés (2^{ème} édition, octobre 2000, 268 p). P : 122 (1^{ère} édition janvier 1994, 227 pages)

²⁶ <http://www.oxfordbusinessgroup.com/news/maroc-encourager-la-croissance> (dernière consultation du 08/07/2016)

Nous avons tout d'abord constaté que les PME occupaient une place prépondérante dans le tissu économique marocain. Une étude réalisée par Oxford Business Group²⁷ en 2012 a d'ailleurs fait état des chiffres suivants :

PME = 93% des Entreprises
38% du PIB
31% des exportations
46% des emplois
51% des investissements nationaux
21% de la valeur ajoutée

Cela veut dire qu'au moment où la majorité de nos Entreprises sont des PME, celles-ci ne contribuent que très faiblement à la création de richesses.

Il convient donc de se poser des questions sur la productivité de ces PME et leur potentiel de croissance. Puisque très clairement, nous constatons l'existence de manques à gagner et de coûts d'opportunités. Autrement dit, les échelles nécessaires pour affronter la concurrence en bonne et due forme n'ont pas encore été atteintes.

Il faut donc encourager la croissance.

A cet égard, il est admis de façon classique, que pour croître en interne, une Entreprise doit investir. Pour investir, il faut que celle-ci puisse se financer.

Enfin, pour se financer, une Entreprise doit disposer d'une structure solide et viable et finançable.

Et c'est à ce moment là que nous nous sommes posé la question suivante : Et si le financement constituait la clé, ou du moins, l'une des clés de la croissance des PME?

Partant de ce fait, si nous choisissons de nous intéresser au financement, nous aurons alors, de façon globale, deux angles d'analyse:

- Nous pourrions, tout d'abord, nous intéresser au financement à long terme. Il s'agira à ce moment là, d'analyser les capitaux propres et les dettes à long terme, autrement dit, la structure du capital.
- Ou alors, nous pourrions nous pencher sur le financement à court terme, où nous analyserions alors, la trésorerie à travers les concours bancaires à court terme.

²⁷ <http://www.oxfordbusinessgroup.com/news/maroc-encourager-la-croissance> (dernière consultation du 08/07/2016)

Mais à quel niveau pourrait se situer la faiblesse des PME marocaines, en supposant que celle-ci existe, et faisant qu'elles ne se donnent finalement pas tous les moyens nécessaires et suffisants pour extérioriser un delta de valorisation favorable, et puis surtout à moyen et long terme, construire des opérations qui font sens et créent de la valeur ?

C'est dans ce sens-là, que nous avons choisi d'orienter notre travail de recherche en nous focalisant uniquement sur l'endettement financier ou bancaire.

De façon plus claire, nous ciblons la somme des dettes financières à long terme et des concours bancaires à court terme.

En effet, l'appareil bancaire se modernisant, il semblerait que celui-ci, depuis l'apparition des premiers temples, se soit associé à l'activité économique et industrielle en partenaire incontournable et agent moteur, contemporain du capitalisme de nos jours.

Une gestion financière saine est vitale pour le devenir de l'Entreprise, et par conséquent pour l'économie entière. De façon générale, la théorie financière peut se résumer en deux questions fondamentales : « Quel investissement choisir, et comment le financer ? » (Naciri A. 1986)²⁸

Avant la définition de notre question de recherche, deux interrogations ont balisé notre réflexion. En effet, nous avons commencé notre réflexion en effectuant tout d'abord le raisonnement suivant :

1. Toute Entreprise doit d'abord **se donner les moyens de financer²⁹ sa croissance**, c'est-à-dire agir sur la santé et l'assise de sa structure financière (pour pouvoir se financer, notamment à travers la dette).

Les PME marocaines le font-elles ?

2. Puis **réaliser le montage financier adéquat** en prenant les bonnes décisions de financement permettant de répondre aux besoins de financement.

Encore une fois, les PME marocaines le font-elles ?

Ensuite, il convient de rappeler que lorsque se pose la question du financement, plusieurs options sont envisageables :

- S'autofinancer
- Ouvrir son capital à des investisseurs
- Obtenir une subvention (ce qui est assez rare)
- Négocier les Crédits fournisseurs et échéances accordées aux clients
- Ou recourir à l'endettement bancaire...

Par définition, l'endettement est une avance sur des rentrées monétaires différées dans le temps et pour laquelle les fonds propres de l'Entreprise servent de garantie.

C'est dans ce sens-là, que nous avons choisi d'orienter notre travail de recherche en essayant de répondre à la problématique suivante :

²⁸ Naciri A. (1986), Décisions d'investissement et de financement. Univers Editeur. P: 1

²⁹ En effet, la politique de financement des PME repose sur un objectif central qui est celui de la croissance et de la pérennité. Le chemin de cette croissance, à la fois moyen et finalité, ne peut être emprunté que si la PME se donne les outils critiques, normalisés et sciemment soupesés, lui permettant d'affirmer son assise financière.

« Comment décrire et expliquer le comportement des PME marocaines envers la dette financière ? »

L'objectif de ce travail de recherche est donc de **décrire** le comportement des PME face à la dette financière à long et court terme et de **l'expliquer**. Nous espérons ainsi, à la lumière des théories financières mobilisées et des résultats empiriques obtenus, arriver à déterminer les facteurs explicatifs du comportement des PME marocaines en matière d'endettement financier.

L'organisation de notre réflexion s'est faite dans le souci de répondre aux objectifs suivants :

Tableau n°1 : Objectifs de recherche et éléments de réponse dans la thèse

Objectif principal	Eléments de réponse dans la thèse
Décrire le comportement des PME face à la dette financière et l'expliquer	Première partie : Endettement financier et PME, Etat de l'art Troisième partie : Etude Empirique sur le cas des PME marocaines
Sous objectif	
1-Décrire	Troisième partie : Etude Empirique sur le cas des PME marocaines : Chapitre III : Présentation du modèle empirique :
2- Expliquer	Deuxième partie : Aperçu analytique de l'Environnement marocain, Quels sont les facteurs explicatifs de l'endettement ?
<u>Rappel du raisonnement adopté :</u> - Comment les PME peuvent se donner les moyens de financer leur croissance  - Réaliser le montage financier adapté en prenant les bonnes décisions de financement 	Chapitre I- Accorder un Crédit...A qui ? Quand ? Dans quelles conditions ? Chapitre II : Evaluation des critères de choix d'un mode de financement et analyse des éventuelles contraintes de financement Chapitre III : Environnement financier, réglementation bancaire + Troisième partie : Etude Empirique sur le cas des PME marocaines : Chapitre III : Présentation du modèle empirique

Après l'établissement de notre **problématique**, la définition de notre **objectif de recherche** nous conduit à orienter notre travail en tentant de répondre à un ensemble de **questionnements** formulés ainsi :

1. Quelles sont les principales théories explicatives de l'endettement financier ?
2. Quelles sont les spécificités du contexte marocain ? des PME marocaines ?
3. Comment pourrait-on décrire le comportement des PME envers la dette financière ? Arrivent-elles à se financer correctement ? Sont-elles sous financées ? Sur financées ?
4. Comment se prennent les décisions de financement au sein des PME marocaines ? Le processus de rationalisation de la décision financière lorsqu'il s'agit d'un recours à l'endettement est-il vraiment « rationnel » ? Tient-il de facteurs exogènes aléatoires, ou de paramètres endogènes étudiés et calculés ?
5. L'endettement financier chez les PME marocaines s'explique-t-il par les déterminants traditionnels issus des principales théories de financement ? Si oui, quelles sont les variables explicatives du niveau d'endettement ?

La pléthore de recherches traitant de la PME en tant qu'objet de recherche et de sa structure de financement, fait de celle-ci un des sujets les plus courants, voire classiques. Nous ne cherchons donc pas à prétendre à l'originalité. Cependant, nous avons longtemps été préoccupés par les clichés largement répandus autour des difficultés d'accès au crédit, surtout pour les PME marocaines.

La contextualisation de notre travail aux Entreprises, mais sans les détacher des spécificités des banques marocaines, constitue néanmoins une originalité que nous voyons à la fois utile et actuelle.

En substance, nous estimons que notre recherche pourrait avoir des retombées tant sur le plan théorique, pratique, que managérial.

D'un point de vue théorique, nous nous donnons pour objectif de mettre en lumière les variables internes et externes qui conditionnent la décision de financement, et non de nous contenter uniquement des paramètres internes.

Il existe certainement des facteurs tels que les opportunités de croissance, la nature d'activité, la réglementation prudentielle en vigueur, le poids des dettes de substitution, la structure de l'actionariat, la présence d'un autofinancement, les asymétries informationnelles...dont l'existence pourrait certainement avoir un impact sur les décisions de financement.

Ainsi, l'instrumentation conceptuelle de notre recherche et les configurations conjecturelles que nous fixerons, auront pour but d'ajouter notre petite pierre à un édifice déjà très riche et un sentier longuement battu par nombre d'auteurs émérites très souvent adeptes des principes de complétude causale et nomologique des phénomènes.

D'un point de vue pratique, nous estimons qu'il serait intéressant de dresser une classification des Entreprises, et plus particulièrement des PME, et ce en fonction de leurs pratiques de financement.

Peut être existe-t-il des PME qui recourent au crédit bancaire grâce à leur pouvoir de négociation ? D'autres qui y restent indifférentes ? Ou encore d'autres qui en sont privées étant données leurs faibles marges de manœuvres ?

Envisager une action sur les différents paramètres internes de la PME pourrait donc permettre d'améliorer les pratiques de financement, car agir sur l'environnement externe ne peut être rendu possible que dans le cadre d'une politique financière globale dont la discrétion relève des autorités compétentes.

D'un point de vue managérial, une contribution à l'établissement d'un profil type de l'entrepreneur marocain, chef, patron et père de son Entreprise formerait une nouvelle dimension opérationnalisée qui serait sans doute la bienvenue.

En effet, il serait intéressant de mettre le doigt sur les facteurs liés aux habitudes financières du dirigeant, qui seraient peut-être à l'origine de la pertinence ou de la caducité des pratiques de financement actuelles, en particulier, lorsqu'il s'agit du financement bancaire.

Quel est le degré de connaissance des dirigeants actuels de la palette de produits de financement existant sur le marché ? Quel est leur capacité à évaluer les risques ? A mettre en place une stratégie financière ? Quels sont les paramètres autres que financiers impactant la décision de financement ?

Ces questions sont d'autant plus vraies lorsque l'on observe actuellement le contexte d'assèchement des liquidités couplé au manque de transparence dans la présentation des documents financiers accompagnant les demandes de crédit, sans oublier les carences patentes en ressources humaines et le manque de vision dans les stratégies d'investissement et de financement.

Rappelons que l'objectif de notre travail de recherche est de décrire et d'expliquer le comportement des PME marocaines face à la dette financière. Pour y répondre nous avons mobilisé, après revue de la littérature, deux théories, à savoir la théorie du financement hiérarchique que nous avons complétée par la théorie de l'agence.

Nous avons ainsi constaté que malgré la multiplicité des travaux empiriques, il est toujours difficile de mettre le doigt sur un niveau d'endettement ou un degré d'autonomie financière dont le sens ou l'interprétation est univoque. Les travaux en la matière n'ont d'ailleurs toujours pas abouti sur la mise en place d'un consensus légiférant l'appréciation des déterminants de la dette.

Au niveau de notre partie empirique, nous ferons appel à l'ensemble de ces idées théoriques pour expliquer le comportement financier des PME. Nous avons filtré les postulats relatifs à chaque théorie de façon à lister une succession d'hypothèses dont nous testerons l'applicabilité. Le nombre final sur lequel nous nous sommes arrêtés est de sept.

En effet, après avoir déblayé la littérature empirique qui s'est révélée abondante, il s'est avéré que nombre de travaux ne testaient pas principalement un modèle théorique précis mais présentaient plutôt un certain nombre d'hypothèses relatives à différentes théories (Paranque, 1999)³⁰.

Ces travaux nous ont permis de mettre en évidence l'existence de certaines variables explicatives. Suite à cela, en faisant appel aux relations théoriques adéquates, nous avons pu arrêter la liste des déterminants propres aux deux cadres théoriques mobilisés, et que nous avons choisis pour expliquer la dette.

Ainsi, nous chercherons à décrire et expliquer l'endettement. Décrire revient à énoncer les faits constatés, soit « ce qui est » et expliquer revient à trouver les origines de « ce qui est » par le moyen d'une analyse positive et non normative (soit énonçant « ce qui devrait être »). Notre étude sera donc quantitative et aura pour but d'identifier la pertinence des variables sélectionnées. Nous effectuerons, à cet effet, des régressions sur données de panel dont l'intérêt sera d'établir un lien entre la dette et ses déterminants éventuels.

³⁰ PARANQUE. B, (1999), "Modes de Financement des Entreprises allemandes et françaises", Bulletin de la Banque de France, Numéro 70, Octobre.

Le modèle élaboré ainsi que les méthodes d'estimation économétrique utilisées nous permettront d'évaluer la fiabilité des relations théoriques présumées. Les méthodes de construction des modèles de régression linéaire³¹ peuvent principalement prendre deux formes : une stratégie de modélisation globale ou une stratégie de modélisation par blocs. Ainsi, l'analyse des résultats se fera en trois étapes.

1. Nous commencerons tout d'abord par une modélisation globale où la combinaison de toutes les variables est évaluée globalement; il s'agit là de l'établissement d'une première estimation du modèle comportant toutes les variables potentiellement explicatives de l'endettement
2. Toujours dans le cadre d'une modélisation globale les variables seront insérées dans le modèle par entrée progressive, il s'agira à ce moment d'établir un modèle nommé « modèle optimal » ne comprenant que les variables ressortant significatives suite à la première estimation, les autres variables non significatives ayant été écartées.
3. Enfin, sera exécutée une dernière estimation de notre modèle, consistant en la réalisation d'une régression par secteurs d'activité, afin d'apprécier la nature et les caractéristiques propres des unités de l'échantillon.

Les résultats obtenus confirmeront ou infirmeront la pertinence de certaines variables dans l'explication de la dette financière chez les PME.

³¹ <http://spss.espaceweb.usherbrooke.ca/pages/stat-inferentielles/regression-multiple.php>
(consultation du 15/12/2015)

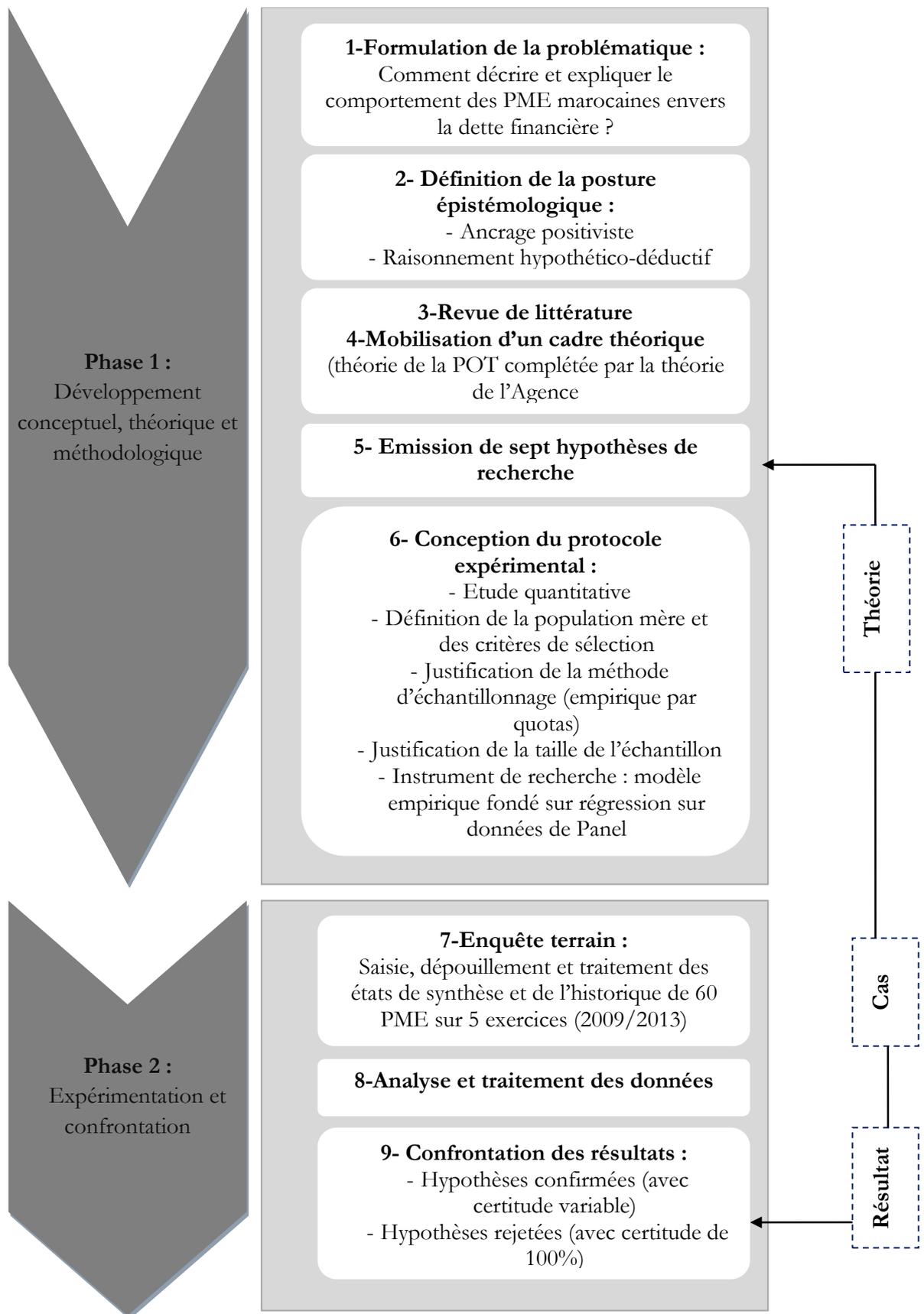


Figure n°1 : Design de la recherche

La rédaction de notre thèse se fera dans une logique : thèse ; antithèse, synthèse.

Ainsi, nous entendons aborder notre problématique en effectuant une analyse en trois grandes parties.

La première partie consiste à établir un Etat de l'art. Nous tenterons de circonscrire le cadre conceptuel et théorique de travail de recherche et de fournir une présentation académique et synthétique des principales théories financières et de leurs impacts sur l'explication de l'endettement au sein des Entreprises.

Un premier chapitre servira d'introduction à cette littérature financière et à la manière dont celle-ci a été abordée, en présentant **dans une première section** l'ancrage épistémologique choisi pour étudier notre objet de recherche, et la logique dans laquelle a été fait ce choix. Nous adopterons une posture épistémologique positiviste répondant à nos objectifs.

Une deuxième section aura pour objet de dresser un état de lieu des PME :

- En tant qu'objets de recherche (soit en sciences de gestion)
- En tant qu'entités faisant partie du tissu productif, que ce soit au Maroc ou dans divers pays tels que la France, la Belgique, l'Allemagne et le Canada.

Le deuxième chapitre de la première partie de notre travail fera défiler une présentation chronologique des théories du financement de la firme à savoir les théories classiques puis néo-classiques.

La première section traitera de l'approche traditionnelle, qui énonce qu'un niveau d'endettement peu élevé est fructueux pour l'Entreprise, car le risque demeure peu discernable pour les actionnaires et apparaît donc optimal, et ce dans une optique de minimisation du coût moyen pondéré du capital.

Une deuxième section présentera les principales propositions de Modigliani & Miller, qui dans le cadre des postulats de 1958 affirment que, dans un monde sans impôts, exonéré de coûts de transaction et sous l'hypothèse d'efficacité des marchés, la valeur de l'actif économique ne serait pas affectée par le choix d'une structure de financement, puis la théorie de 1963 qui reconnaît l'existence d'un biais introduit par la fiscalité corporative.

Chapitre III- Théorie moderne de la firme :

La première section s'intéressera à la présentation de la théorie de l'arbitrage basée sur un choix entre les gains potentiels liés à l'endettement d'une part, les coûts de faillite comme définis par Myers et les coûts d'agence comme définis par Jensen et Meckling.

La deuxième section portera sur l'impact de l'asymétrie informationnelle sur :

- Le rationnement du Crédit (nous verrons en quoi celles-ci peuvent se révéler particulièrement préjudiciables au moment de l'octroi d'un prêt en débouchant sur ce que l'on appelle des phénomènes de sélection adverse³² ou d'anti-sélection.)
- Les préférences de financement (en quoi et pourquoi les Entreprises choisissent de prioriser certains modes de financement au détriment d'autres.)
- La signalisation par l'endettement (illustration du postulat qui dit que toute Entreprise cherchera à s'endetter, au-delà de la raison première qui est de chercher à obtenir une ressource de financement, pour lancer un signal positif.)
- La théorie de l'agence dans un contexte d'asymétrie d'information, en tentant de répondre à la préoccupation suivante : En quoi la séparation entre dirigeant (agent) et actionnaire (principal imparfaitement informé) pourrait faire de la dette le moyen d'imposer une certaine discipline de gestion. En quoi les conflits d'intérêts dirigeants/créanciers, pourraient constituer une limite à l'endettement des PME ?

La deuxième grande partie de notre travail de recherche aura pour objectif de réaliser une étude analytique de l'environnement marocain dans lequel évolue la PME nationale. Le but étant de savoir comment se mettre au diapason des standards financiers réglementairement admis. En clair, comment fonctionner dans notre contexte actuel ?

Nous allons nous attarder sur les conditions dans lesquelles une banque accorderait un crédit en temps normal, ceci fera l'objet du **premier chapitre**. Pour ce faire, différents outils de mesure du risque se trouvent à la disposition de toute personne intéressée. Une **première section** explicitera les critères de choix sélectifs se faisant en amont et rationnant le recours au crédit (mesure du risque à travers l'analyse de l'équilibre financier, l'autonomie financière, la capacité d'endettement...)

³² La sélection adverse est un phénomène statistique et économique qui joue un rôle important notamment dans les domaines de l'assurance et de la gestion du risque, par lequel une offre faite sur un marché aboutit à des résultats inverses de ceux souhaités, à cause d'asymétries d'information

Une deuxième section sera consacrée à la présentation des différents moyens à disposition pour l'évaluation des différents types de rentabilité (économique, financière...) ainsi que d'une multitude de dispositifs permettant de juger la santé d'un prospect au crédit. **Une troisième section** présentera une approche pratique et pragmatique adoptée par les créanciers (aussi hommes du terrain, appelés Credit Men) permettant de donner une pondération et une appréciation aux critères d'éligibilité de toute Entreprise au financement bancaire.

Un deuxième chapitre présentera une évaluation théorique et analytique des critères de choix d'un mode de financement par tout dirigeant d'Entreprise, puis nous nous pencherons sur les arbitrages qu'un dirigeant de PME cherchera à faire avant de s'endetter. Il s'agit pour celui-ci de mesurer les contraintes de financement et d'évaluer les critères de choix d'un mode de financement, et ce, selon l'optique d'un dirigeant de PME.

La première section servira à énumérer les divers types de financement à disposition, **la seconde** précisera les avantages et inconvénients de chaque type de financement s'offrant au dirigeant, **la troisième** présentera une identification synthétique des éventuels risques présentés par la PME.

Le troisième chapitre de cette deuxième partie aura pour objet de compléter cette étude analytique par une prise de connaissance des rouages du dispositif bancaire, dans le but de voir en quoi celui-ci peut influencer, directement ou indirectement sur le financement des Entreprises en général et des PME en particulier. **Une première section** servira à fournir une explication théorique aux contraintes de financement bancaire, **la deuxième section** aura pour but d'énumérer les risques de l'activité bancaire et puis enfin **une troisième section** sera dédiée à la définition de la notion de Ratios prudentiels.

La troisième grande partie de notre thèse portera sur notre Etude Empirique ; étude réalisée sur le cas des PME marocaines et qui servira à vérifier empiriquement les concepts théoriques mobilisés, de dire si les PME marocaines ont une véritable politique de financement, et de trouver des explications à la dette financière chez les PME.

Enfin, sur la base des données collectées et analysées, nous tenterons d'expliquer les tendances que connaissent les taux d'endettements.

Quels en sont très clairement les facteurs explicatifs?

Première partie :

**Endettement financier et PME,
Etat de l'art**

*«Les travaux inhérents aux PME laissent augurer une spécificité
induisant des modalités de gestion particulières
des Entreprises de petite dimension.*

Toutefois, sur quels ressorts repose cette spécificité ? »³³

*« Les théories ont causé plus
d'expériences que les expériences
n'ont causé de théories. »³⁴*

³³ O. Torrès et G. Gueguen (2006), "Une approche proxémique de la PME : le cas de l'incertitude stratégique"
8ème Conférence Internationale Francophone en Entrepreneuriat et PME (CIFEPME), Fribourg, Suisse

³⁴ Joseph Joubert (1800). « Pensées, essais, maximes et correspondance ». Carnets tome 1.

Introduction de la 1^{ère} partie:

« Pour un esprit scientifique, toute connaissance est une réponse à une question.
S'il n'y a pas eu de question, il ne peut y avoir connaissance scientifique.
Rien ne va de soi. Rien n'est donné. Tout est construit. »³⁵

« Une question de recherche n'est pas limitée à un thème sans finalité ni démarche ; c'est une combinaison d'un thème (quoi étudier), d'une finalité (pourquoi) et d'une démarche (comment procéder). »³⁶

Il est assez coutumier qu'un chercheur cherche à puiser dans quelque chose de personnel pour dessiner les contours de sa future recherche. Il peut s'agir d'un a priori, d'une expérience, d'un vécu ou d'une idée préconçue qui le pousserait à sonder un nouveau sentier, une réalité donnée se posant ainsi la fameuse question du « pourquoi est-ce ainsi... ? ».

C'est pour cela qu'au-delà de la neutralité scientifique du chercheur qui se veut cartésien et rigoureux, ce dernier ne peut s'empêcher d'avoir « un agenda caché », agenda dont toute la téléologie de sa recherche reste tributaire. Pour notre cas, l'enjeu était d'expliquer l'endettement financier chez les PME marocaines.

De ce fait, nous remarquons tout de suite trois composantes dans cet objectif de recherche, soit trois champs conceptuels. Ces derniers seront traités lors de cet Etat de l'art comme suit :

- **Premier concept :**
Objectif d'Explication (*Section 1 :
Cadre épistémologique adopté*)
 - **Deuxième concept :**
La PME (*Section 2 : La PME
comme objet de recherche*)
 - **Troisième concept :**
L'Endettement financier
- } **Chapitre I**
- Chapitre II et Chapitre III**

³⁵ Gaston Bachelard (1938) « La Formation de l'esprit scientifique », Librairie philosophique J. Vrin, P : 256.

³⁶ Hazem BEN AISSA (2001) « QUELLE METHODOLOGIE DE RECHERCHE APPROPRIEE POUR UNE CONSTRUCTION DE LA RECHERCHE EN GESTION ? ». Papier présenté à la « conférence de l'association internationale de management stratégique ». P : 6.

En substance, nous pouvons dire que l'exercice de la recherche bibliographique nous a amené à consulter puis déblayer une littérature tant foisonnante que syncrétique. Cette affluence de travaux peut être charpentée autour du triptyque suivant :

Une première constellation représentée par notre posture épistémologique et constituant la toile de fond de notre raisonnement, car c'est dans le respect de ses règles intrinsèques que notre problématique a été approchée. Des ouvrages et articles de référence, tels que ceux de Karl Popper (1991), Roussel et al (2002), Thiétart et al (2003), ou encore de PERRET et SEVILLE (2003) nous ont aidés à trouver un ancrage épistémologique constituant notre premier champ conceptuel répondant à nos objectifs.

Une deuxième constellation constituée d'une revue de la littérature concernant la PME. Nous citons notamment les travaux de Kimberly (1976), Mintzberg (1982), Marchesnay (1991), Pierre André Julien (1994), Oliver Tores (1997) qui constituent l'essentiel de cette bibliographie. L'utilité de cette partie est de décrire le deuxième champ conceptuel de notre recherche et de répondre à la préoccupation suivante : qu'en est-il de la PME comme objet de recherche ?

Enfin, la troisième constellation et champs conceptuel renvoie à la littérature financière propre à l'endettement et constitue en quelques sortes le noyau dur de notre cadre conceptuel. Ainsi, dans notre survol de la littérature, nous avons accédé à un nombre important d'articles de recherche expliquant le comportement des Entreprises envers la dette financière. Nous les classons très succinctement comme ceci :

- Théories classiques et néo-classiques du financement de la firme (Modigliani & Miller (1958) et (1963))
- Théorie moderne de la firme (entre théorie de l'arbitrage et théories fondées sur l'impact des asymétries d'information sur la structure financière)

Chapitre I- Cadre et champs de l'étude :

Introduction :

Quelles connaissances pouvons-nous considérer aujourd'hui comme certaines ou louables? Quelles sont celles que nous pouvons intégrer dans le cadre d'une explication globale des phénomènes? Existe-il des pistes sans issue? Ou tous les chemins de la connaissance sont-ils féconds?

Pouvons-nous réellement partager une vision commune des faits, une approche conjugée à tous les temps? Au goût de tous les chercheurs?

Nous estimons qu'en sciences de gestion, il est rare d'atterrir sur un même terrain d'entente sans au préalable s'affronter entre chercheurs pour expliquer les phénomènes.

Dans le respect de cette idée-là, nous tenterons d'apporter notre pierre à l'édifice en adoptant le chemin que nous jugeons à même de nous éclairer sur nos questionnements.

Ainsi, avant d'aborder en profondeur la question de l'endettement financier chez les PME. Il a tout d'abord été nécessaire de :

- Préciser la manière dont nous comptons aborder la littérature financière afin d'apporter des éléments de réponse théoriques à notre question de recherche (objet de la section 1)
- Connaître avec plus de clarté cet objet de recherche afin d'y adapter notre littérature financière (objet de la section 2)

Ainsi, ce premier chapitre servira d'introduction à la littérature financière que nous avons choisie et aidera également à spécifier la manière dont celle-ci a été approchée et cernée.

C'est la raison pour laquelle nous présenterons tout d'abord le positionnement épistémologique qui sous-tend notre recherche, soit le processus de réflexion à l'origine de l'appréhension des phénomènes.

Dans un second temps, nous nous attèlerons à la présentation de cet objet de recherche, soit la PME en sciences de gestion, puis rattachée à divers contextes.

Section 1 : Cadre épistémologique adopté :

Introduction :

« *La connaissance au sens objectif est une connaissance sans connaisseur ; c'est une connaissance sans sujet connaissant* » Popper (1991)³⁷

« *L'épistémologie a pour objet l'étude des sciences. Elle s'interroge sur ce qu'est la science en discutant de la nature, de la méthode et de la valeur de la connaissance... Tout travail de recherche repose, en effet, sur une certaine vision du monde, utilise une méthode, propose des résultats visant à prédire, prescrire, comprendre, construire ou expliquer ...* » Thiétart (2003)³⁸

Une réflexion sur la construction de notre travail est consubstantielle à toute recherche qui s'opère, celle-ci nous permettra une meilleure gestion du savoir ainsi qu'une meilleure appréhension des phénomènes.

Nous avons donc été amenés, dans le cadre d'une démarche scientifique qui se veut rigoureuse, à formuler une problématique de recherche, décliner celle-ci en un ensemble de questionnements, avant de s'inscrire dans un ancrage territorial épistémologique et de construire le repérage méthodologique adéquat.

En substance, nous pouvons dire que toute production de connaissance impose au chercheur d'adopter un positionnement épistémologique visant à le guider et l'orienter. PERRET et SEVILLE (2003, p.13)³⁹ estiment pour leur part, que cet ancrage épistémologique permet d'asseoir la validité et la légitimité de la recherche en imposant un raisonnement rigoureux et scientifique formant l'ossature de tout le travail de recherche.

Voilà comment l'épistémologie permet au chercheur d'adopter une acception du monde et d'en faire sortir une analyse des faits rationnée par cette même façon de voir le monde.

1- Définition de l'épistémologie :

Mais tout d'abord qu'est-ce que l'épistémologie ? Jean Piaget définit l'épistémologie comme étant « en première approximation l'étude de la constitution des connaissances valables »⁴⁰, celle-ci permettrait de poser les trois grandes questions suivantes :

³⁷ POPPER, K. R. (1991). "Révolutions scientifiques et révolutions idéologiques", dans BOUVÉRESSE, Renée et BARREAU, Hervé (éditeurs), *Karl Popper. Science et philosophie*, Paris, Vrin.

³⁸ THIÉTART. R.A (2003), « Méthodes de recherche en management », *Dunod, Paris*, 537 pg

³⁹ PERRET, V., SEVILLE, M., (2003). "Fondements épistémologiques de la recherche". In *Méthodes de recherche en management*, THIÉTART. Ed. Dunod.

⁴⁰ PIAGET J. (1970) « Psychologie et épistémologie. Pour une théorie de la connaissance », *Ed. Denoel-Gonthier, Paris*

- a. Qu'est-ce que la connaissance ? (question gnoséologique)
- b. Comment est-elle constituée ? (question méthodologique)
- c. Comment apprécier sa valeur ou sa validité ?

Plusieurs méthodologies peuvent être évoquées dans leur lien aux données et selon leur pertinence sur le terrain, nous en retiendrons ce qui nous a semblé le plus adéquat, rigoureux et réalisable. Ceci nous permettra de répondre à nos divers questionnements, de dresser des constats et d'analyser les faits.

Mais avant de nous y atteler, il serait intéressant d'expliquer notre raisonnement dans le choix de notre statut philosophique, en exposant de manière synthétique les principaux ancrages épistémologiques en sciences de gestion.

Ce petit argumentaire étaiera notre choix et donnera plus de clarté quant à notre démarche et nos objectifs :

Tableau n°2 : Synthèse des principales postures épistémologiques

	Critères	Positivisme	Interprétativisme	constructivisme
Qu'est-ce que la connaissance ? (question gnoséologique)	<i>- L'objet de recherche</i>	Observation de l'objet extérieur par un sujet/chercheur qui ne modifie pas la nature de cet objet	Compréhension de la réalité sociale	Contribuer à construire la réalité sociale
		La réalité possède son essence propre Indépendance du sujet/objet	- L'essence propre de l'objet ne peut être atteinte (constructivisme modéré ou Interprétativisme) ou n'existe pas (constructivisme radical) - Dépendance sujet-objet	
	<i>- La nature et le statut de la connaissance produite</i>	- Hypothèses réalistes et déterministes - Connaissance objective	- Hypothèses relativistes, intentionnalistes - Connaissance subjective, contextuelle	

<p>Comment est-elle constituée ? (question méthodologique)</p>	<p>- La méthodologie utilisée pour l'appréhension des phénomènes</p>	<p>- Statut privilégié de l'explication causale - Pour quelles causes ?</p>	<p>Statut privilégié de la compréhension⁴¹ et l'interprétation</p> <p>- Pour quelles motivations ?</p>	<p>Statut privilégié de la construction⁴²</p> <p>- Pour quelles finalités ?</p>
<p>Comment apprécier sa valeur et sa validité ?</p>	<p><i>Les critères de validité</i></p>	<p>1-Trois critères :</p> <ul style="list-style-type: none"> - Vérifiabilité des hypothèses - Confirmabilité des hypothèses - Réfutabilité des hypothèses <p>2- Logique déductive</p>	<p>1-Trois Critères :</p> <ul style="list-style-type: none"> - Idiographie de la recherche : Le chercheur s'intéresse à des événements singuliers - Capacité d'Empathie développée par le chercheur - Recherche nomothétique : comprendre les lois générales en étudiant l'aspect régulier des phénomènes <p>2- Logique inductive</p>	<p>1- Deux critères :</p> <ul style="list-style-type: none"> - Adéquation des hypothèses : une connaissance est valide à partir du moment où elle convient à une situation donnée (Von Glasersfeld, 1988)⁴³ - Enseignabilité des hypothèses: Soit la reproductibilité, l'intelligibilité, et la « constructibilité » (Le Moigne, 1995)⁴⁴ <p>2- Logique inductive</p>

⁴¹ La compréhension du sens que les acteurs donnent à la réalité. Soit les motivations, les intentions, les attentes ainsi que les croyances des acteurs (Pourtois et Desmet, 1988 : 27-28)

⁴² « Le réel est construit par l'acte de connaître plutôt que donné par la perception objective du monde » (Le Moigne, 1995 : 71-72)

⁴³ Von Glasersfeld, E. (1996) "Introduction: Aspects of constructivism". In C. T. Fosnot (Ed.) Constructivism: Theory, perspectives, and practice (pp. 3-7). New York, NY: Teachers College Press, Columbia University.

⁴⁴ Le Moigne (1995) « Les épistémologies constructivistes ». Presses universitaires de France, Paris 2969. P 127

2- Justification de l'ancrage épistémologique choisi :

Nos objectifs de recherche sont de **décrire** le comportement des PME face à la dette financière et **l'expliquer**. Nous situons donc très clairement notre travail recherche dans une **perspective positiviste** cohérente avec un cadre ontologique, qui considère l'Entreprise comme un objet complexe mais surtout indépendant.

Notre réalité est objective et sera décrite, appréhendée et prédite en termes de lois ou de relations causales avec une séparation totale du chercheur de son objet d'étude. Force est de constater que la plupart des disciplines sont même principalement fondées sur l'épistémologie positiviste (Lemoigne, 1990)⁴⁵.

Nous sommes alors dans ce cas de figure :

Tableau n°3 : Justification de l'ancrage épistémologique

- Objet de recherche	Endettement des PME marocaines	Réalité possédant son essence propre, indépendante du chercheur
- Nature et statut de la connaissance produite	Description et explication du comportement des PME face à la dette financière ↓ Données factuelles	Les hypothèses seront sur cette base réalistes et déterministes, et la connaissance produite sera factuelle et objective
- Méthodologie utilisée	Explication de l'endettement	Explication causale Si... alors
- Critères de validité	Les objectifs de recherche sont mesurables et quantifiables, les résultats seront donc :	⇒ - Vérifiables - Confirmable - Réfutables

⁴⁵ Le moigne (1990) « Epistémologies constructivistes et sciences de l'organisation », In Martinet A.-C (ed), *Epistémologies et sciences de gestion, Paris Economica*

3- Implications de la posture positiviste choisie :

Nous cherchons à étudier le cas des PME marocaines, de par leur niveau d'endettement, et plus précisément, nous tenterons d'observer, décrire puis expliquer objectivement le comportement des PME marocaines envers la dette financière. En raison de la complexité de l'objet d'étude, nous tenterons de par cette approche de découvrir des relations légitimes et raisonnablement stables entre les phénomènes (financiers et autres) qui existent dans la réalité que nous observons.

Rappelons que le paradigme positiviste adopte une approche déterministe de par :

- L'objet de recherche (la réalité possédant son essence propre)
- La nature et le statut de la connaissance produite (hypothèses réalistes et déterministes, connaissance objective et « acontextuelle »)
- La méthodologie utilisée pour l'appréhension, la mobilisation et la compréhension des phénomènes (statut privilégié de l'explication causale)
- Les critères de validité (hypothèses considérées comme vérifiables, confirmable et réfutables)

En ce sens, nous considérons que toute théorie est :

1. Vérifiable, d'où la nécessité d'une vérification empirique (dont nous préciserons la nature plus tard)
2. Confirmable, ce qui remet en cause le caractère certain de la vérité, car toute proposition est probable et non certaine
3. Réfutable, car nous pourrions après vérification, infirmer, voire rejeter une hypothèse, une idée, un postulat. Ceci dit, une théorie maintes fois confirmée ne pourra pas pour autant être totalement prouvée.

(Thiétart et al., 2003⁴⁶)

Voilà pourquoi la posture descriptive/explicative que nous adoptons nous conduit à privilégier, une approche ontologique, avec comme point de départ l'idée que la réalité est « déterminée objectivement » (Usunier et al., 2000, p :32) et que cette réalité (les seuils d'endettements financiers) existe tout naturellement indépendamment du chercheur, observateur.

Le chercheur, que nous sommes, n'impactera pas cette relation puisque l'objet de recherche existe déjà et son existence est indépendante de tout type d'intervention initiée par celui-ci. Notre objectif sera de nous orienter vers une approche d'observation, de vérification et d'explication.

⁴⁶ THIÉTART. R.A (2003), « Méthodes de recherche en management », *Dunod, Paris*, 537 pg.

Voilà pourquoi le positivisme semble donc, être le plus à même d'apporter des éléments de réponse à notre sujet de recherche.

Ainsi, dans le cadre d'une étude quantitative, nous adopterons la démarche hypothético-déductive. Notre projet de connaissance sera principalement descriptif et explicatif, soit à résonances Poppériennes, nous rattachant clairement à une épistémologie positiviste.

Nous considérons également que l'univers est câblé, et que les lois sont là, les hypothèses émises seront donc claires et déterministes. Ainsi nous interpréterons le système avec pour objectif la connaissance d'une réalité qui ne se fait que dans le respect de son indépendance, son « objectivabilité » et son essence propre.

Rappelons que le raisonnement hypothético-déductif, bien pratiqué depuis toujours, et défini d'ailleurs par Aristote comme étant "le syllogisme du nécessaire", ne fut connu en tant que tel qu'à partir de 1900⁴⁷ et ne recevra un nom que lorsque Piéri présentera l'expression : « hypothético-déductif ».

Ainsi, les étapes Entreprises dans le cadre de cette démarche hypothético-déductive sont :

- | | | |
|--|---|----------------------------------|
| 1. Observation, définition des questionnements | } | Principes
(Du Général) |
| 2. Instrumentation conceptuelle de notre objectif de recherche (délimitation du champ conceptuel et mobilisation d'un cadre théorique) | | |
| 3. Ce cadre théorique nous a servi et aidé à :
- Formuler certaines configurations conjecturelles (au nombre de sept)
- Elaborer des prédictions (testables et éventuellement confirmables) | | |
| 4. La matérialisation du/des liens pouvant exister entre formulation d'hypothèses et observations expérimentelles à travers la définition de la méthodologie de recherche (permettant de tester les prédictions) | } | Cas |
| 5. Confirmation ou invalidation des prédictions par l'expérience | } | Conséquences
(Au Particulier) |
| 6. Formuler des explications permettant de répondre à notre question de recherche à partir de cette construction syllogistique | | |

⁴⁷ Pieri M. (1900) "Della geometria elementare come sistema ipotetico deduttivo: Monografia del punto e del moto". *Memorie della Reale Accademia delle Scienze di Torino* (series 2) 49: 173–222. Cité en tant que Pieri 1900a dans Marchisotto and Smith 2007. Traduction Anglaise dans Marchisotto et al. 2010.

Nous décrivons notre objet et l'interpréterons toutefois dans son contexte (marocain), ainsi, la compréhension et l'interprétation de ce système qui permettra d'assigner un sens aux phénomènes (niveaux d'endettement observés), aux comportements (managériaux, paternalistes, rationnels...) et aux observations (rentabilité, activité, structure...) se construira au fur et à mesure, étape par étape.

La connaissance produite ne sera pas idiographique mais quasi-objective, car elle sera surtout particulière à un contexte, notre contexte marocain. Nous nous tenterons dans ce sens de :

Tableau n°4 : Positivisme et raisonnement hypothético-déductif

Positivisme		Raisonnement hypothético - déductif
1- Elaborer des hypothèses théoriques que l'on testera empiriquement	Théorie ↓	
2- Interroger objectivement les faits afin d'en découvrir la structure sous-jacente	Cas ↓	
3- Découvrir des relations légitimes et raisonnablement stables entre les phénomènes	Résultat	

Conclusion :

Nous rappelons, toutefois par un constat d'humilité, que notre travail de recherche avait tout d'abord commencé sans posture épistémologique précise.

Ce n'est que questionnement après questionnement et après une définition plus ciblée et précise de notre principal objectif de recherche que nous avons été en mesure de finalement cerner notre position épistémologique.

Cette démarche reste du moins cohérente avec les propos de DENZIN et LINCOLN (1998)⁴⁸ affirmant que les positionnements épistémologique ainsi que la méthodologie à adopter ne constituent pas des aprioris mais plutôt un résultat de la définition des questions posées, des objectifs de recherche ainsi que du contexte de recherche.

⁴⁸ DENZIN, N., LINCOLN, Y. (1998) "Collecting and interpreting qualitative materials" Ed. Sage.

Section 2 : La PME comme objet de recherche

Introduction :

"Les milieux de PME sont d'une effroyable complexité : d'où de la part du chercheur la tentation du réductionnisme, rapidement vouée à l'échec.

Il faut alors se rabattre sur des grilles d'analyses heuristiques, évoquer des configurations, au sens de Mintzberg, proposer des conjectures à partir de construits et de variables réfutables, soit par la validation logique, soit par la validation empirique. C'est dans cet esprit que nous proposons une théorie de l'hypofirme"⁴⁹

Nous nous intéressons à la description puis l'explication de l'endettement financier chez les PME marocaines. Mais qu'en est-il vraiment de ces PME ? Sur quels fondements théoriques les sciences de gestion se basent-elles pour considérer la PME comme champ de recherche ? Peuvent-elles tout simplement être découpées par taille ? Ont-elles vraiment des « spécificités » ? Revêtent-elles des formes universelles ou « diversifiées » ? Peuvent-elles être « dénaturées » ?

L'objet de cette présente section est de présenter de façon simple et répondant à nos objectifs la nature et caractéristiques de ces PME. Cette présentation se fera en deux temps :

- En présentant tout d'abord une revue de la littérature propre à cette catégorie d'Entreprises
- Puis en proposant un tour d'horizon relatif aux PME marocaines, Françaises, Belges, Allemandes et Canadiennes.

1- PME en sciences de gestion :

Avant de commencer notre étude, étude centrée autour de la PME comme sujet de recherche, nous nous sommes posé la question suivante : Qu'en est-il en de la PME en sciences de gestion ? Nous avons obtenu les éléments de réponse suivants :

1-1- Prémices du découpage par taille (1965-1975)

La reconnaissance de l'effet taille et la délimitation de la frontière critique entre les grandes et les petites Entreprises ne s'est pas faite du jour au lendemain, elle a connu ses prémices pendant les années 1965-1975. En effet, plusieurs travaux ont contribué à apporter une petite pierre à l'édifice.

⁴⁹ Marchesnay, M. (1991), « La PME, une gestion spécifique ? », Economie Rurale, n°206. P : 11.

Nous citons ci-dessous, sans prétendre à l'exhaustivité, les principaux travaux effectués dans ce sens :

- L'école d'ASTON, pendant les années 60, considérée comme pionnière, dans l'amorce d'analyses comparatives permettant de découvrir les problèmes communs et spécifiques d'organisations de tous types, et notamment des PME.
- Blau (1970), affirme que la taille est un des principaux facteurs de contingence
- Desreumaux (1992), qui atteste que « la taille de l'organisation constitue un facteur prédictif majeur de sa structuration », confortant ainsi la spécificité de l'effet taille sur la structuration des Entreprises
- Mintzberg (1982), affirmant que la taille est certainement le facteur de contingence le plus unanimement reconnu. "Plus une organisation est de grande taille, plus sa structure est élaborée : plus les tâches y sont spécialisées, plus ses unités sont différenciées, et plus sa composante administrative est développée. Les preuves sont ici écrasantes."

Signalons toutefois que le rôle du facteur taille n'est pas appréhendé de la même manière selon les auteurs et les époques. En effet, Kimberly (1976) en effectuant une synthèse sur la base de plus de quatre-vingts études réalisées sur la taille et la structure organisationnelle sur la période 1965-1975, distingue deux courants antagonistes : l'approche "intertypique" et l'approche "inratypique". Ainsi, en définitive, nous pouvons opposer deux principaux courants:

- L'approche "intertypique" celle qui considère la taille comme la variable prédictive, explicative et souveraine par excellence. C'est la dérive universelle. L'effet-taille transcende largement les différences entre les organisations
- L'approche "inratypique" qui relativise l'importance et le rôle de la taille. Ses auteurs prônent « un examen critique et nuancé dans le but de relativiser la portée universelle de l'effet-taille ». Nous parlons alors d'un effet-taille contingent.

1-2- Courant de la spécificité (1975-1985), approche universelle :

« L'affirmation de la spécificité des PME n'est pas une thèse en soi mais relative à ce qui la distingue de la grande Entreprise. En accordant à la taille la plus grande importance et en considérant que ce facteur occasionne des changements de nature, on peut en déduire que l'Entreprise de petite taille est spécifique »⁵⁰

⁵⁰ Olivier Torres (1997) « Pour une approche contingente de la spécificité de la PME ». Revue internationale P.M.E., 2, Vol. 1. P : 10.

La PME n'est considérée véritablement comme objet de recherche qu'à partir du moment où l'on a pour projet de mettre en évidence les traits caractéristiques des Entreprises de petite et moyenne taille, afin de leur proposer une théorie spécifique de l'organisation. C'est le courant de la spécificité. Et ce n'est qu'à la fin des années 70 que la PME n'est plus considérée comme un modèle réduit de la grande Entreprise, mais plutôt comme une Entreprise à laquelle peuvent être assignées des particularités (Gervais, 1978 ; Welsh et White, 1981 ; Marchesnay, 1982; Hertz, 1982.)

Le courant de la spécificité reconnaît que « l'accumulation et l'intensité des différences mises en évidence entre les petites et les grandes Entreprises constituent des signes satisfaisants pour en faire des objets d'une nature différente » et par là prend corps cette nouvelle entité, qui a changé de nature de par sa taille.

Il convient de signaler toutefois, que la PME ne reste toujours qu'objet de recherche relatif, car selon Leclerc (1990) "lorsque l'on regarde plus précisément cette entité, on remarque tout d'abord qu'elle n'est appréhendée qu'en termes d'écart avec les grandes Entreprises... La PME-PMI ne prend toujours corps que comparativement à la grande Entreprise ».

1-3- Courant de la diversité (1975-1985), approche contingente :

« On a très souvent tendance à considérer les PME comme un bloc homogène dès lors qu'on les oppose aux grandes Entreprises... Mais lorsque l'on s'intéresse uniquement aux Entreprises de petite taille, il semble difficile voire impossible de les regrouper autour d'un modèle unique. Du fait de la diversité du champ des PME (PME-Champ), aucune généralisation n'est possible et tout est alors affaire de contexte »⁵¹.

Cette école de pensée avance que la PME n'est qu'une appellation commode désignant une réalité multiple tributaire de l'activité, la forme de propriété, les stratégies adoptées, les modes de gestion...Car comme le note March (1994) : "Tout essai de description des tendances de gestion, même s'il est valide en moyenne, ne décrit de façon adéquate aucune situation de gestion particulière."

Nous nous inscrivons ainsi, non dans une approche spécifique, mais plutôt « contingentielle » reconnaissant la diversité et la dispersion des variables expliquant les phénomènes liés aux pratiques de gestion au sein des PME.

Car comme l'affirme Mahe de Boislandelle (1994), « la démarche de théorisation est difficile et périlleuse car il s'agit surtout de saisir la diversité et le contingent »

⁵¹ Olivier Torres « Pour une approche contingente de la spécificité de la PME ». Revue internationale P.M.E., 2, Vol. 1. P : 14

Poussée jusqu'à l'extrême, l'approche par la contingence tend à considérer chaque PME comme cas unique. Il devient donc impossible de prétendre à des généralisations et de proposer une théorie propre à la PME. Aussi, contrairement au courant de la spécificité, il ne s'agit plus de comparer la petite et moyenne Entreprise à la grande mais plutôt d'évaluer de façon absolue la diversité de ce monde à part. Les résultats obtenus présentent donc un faible degré de généralisation.

1-4- Courant de la synthèse (Milieu Années 1980) :

La particularité de ce courant est de considérer que la spécificité du concept de PME est tout simplement modulable, autrement dit, les spécificités des PME sont respectées, mais pas dans le sens strict du terme. En effet, ces spécificités sont élastiques et les PME sont alors plus ou moins « spécifiques ». Cette « voie de synthèse » respecte le principe d'universalité, car la thèse de la spécificité n'est pas remise en cause, mais simplement modulée, avec des changements de degré au sein du cadre universel de la spécificité, appelé « polymorphisme de la spécificité de la PME »⁵²

La "synthèse spécificité/diversité" a pour avantage de reconnaître la diversité des PME tout en intégrant la spécificité de la PME, c'est-à-dire l'essence de l'objet de recherche. Ceci dit, les changements de degré pourraient-ils s'accompagner de changements de nature ?

1-5- Courant de la dénaturation, (Milieu Années 90) :

"Un développement déséquilibré de la PME est susceptible de remettre en cause son existence propre en tant que PME" (Guilhon A. et al, 1995).

Le courant de la dénaturation avance qu'une Entreprise peut tout en gardant sa petite taille ne plus correspondre à la forme-PME standard, ce qui récuse tout universalisme et spécificité, en offrant la possibilité d'identifier les limites et donc les contingences propres à la forme-PME.

Cette école considère également, dans une optique restrictive, que PME et indépendance financière vont de pair. En considérant que le modèle-PME est un modèle d'indépendance financière et que toute autre situation est donc dénaturante. Nous citons l'exemple de l'entrepreneur qui autofinance tous ses investissements et celui où l'Entreprise devient la filiale d'un groupe et se voit donc exclue du monde des PME.

⁵² Pierre André Julien (1994) "PME: bilan et perspectives" *Economica*, 1997, p. 1-43

2- PME ici et ailleurs :

Il n'existe pas à l'heure actuelle un consensus entre les chercheurs sur la définition la plus exacte de la PME, ni une définition standard ou universelle. Nous trouvons plutôt des circonscriptions propres à chaque pays.

Le rapport Bolton édité dans les années 70, met toutefois la lumière sur trois critères essentiels délimitant la PME, à savoir :

- **Gestion personnalisée de la part des propriétaires de l'Entreprise :** matérialisé par un organigramme plat.
- **Une part de marché limitée :** Absence de position dominante, ou d'influence sur les prix
- **L'indépendance de la PME :** qui ne doit appartenir à aucun groupe plus important.

Les PME, sont souvent considérées comme l'épine dorsale de l'économie, comme en témoigne par ailleurs le « Small Business Act », adopté en juin 2008 par la Commission européenne.

L'article 51 de la loi de modernisation de l'économie définit par ailleurs la PME Française comme celle occupant moins de 250 personnes, réalisant un courant d'affaires n'excédant pas les 50 millions d'euros ou détenant un total du bilan n'excédant pas les 43 millions d'euros. En France, leur importance n'est plus à prouver⁵³ elles sont au nombre de 3,2 millions, soit plus de 99% des Entreprises, constituent 50% de l'emploi salarié et 38% du chiffre d'affaires⁵⁴.

Ceci dit, au moment où l'accès au financement constitue l'une des principales conditions de croissance pour une petite ou moyenne Entreprise comme en témoigne le changement de braquet du gouvernement français actuel (fonds de garantie déployés, crédits d'impôt pour la compétitivité et l'emploi (CICE)...), en particulier en fonds de récession, les mauvaises conditions de financement des PME ⁵⁵, principales pourvoyeuses d'emplois en Europe, figurent toujours au premier plan.

Il en va de même pour les pays d'Europe du Sud où les PME sont particulièrement touchées par la crise, en effet, celles-ci empruntent généralement deux fois plus cher

⁵³ En Juin 2013 ont eu lieu les Assises européennes du financement des PME, le Fonds européen d'Investissement, filiale de la Banque Européenne d'investissement et le groupe BPCE ont signé deux opérations de garantie garantissant 2 Milliards € de prêts aux PME en France.

⁵⁴ Centre de documentation économies et finance (2013). Tableau de bord trimestriel des PME

⁵⁵ En Europe, on estime aujourd'hui que 80 % des Entreprises se financent auprès des banques et 20 % (les plus grandes) auprès des marchés.

que leurs homologues allemandes ou françaises payant ainsi plutôt cher le « prix du risque »⁵⁶.

En Allemagne, la PME communément appelée « Mittelstand » représente toutes les Entreprises qui emploient de 50 à 499 salariés avec un chiffre d'affaire de moins de 50 millions d'euros. En outre, toutes les Entreprises familiales sont généralement classées dans la catégorie du Mittelstand.

Celles-ci correspondent à ce qu'on appelle en France les ETI (Entreprises de Taille Intermédiaire) et dont le nombre d'employés est compris entre 250 et 5000. La France en compte 4000 contre plus de 10 000 en Allemagne.

Nous remarquons en Allemagne le rôle de la famille dans la gouvernance de l'Entreprise nationale, la réticence à l'égard de la cotation en bourse, l'importance du réinvestissement des bénéficiaires dans l'autofinancement et le développement durable et de l'Entreprise⁵⁷, ce qui fait de l'économie allemande une économie moins financiarisée qu'en France et donc moins dépendante des aléas des marchés.

Aussi, nous remarquons qu'alors qu'en France ce sont surtout les grandes Entreprises du CAC 40 qui se distinguent mondialement, particulièrement dans le luxe et l'aéronautique, l'Allemagne compte pour sa part sur ses PME pour se projeter à long terme en prévoyant même des fondations (comme par exemple la Fondation Robert Bosch) pour en garantir la continuité et se prémunir notamment des risques d'OPA⁵⁸.

Concernant la Belgique, les définitions retenues ne diffèrent pas sensiblement de celles de l'Union Européenne, à savoir un effectif de 50 à 100 collaborateurs au plus et un CA réalisé HT de 7.3 Millions d'Euros⁵⁹.

Les données recueillies en 2011 par Cambridge Econometrics font état de ce qui suit : Les PME Belges sont au nombre de 498.225, soit 99% de la population totale, représentent 67% de l'emploi et créent 61% de la valeur ajoutée, et font état d'une légère prédominance des micro-Entreprises par rapport à la population totale.

Celles-ci ont par ailleurs mieux résisté à la crise que les PME européennes en général, notamment en termes de valeur ajoutée. Signalons que les PME belges bénéficient de taux d'imposition réduits.

⁵⁶ « Les petites et moyennes Entreprises (PME) ont besoin de cash, et ne s'en cachent pas. Le problème, (...), réside moins dans le « coût » du financement que dans « la difficulté à l'obtenir ».

La croix (25/06/2013) : « Des pistes pour améliorer le financement des PME en France et en Europe »

⁵⁷ Reinhart W. Wetmann (2012) « Le très envié Mittelstand allemand, retour sur les raisons du succès des PME outre-Rhin ». Friedrich Ebert Stiftung, Bureau de Paris. P : 1-7

⁵⁸ Isabelle Bourgeois (2010) « PME allemandes : les clés de la performance », CIRAC. P : 64

⁵⁹ Définition retenue par l'article 44-50 de la Loi portant dispositions Fiscales et diverses

Au Canada, où une PME⁶⁰ ne doit généralement pas employer plus de 500 personnes, avoir un actif inférieur à 25 millions de dollars et ne doit pas être détenue à plus de 25 % par une Entreprise de plus grande importance afin de répondre au critère d'indépendance.

Enfin, nous terminerons par les Etats Unis, où la PME est définie selon deux critères cumulatifs : l'indépendance et l'absence de position dominante dans son marché.

De plus, contrairement aux états européens, la définition donnée aux PME diffère par secteur d'activité. « Selon le Small Business Act (SBA), le seuil de l'effectif global d'une PME est fixé à 500 salariés mais pourrait être étendu à 1500 dans l'industrie manufacturière. Le chiffre d'affaires varie également selon les secteurs : il doit être inférieur à 5 millions de dollars dans les services, à 13,5 millions dans les activités commerciales et ne doit pas excéder 17 millions de dollars dans le secteur de construction »⁶¹.

3- PME et contexte marocain :

Quels sont les éléments permettant de distinguer une PME d'une Entreprise de grande taille ? Il n'existe pas à l'heure actuelle de consensus dans ce domaine. Néanmoins, on distingue traditionnellement deux types de critères d'identification. D'une part, les critères quantitatifs portant sur les différents éléments constitutifs de l'activité de l'Entreprise. Il s'agit notamment de l'effectif, du chiffre d'affaires, de la valeur ajoutée, du capital social, de l'implantation et du marché.

D'autre part, des critères qualitatifs sont utilisés non seulement pour compléter les premiers, mais aussi pour renseigner sur sa structure interne, son organisation et ses méthodes de gestion. Historiquement, nous rappelons les classifications ci-dessous :

Tableau n°5 : Classifications historiques des PME

Référence	Critères retenus
Code des Investissements de 1983	Programme d'investissement pour création ou extension inférieur à 5 Millions DH.
Banque Al Maghrib 1987	1- Total du Bilan : 15 Millions DH. 2- Programme d'investissement : 7 Millions DH.

⁶⁰ Statistiques relatives à l'industrie canadienne (SIC). (<http://www.ic.gc.ca/>)

⁶¹ Conseil Déontologique des valeurs mobilières « Le Financement des PME au Maroc » 2011. P : 8

Programme de mise à niveau FOGAM	<p>1- Total bilan avant investissement inférieur à 20 Millions DH</p> <p>2- Programme de mise à niveau dont le coût n'excède pas 10 Millions DH.</p>
Sous-commission PME-PMI, préparation du plan de développement économique et social (PDES) 2000-2004	<p>1- Nombre d'emplois : 200 personnes.</p> <p>2- CA selon les phases de développement de l'Entreprise :</p> <ul style="list-style-type: none"> - Création : Inférieur à 5 Millions DH. - Croissance : entre 5 et 20 Millions DH. - Développement : 20 et 50 Millions DH. <p>3- Total Bilan : 30 Millions DH.</p>
loi 53-00 (2002) formant Charte de la PME	<p>1- « Toute Entreprise gérée et/ou administrée directement par les personnes physiques qui en sont les propriétaires, copropriétaires ou actionnaires, et qui n'est pas détenue à plus de 25% du capital ou des droits de vote par une Entreprise ou conjointement par plusieurs Entreprises ne correspondant pas à la définition de la PME »⁶²</p> <p>2- Pour les Entreprises existantes :</p> <ul style="list-style-type: none"> - Effectif inférieur à 200 personnes - CA inférieur à 75 Millions DHS ou total - Bilan Inférieur à 50 Millions DHS <p><u>Pour les Entreprises nouvellement créées⁶³ :</u> Programme d'investissement initial inférieur à 25 Millions DHS</p>

Nous retenons néanmoins la nouvelle définition de la PME validée par le Ministère de l'Industrie et du Commerce, l'ANPME et la CGEM. Celle-ci tient compte du seul critère du chiffre d'affaires abstraction faite du nombre de ses employés. Le document final définit quatre types d'Entreprises:

- La très petite Entreprise (moins de 3 millions de DH)
- La petite Entreprise (entre 3 et 10 millions de DH)
- La petite et moyenne Entreprise (entre 10 et 175 millions de DH)
- La grande Entreprise (+ de 175 Millions DH)

⁶² Charte de la PME (2002), article premier.

⁶³ On entend par nouvellement créée, toute Entreprise ayant moins de deux années d'existence.

Conclusion :

Nous pouvons dire que l'objectif de la définition de la PME, au-delà du fait de permettre une amélioration et une harmonisation des études statistiques relatives aux PME, s'inscrit aussi dans une logique d'adéquation des différents types d'Entreprises concernées par les plans de soutien gouvernementaux et autres fonds d'appui.

En effet, nous citons à titre d'exemple, Moussanada, programme visant à aider les Entreprises dans leur démarche de modernisation (mise en place de programmes fonctionnels) et Imtiaz accompagnant les Entreprises à fort potentiel de croissance et porteuses de projets de développement.

A cet effet, l'Etat offre une prime qui complète le montage financier du projet. La prime étant de 20% du montant de l'investissement total et pouvant atteindre 5 millions de dirhams.

Les Entreprises retenues sont, quant à elles, tenues d'apporter au minimum 20% en fonds propres du financement du projet de développement, le reliquat étant octroyé par une banque partenaire du programme Imtiaz soit 60% du montant total.

Les critères d'éligibilité de ces deux programmes sont définis comme tels :

- 1- L'Entreprise doit être inscrite au registre de commerce.
- 2- Etre en situation régulière vis-à-vis de l'administration fiscale et de la CNSS.
- 3- Réaliser un chiffre d'affaires annuel hors taxe inférieur ou égal à 100 millions de dirhams.
- 4- Afficher une performance économique satisfaisante (une définition qui reste, par ailleurs, plus ou moins vague.)

Le quatrième critère reste le plus intéressant à nos yeux, car c'est à ce niveau que nous pourrions soulever quelques questionnements quant à la nature précise de ces performances économiques prédéfinies comme critères d'éligibilité. En effet, la véritable performance économique, au-delà des aspects productifs, commerciaux ou mercatiques, se doit d'être avant tout financièrement tenable, et cela tient au véritable sens de son action.

Concrètement, cela veut dire qu'une Entreprise qui tourne, ne peut aller au maxima de son potentiel que si celle-ci s'en donne les moyens qui sont, rappelons le, rares et coûteux, et les emploie à bon escient.

Cela relève bien entendu des bonnes pratiques de gestion financière.

Clairement, cela consistera d'une part à s'assurer que les aspects financiers du projet seront exécutés de manière contrôlée (budgétisation, projections...), puis que la performance financière réalisée ex-post garantira la solvabilité et la viabilité du projet. La condition étant que cette performance financière soit légitimement transposable sur les projections faites, ex-ante, en termes de Cash-flows.

Maintenant, comme il a été dit plus haut, nous constatons la forte prépondérance des PME marocaines, ces Entreprises qui n'ont pas encore atteint leur taille critique et qui ne réalisent que des CA de l'ordre de 10 millions jusqu'à 175 millions de DHS.

Traditionnellement, on considère même que les PME rencontrent souvent des difficultés particulières, que les législations nationales et internationales cherchent à compenser par l'octroi de divers avantages et programmes de soutien.

Cela ne veut, bien entendu, pas forcément dire que les règles de gestion financière ne sont pas respectées en leur sein, mais qu'il reste certainement des améliorations à apporter afin que ces PME se voient éligibles à ces programmes de financement, ouvrant ainsi la porte devant les financements, l'investissement puis à la croissance.

Enfin, et de façon succincte, nous pouvons présenter la PME comme toute Entreprise qui présente les caractéristiques suivantes :

1. **Dimension** : Moyenne
2. **Stratégie** : Intuitive,
peu formalisée,
tactique
3. **Spécialisation** : Plutôt faible
4. **Gestion** : Centralisée
5. **Systemes d'information** : Peu complexe

Chapitre II- Théories classiques et néo-classiques du financement de la firme :

Introduction :

Avant d'entamer notre revue des différents écrits académiques traitant du financement, il convient d'illustrer de façon très concise notre raisonnement quant à l'ordonnement que nous avons fait de cette littérature existante.

Notre objectif de recherche est, comme nous l'avons vu précédemment, de décrire et d'expliquer le comportement des PME face à la dette financière.

La littérature financière à ce sujet est abondante mais la liste de courants que nous avons choisie n'est toutefois pas exhaustive. Nous présentons ci-dessous les principales suggestions théoriques sélectionnées afin d'apporter des éléments de réponse à nos questionnements.

En substance, nous avons retenu les écoles de pensées les plus à même de nous fournir des éléments de réponse quant à notre question de recherche.

Nous citons tout d'abord certains auteurs proposant d'intéressants survols des théories de la structure du capital tels que :

Harris et Raviv (1991)⁶⁴ classant la littérature économique en matière d'endettement en 4 catégories :

- Les théories et articles basés sur les coûts d'agence.
- Les théories et articles basés sur les asymétries d'information.
- Les articles basés sur les interactions de marchés.
- Les articles basés sur les relations de gouvernance

⁶⁴ Harris M., Raviv A., [1991]; "The theory of capital structure"; *The journal of finance*, vol 46 n° 1, p 297-355.

Levasseur et Quintart (1998)⁶⁵ mettent en avant la nécessaire conciliation dans l'analyse de la capacité d'endettement, entre :

- Valeur actionnariale
- Flexibilité financière pour les dirigeants
- Limitation de l'asymétrie informationnelle des prêteurs
- Bonne gestion des actifs à financer.

Bodie et Merton (2011)⁶⁶ quant à eux, analysent la structure de financement en :

- Proposant une revue de la théorie des Marchés parfaits et la neutralité de structure de financement (proposition de Modigliani-Miller)
- Analysant :
 - L'endettement, la réduction des coûts, la gestion des conflits d'intérêts et la création de nouvelles opportunités
 - Structure de financement et choix d'investissement

Nous proposons un premier survol de la littérature financière choisie comme ceci :

⁶⁵ M. LEVASSEUR & A. QUINTART, « Capacité d'endettement de l'Entreprise », in *Banque et Marchés. Cahiers de recherche financière appliquée*, n° 45, mars-avr. 2000

⁶⁶ ZVI BODIE ET ROBERT MERTON (2011), FINANCE, 3EME EDITION, CHAPITRE 16

Tableau n°6 : Présentation synthétique des principales théories financières

<p>Théories classiques et néo-classiques du financement de la firme</p>	<p>Approche traditionnelle et prolongements Schwartz (1959)</p>	
	<p>Ecole néoclassique. Apports de Modigliani & Miller <i>Théorie de la neutralité (1958)</i> <i>Théorie de non neutralité (1963)</i></p>	
<p>Théories modernes de la firme</p>	<p>Théorie de l'arbitrage <i>Jensen & Meckling (1976)</i> <i>Myers (1984)</i></p>	
	<p>Théories fondées sur l'asymétrie d'information</p>	<p>Rationnement du crédit <i>Guttentag et Herring (1986)</i> <i>Stiglitz J., A. et Weiss (1981)</i></p>
		<p>Théorie de l'agence <i>Jensen et Meckling (1976)</i></p>
		<p>Théorie du financement hiérarchisé <i>Myers & Majluf (1984)</i></p>
		<p>Théorie du signal <i>Ross (1977)</i> <i>John (1987),</i> <i>Blazenko (1987)</i> <i>Narayanan (1988)</i></p>

Section 1 : Le cadre global de l'approche traditionnelle

Introduction :

« *Se financer par fonds propres ou recourir à la dette ?* »

Les Entreprises disposent généralement en externe de deux principales sources de financement : les fonds propres (émission d'actions) et la dette (emprunt bancaire classique ou émission d'obligations). La question qui se pose est la suivante : Comment le choix entre ces deux options s'opère ?

Jusqu'en 1958, la question n'a été traitée que sur la base de considérations empiriques collectées de façon ad hoc sur le terrain. Modigliani et Miller lui apporteront une réponse didactique qui marquera le début de la théorie financière moderne de l'Entreprise (*Corporate Finance* en anglais).

On oppose habituellement deux approches : l'approche traditionnelle qui reconnaît l'existence d'une structure financière optimale, et l'approche néoclassique, celle de Franco Modigliani et Merton Miller, en rupture avec l'école classique, qui a réfuté l'existence d'une telle structure en l'absence de fiscalité corporative.

Avant de présenter les apports de Modigliani & Miller, il convient de présenter le soubassement théorique qui a été à l'origine des travaux de ces illustres auteurs et dont la réflexion a été discutée, voire contestée. L'approche traditionnelle a été élaborée à partir de simples observations des pratiques de financement existantes. Basée sur des arguments de bon sens, elle postule l'idée que la structure financière qui se veut optimale est celle qui en combinant endettement net et capitaux propres, réalise le coût moyen pondéré du capital (CMPC) le plus faible.

1- Fondements de base :

Cette approche est fondée sur deux notions fondamentales : l'effet de levier relatif à la dette et le risque financier y afférent, et fait référence au CMPC comme outil d'analyse. Elle considère un niveau d'endettement peu élevé comme étant profitable à l'Entreprise, car celle-ci bénéficiera tout naturellement d'un coût relativement modéré, doublé de la déductibilité fiscale de ses charges d'intérêts.

Plus le niveau d'endettement est faible, moins le risque sera discernable pour les actionnaires, ce qui aura le mérite de stabiliser le taux de rentabilité exigé par ces derniers. La valeur totale de l'Entreprise s'en verra impactée à la hausse.

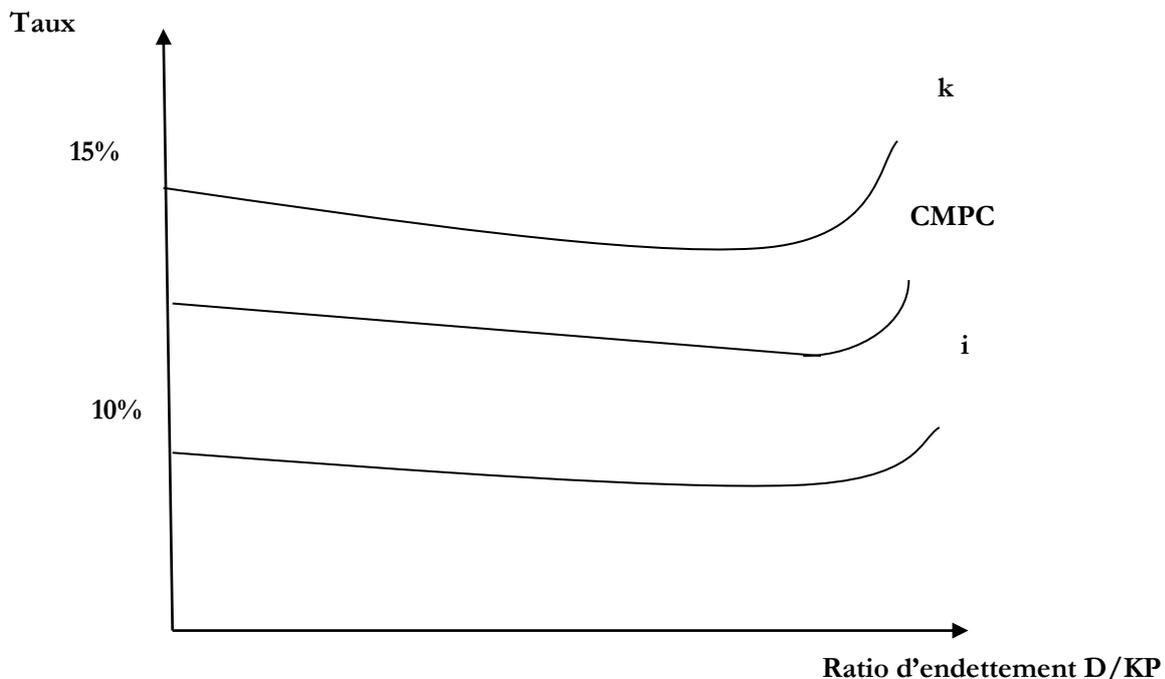
Car à partir d'un certain seuil d'endettement, la perte d'autonomie financière devient trop importante, le risque augmente et les actionnaires réagissent en accroissant

progressivement leur espérance de rentabilité, demandant ainsi une prime de risque supplémentaire. Le coût global du capital s'élèvera, entraînant ainsi la baisse de la valeur⁶⁷ de la firme.

Au-delà d'un certain niveau jugé abusif, et eu égard aux proportions démesurées qu'aura pris le risque, de plus en plus d'actionnaires vendront leurs titres, ce qui tirera vers le bas la valeur de l'action.

Le taux de rentabilité des fonds propres s'élevant rapidement, du fait du risque de position de l'actionnaire, les créanciers à leur tour, plaideront le risque d'insolvabilité, sollicitant en retour une revue à la hausse du coût de la dette. S'ensuivra alors un effondrement total de la valeur de la firme.

Figure n°2 : Interaction entre taux d'intérêt, taux de rentabilité exigé par les actionnaires et CMPC avec le niveau d'endettement



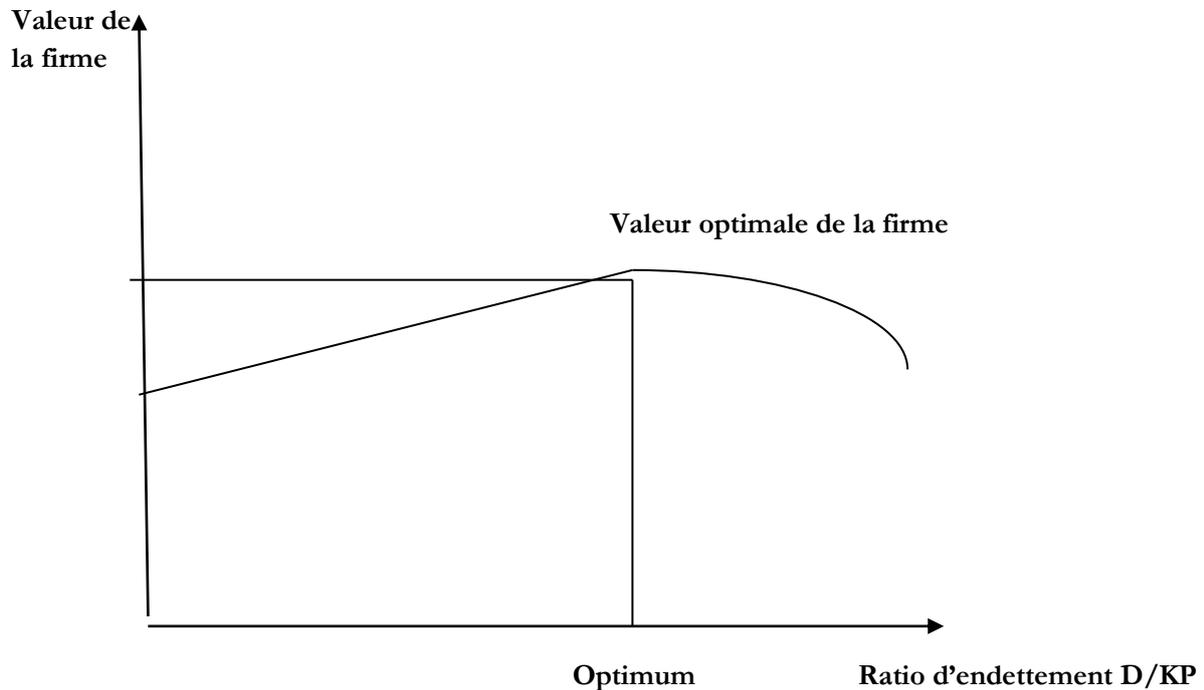
Voilà pourquoi, l'approche traditionnelle considère que le niveau d'endettement optimal est celui qui permet de minimiser le coût du capital et de maximiser la valeur de la firme. En clair, le principe d'actualisation des flux de trésorerie à l'aide du CMPC conduit à l'existence d'une structure financière optimale.

En effet, puisque le coût de la dette est inférieur au coût des capitaux propres, toute augmentation de la dette se traduit par une diminution du coût du capital, et ce tant que les apporteurs de capitaux ne relèvent pas leur exigence de rentabilité.

⁶⁷ MRABET R. & EL FARISSI I. (2011) « Décisions financières long terme ». *Edition ECONOMICA*. Page 263.

Par conséquent, le niveau d'endettement optimal est le seuil au-dessus duquel les banques et les actionnaires, décident d'augmenter le coût de la ressource disponible.

Figure n°3 : Valeur de la firme et évolution du ratio Dettes/KP



Il ressort de ce courant que l'optimum est équivalent aux niveaux d'endettement considérés comme acceptables et ce en fonction de la classe de risque de la firme.

2-Limites de l'approche traditionnelle :

Notons la fragilité de cette approche qui manque de rigueur scientifique en considérant que la réaction des actionnaires ne s'applique « qu'à partir d'un certain seuil d'endettement jugé comme trop onéreux et débilitant pour l'Entreprise »⁶⁸.

De plus, la théorie traditionnelle, quoiqu'offrant une vision réaliste du comportement des Entreprises et des marchés, souffre toutefois des handicaps suivants :

« On reproche à l'analyse traditionnelle d'être une présentation très simpliste de la réalité et de négliger deux paramètres importants à savoir la mesure du risque et l'impact de la fiscalité. En effet, elle préconise un endettement maximum tant que les prêteurs continuent à accepter de fournir les fonds nécessaires omettant que l'endettement excessif augmente le risque de faillite de l'Entreprise.

Elle fait également abstraction de la variable fiscale qui traite asymétriquement les rémunérations des capitaux propres et celle des dettes.

⁶⁸ M'RABET R. & EL FARISSI I. (2011), Décisions financières long terme. *Edition ECONOMICA*. P : 236

En plus, bien qu'elle confirme l'existence d'une structure financière optimale, elle ne recommande pas une proportion exacte à réserver à l'endettement. En effet, les mécanismes de l'effet de levier sur lequel repose cette approche expliquent sans ambiguïté, l'influence positive ou négative de l'endettement.

En revanche, elle ne permet pas de définir clairement la nature de la relation qui lie la structure financière, le coût du capital et la valeur de la firme... On reproche aussi à la théorie traditionnelle le fait de ne pas être construite « sur la base d'un corpus théorique qui comporte des hypothèses homogènes et clairement énoncées. »⁶⁹

3- Développements de l'approche classique :

3-1- Développement de l'analyse traditionnelle, Schwartz :

Nous citons les travaux de Schwartz (1959)⁷⁰ qui a présenté une modélisation des comportements des Entreprises tout en restant fidèle au raisonnement classique. Celui-ci part de l'idée que :

- Tout investisseur a une aversion naturelle pour le risque
- Les marchés réalisent la condition de concurrence pure et parfaite

Et présente une carte de courbes d'indifférence, la valeur de la firme étant à son maxima lorsque l'on se retrouve sur la plus haute courbe d'indifférence pour un couple risque/rentabilité donné. La structure financière optimale est donc celle qui permet un maximum de rendement pour un minimum de risque.

3-1-1- Le point d'indifférence :

Cette technique permet de simuler l'effet de la dette sur le bénéfice par action pour différents niveaux de ventes⁷¹ :

⁶⁹ Sidi Mohamed RIGAR (2003) « Contribution à l'étude des pratiques de financement des Entreprises marocaines ». *Thèse de Doctorat. Faculté des Sciences Juridiques, Economiques et Sociales - As-Samlalia, Marrakech - Doctorat National*. P : 90.

⁷⁰ E. Schwartz (1959) "The theory of the capital structure of the firm" *Journal of finance*. P18-39

⁷¹ Et donc de résultats économiques (BAII, bénéfice avant intérêts et impôts).

Situation 1 :

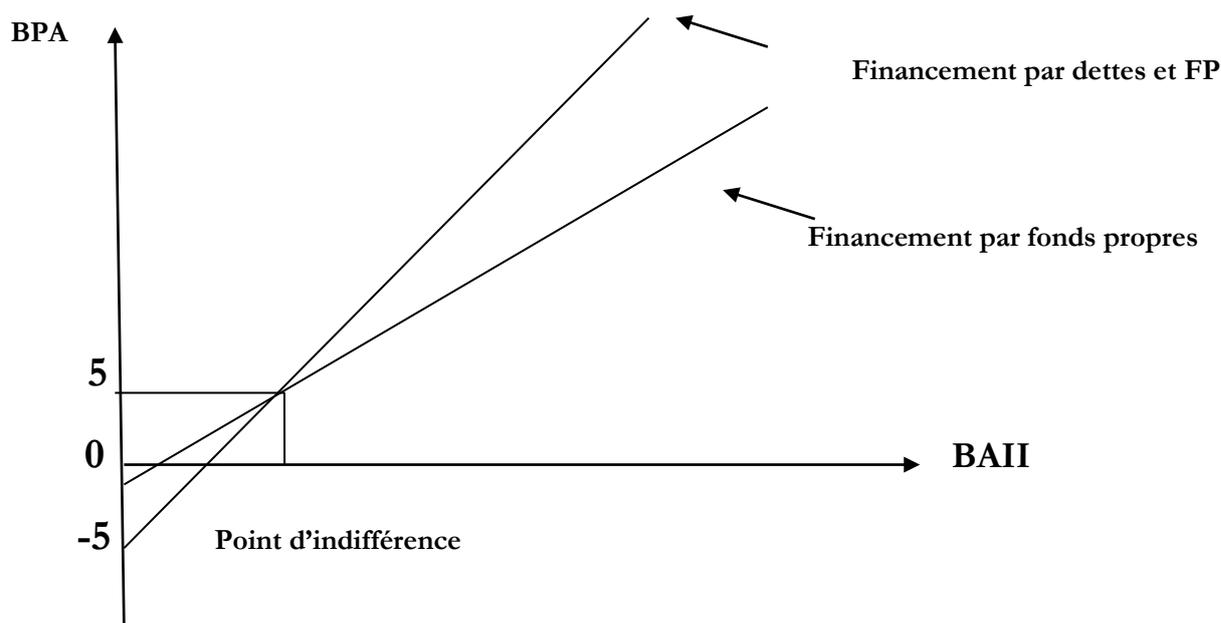
	Financement à 100% par Fonds propres			
BAIL	-10 000	0	10 000	20 000
Intérêts	0	0	0	0
Impôts (50%)	0	0	5000	10 000
Résultat Net	- 10 000	0	5000	10 000
Capitaux propres	100 000	100 000	100 000	100 000
Nombre d'actions	1000	1000	1000	1000
BPA	-10 dhs	0	5 dhs	10 dhs
Rentabilité financière	-10%	0	5%	10%

Situation 2 :

	Financement à 50% par Fonds propres, 50% par dettes			
BAIL	-10 000	0	10 000	20 000
Intérêts (10%)	5000	5000	5000	5000
Bénéfices Avant Impôts (BAIL)	-15 000	-5000	5000	15 000
Impôts (50%)	0	0	2500	7500
Résultat Net	-15 000	-5000	2500	7500
Capitaux propres	50 000	50 000	50 000	50 000
Nombre d'actions	5000	5000	5000	5000
Dettes	50 000	50 000	50 000	50 000
BPA	-30 dhs	-10 dhs	5 dhs	15 dhs
Rentabilité financière	-30%	-10%	5%	15%

Nous remarquons qu'à BAIL comparables, la structure financière à 50% de dettes et 50% de Fonds Propres a dégagé une rentabilité financière supérieure. Celle-ci a été amplifiée, aussi bien à la hausse qu'à la baisse.

Figure n°4 : Point d'indifférence



Le point d'indifférence divise le graphique en deux parties : tous les points se trouvant à droite de cette ligne représentent un levier financier positif, alors que les points à gauche représentent un effet de massue.

Ce graphique fournit également une indication sur le risque financier assimilé à la dette, ce qui apparaît clairement à travers la sensibilité des BPA dégagés en termes de variation face à un niveau d'activité donné. Il se trouve que ce risque est plus important dans le cas d'un financement par dettes que dans le cas d'un financement par fonds propres uniquement. Ainsi, nous pouvons définir le point d'indifférence⁷² comme étant le niveau d'activité pour lequel le bénéfice dégagé (ou la rentabilité financière) est le même, que l'Entreprise choisisse de se financer par fonds propres, ou par dette.

3-2- Développement de l'analyse traditionnelle, Donaldson

Donaldson (1973)⁷³ adopte par contre une méthodologie basée plus sur le côté expérimental en menant une enquête auprès de dirigeants, avant de lister un certain nombre de critères estimés « déterminants » pour la structure financière de la firme tels que : le secteur d'activité, la stabilité des résultats, la taille... Et ce avant de revenir sur ces résultats⁷⁴ en affirmant que la décision financière revenait en dernier lieu à la firme, tout en mettant l'accent sur le rôle joué par les banques considérées « laxistes » puisqu'elles « accordent des crédits tant que la capacité de la firme n'est pas remise en cause ».

⁷² Naciri A. (1986) « Décisions d'investissement et de financement ». *Univers Editeur*. P: 504.

⁷³ DONALDSON G. (1962) "New framework for corporate debt policy". *Harvard business review*. pp. 117-31

⁷⁴ DONALDSON G. (1973) « Coût du capital et évaluation de l'Entreprise en finances modernes : théorie et pratiques » Edition *Dunod*. Paris

Conclusion :

Nous entendons rappeler dans cette conclusion les principales hypothèses émises par l'école classique tout en les rapprochant de notre contexte en nous posant les questions suivantes :

Hypothèse 1 :

- Tout investisseur a une aversion naturelle pour le risque et les marchés réalisent la condition de concurrence pure et parfaite⁷⁵

Mais,

- Dans quelle mesure les dirigeants marocains de PME sont-ils frileux voire averses au risque né de la dette ?

Hypothèse 2 :

- Plus le niveau d'endettement est faible plus la valeur de l'Entreprise est élevée.

Mais,

- Le rapport des dirigeants des PME marocaines à l'endettement est-il basé sur un raisonnement minimaliste de celui-ci ? Celui-ci correspond-il au levier optimal ?

Hypothèse 3 :

- Le niveau d'endettement optimal est celui qui permet de minimiser le coût du capital et de maximiser la valeur de la firme.

Mais,

- Existe-t-il vraiment un niveau d'endettement optimal ?

Hypothèse 4 :

- La réaction des actionnaires ne s'applique « qu'à partir d'un certain seuil d'endettement jugé comme trop onéreux et débilitant pour l'Entreprise »⁷⁶.

Mais,

- Si oui, correspond-il au levier minimal (soit au minimum d'endettement) pour lequel le niveau de risque n'est pas discernable au regard des actionnaires (risque de position et des créanciers (risque d'insolvabilité) ?

⁷⁵ E. Schwartz (1959) "The theory of the capital structure of the firm" *Journal of finance*. P18-39

⁷⁶ M'RABET R. & EL FARISSI I. (2011), Décisions financières long terme. *Edition ECONOMICA*. P : 236

Section 2- Apports de Modigliani & Miller :

Introduction :

Quoique l'effet de levier ait été identifié et pratiqué depuis très longtemps, ce sont les articles de Modigliani et Miller qui ont véritablement initié un débat théorique riche quant à la portée réelle du levier de la dette au sein des politiques financières des Entreprises; débat encore d'actualité.

L'objet de cette section sera de mieux connaître les fondements et hypothèses sur lesquels sont basés les deux principaux modèles de ces auteurs. Nous citons tout d'abord les principaux travaux s'inscrivant dans ce courant :

Tableau n°7 : Principaux travaux de l'école néoclassique

Auteurs	Articles
MODIGLIANI, MILLER (1958)	“The cost of capital corporation, Finance and the theory of Investment”, <i>American Economic Review</i> , Volume 48, Issue 3, Pg 261–297
MODIGLIANI, MILLER (1963)	“Corporate Income Taxes and the cost of capital: a correction”, <i>American Economic Review</i> , Issue 3, Volume 53, Issue 3, Pg 433-443
Hamada RS. (1969)	“Portfolio Analysis, Market Equilibrium and Corporation Finance”, <i>Journal of Financial Economics</i> , vol. 24, n°1, Pg 13-31
Bernanke et Campbell (1988)	“Is there a Corporate Debt Crisis ?”, <i>Brookings Papers on Economic Activity</i> , Pg 83-125
Hamada R. et Scholes M. (1985)	“Taxes and Corporate Financial Management”, in E. Altman et M. Subrahmanyam eds, <i>Recent Advances in Corporate Finance</i> , Homewood, Illinois, Irwin, Pg 189-226
Feldstein M., Green J. et Sheshinski E.(1979)	“Corporate Financial Policy and Taxation in a Growing Economy”, <i>Quarterly Journal of Economics</i> , Pg 412-432
Ang J. et Megginson W. (1990)	“A test of the Before-Tax Versus After-Tax Equilibrium Models of Corporate Debt”, <i>Research in Finance</i> 8, Pg 97-118

1- Neutralité de la structure du capital :

En 1958, Modigliani & Miller publient un article nommé : “The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment” et émettent deux propositions.

1-1-Proposition n°1: Dans un monde dépourvu d'impôt et de coûts de transaction, la valeur de tout actif économique restera toujours foncièrement indépendante de la façon dont cet actif économique est financé. Ainsi, la structure financière, n'affecte pas la valeur de marché de la firme car seul l'actif économique peut créer de la valeur, celle-ci (la structure financière) détermine par contre la répartition de cette valeur entre créanciers et actionnaires.

1-2- Proposition n°2 : La rentabilité anticipée sur les fonds propres augmente avec l'endettement de façon linéaire, puisque l'endettement accroît le risque financier assumé par les actionnaires.

Lorsque le ratio d'endettement s'élève, (n'oublions pas que la dette est moins onéreuse que les fonds propres), le taux de rentabilité exigé par les apporteurs de capitaux s'apprécie à due concurrence, de telle sorte à ce que le CMPC reste constant au final (M'RABET R. & EL FARISSI I., 2011), car l'exigence additionnelle des actionnaires aura été compensée par le coût plus faible de la dette.

1-3-Le contexte d'analyse :

H1 : Les marchés des capitaux sont parfaits, l'information symétrique et gratuite, les investisseurs rationnels et les coûts de transaction nuls.

H2 : Les actifs sont divisibles. Les actions matérialisent les fonds propres et les obligations, la dette vis-à-vis des créanciers.

H3 : Prêts et emprunts s'effectuent au même taux (sans risque). La dette est supposée sans risque par simplification.

H4 : Inexistence d'imperfections, de risque de faillite et de fiscalité.

H5 : Le résultat est distribué en sa totalité, et le taux de croissance de l'Entreprise est nul.

H6 : La dette est infinie, à chaque remboursement, une nouvelle émission est faite de façon à maintenir le même capital, actif et résultat d'exploitation.

2- Théorie de non neutralité :

En 1963 est intégrée la notion de la fiscalité des Entreprises. Le deuxième article de Modigliani & Miller avance ce qui suit :

2-1-Proposition n°1 : La valeur de l'actif économique d'une Entreprise endettée sera égale à la valeur de l'actif économique d'une Entreprise non endettée, majoré de la valeur actuelle de l'économie d'impôt liée à la déductibilité fiscale des charges d'intérêts.

2-2-Proposition n°2 : La rentabilité anticipée sur les fonds propres augmente avec l'endettement de façon linéaire⁷⁷.

En résumé, le premier théorème affirme que ni la structure ni le volume de la dette n'impactent la valeur de la firme, à la condition que les marchés financiers fonctionnent parfaitement (absence de coûts de transaction, d'impôts, de coûts de faillite, de contraintes réglementaires, taux d'intérêt identiques...)

Le choix du financement ne détermine alors que la répartition du résultat d'exploitation entre les apporteurs de capitaux, actionnaires et créanciers, ce processus de répartition ne changeant en rien le montant total à répartir. Celui-ci dépend uniquement du succès économique du projet et de son risque d'affaires.

Il n'existe donc pas de possibilité d'arbitrage, car les investisseurs ne peuvent réaliser des profits sans risques par le simple échange d'actifs appartenant à la même classe de risque et valorisés différemment. Les prix sont supposés être les mêmes pour un même risque d'affaire, car le marché est en équilibre.

Cette proposition ne prend toutefois pas en compte les distorsions liées à la fiscalité.

En effet, les charges financières sont déductibles du résultat comptable et donc du montant imposable.

Le deuxième théorème reconnaît par contre l'existence de Fiscalité et atteste donc que la politique de financement n'est pas neutre. En effet, la valeur de l'actif économique d'une Entreprise endettée sera égale à la valeur de l'actif économique d'une Entreprise non endettée augmentée d'une rente perpétuelle qui est la valeur actuelle de l'économie d'impôt liée à la déductibilité fiscale des frais financiers.

Hamada (1969) a établi une convergence empirique entre le modèle d'évaluation des actifs financiers (MEDAF) et la théorie de neutralité de Modigliani et Miller.

⁷⁷ La théorie de (1963) montre que la maximisation de la valeur d'une firme passe par la maximisation de l'endettement tant que le coût de la dette est inférieur à la rentabilité économique dégagée par celle-ci. L'Entreprise dispose alors d'un actif supplémentaire correspondant à une rente perpétuelle d'économies d'impôts.

En considérant l'espérance mathématique de rendement de deux Entreprises, l'une endettée, l'autre non endettée, avec un même risque d'affaire (d'exploitation) :

1- En l'absence de fiscalité, Hamada retrouve la formule suivante :

$$k = \rho + (\rho - i) \frac{D}{CP}$$

Celle-ci correspond à la seconde proposition de Modigliani et Miller (1958) qui dit que le coût des capitaux propres se révèle être une fonction linéaire du ratio d'endettement.

2-En présence de fiscalité, Hamada retrouve l'un des principaux résultats obtenus par Modigliani et Miller (1963), à savoir le fait que « la valeur des actifs de l'Entreprise endettée est égale à celle de l'Entreprise non endettée augmentée d'une rente perpétuelle d'économies d'impôts »

3- L'Effet de levier :

3-1- Effet de levier, définition :

Tout d'abord, rappelons l'importance de l'analyse financière, celle-ci se rapporte à « l'évaluation méthodique de la situation financière d'une Entreprise. C'est une mesure des équilibres et performances. Une évaluation de son devenir à partir de son passé et en fonction de son présent. »

A partir de là, nous pouvons définir l'effet de levier comme étant l'impact positif que peut avoir l'utilisation judicieuse de l'endettement sur la rentabilité financière de l'Entreprise, la condition étant que la rentabilité escomptée du projet financé soit supérieure à son coût de financement. Cela requiert que la rentabilité économique dégagée du fait de l'exploitation de l'actif économique soit strictement supérieure au coût de la dette.

L'effet de levier sera d'autant plus important que le ratio dette/KP (appelé ratio Gearing) augmentera, amplifiant ainsi le différentiel de rentabilité (Rentabilité économique – coût de la dette)

En effet, il s'avère que sur la durée, seule une rentabilité économique suffisante est le gage d'un niveau de rentabilité des capitaux propres satisfaisant, car si les dettes contractées pour investir coûtent (taux d'intérêt) moins qu'elles ne rapportent (rentabilité économique) la rentabilité financière est impactée à la hausse.

Si une Entreprise peut emprunter des capitaux moyennant un coût égal à 6% et que suite à ce financement, elle voit son activité s'accroître en réalisant 9% de rentabilité, l'effet de levier est alors positif.

Dans le cas contraire, on parlera alors d'effet de massue. L'intérêt de l'effet de levier est de mettre en valeur l'origine de rentabilité des capitaux propre ; savoir s'il s'agit d'une construction financière favorable ou bien d'une véritable performance opérationnelle/économique née d'une exploitation judicieuse de l'outil productif.

Ceci dit, il ne faut pas oublier que si l'endettement peut être source d'amélioration de la rentabilité des fonds propres, il peut tout autant être source de fragilisation de la solvabilité de l'Entreprise, voire-même mettre en péril sa continuité d'exploitation. Nous présentons ci-dessous une analyse de la sensibilité de la valeur d'Entreprise au niveau du ratio d'endettement (D/CP) ou levier financier. La valeur d'Entreprise correspond à une rente perpétuelle de flux de trésorerie d'un montant annuel sur dix années et capitalisé au coût ajusté du capital.

Nous supposons dès à présent que les créanciers relèvent leurs exigences de rémunération à partir d'un certain niveau d'endettement, en plaidant le risque d'insolvabilité. Ceci se traduira par une augmentation du coût du capital et donc une diminution de la valeur d'Entreprise pour tout accroissement du ratio d'endettement.

Concernant l'analyse empirique de l'effet de levier à travers l'impact de la fiscalité sur la structure financière des firmes, nous citons les travaux de Ang et Megginson (1990), Feldstein, Green et Sheshinski (1979) et Hamada et Scholes (1985) qui sont de ceux qui ont démontré l'inexistence d'une influence décisive de la fiscalité sur l'endettement.

Goffin en 1966⁷⁸ a, par ailleurs, corroboré les précédents résultats en montrant, lors d'une étude réalisée sur des sociétés françaises, que sur une longue période, le ratio d'endettement n'était pas directement influencé par l'avantage fiscal, sachant que ce dernier connaissait des variations sensibles. Bernanke et Campbell (1988) sont arrivés aux mêmes conclusions sur la base d'un échantillon de 643 firmes américaines.

3-2- Effet de levier, exemples :

Première situation :

Trois Entreprises ayant :

- Une structure financière différente.
- Une rentabilité économique fixée à 10%.
- Taux d'intérêt des capitaux empruntés est de 5 %

⁷⁸ Goffin R (1966) "L'autofinancement des Entreprises", Edition Paris, Sirey.

	Entreprise 1	Entreprise 2	Entreprise 3
Capitaux propres	100 000	50 000	40 000
Capitaux empruntés	0	50 000	60 000
Actif économique	100 000	100 000	100 000
EBE	10 000	10 000	10 000
Rentabilité économique	10 %	10 %	10 %
Frais financiers	0	2 500	3 000
Bénéfice net	10 000	7 500	7 000
Rentabilité financière	10 %	15 %	17,5 %

➔ Plus l'Entreprise est endettée plus la rentabilité financière est forte lorsque la rentabilité économique est supérieure au taux d'intérêt.

➔ L'Entreprise la plus endettée est celle qui a la rentabilité financière la plus élevée.

Deuxième situation :

Trois Entreprises ayant :

- Une structure financière différente.
- Une rentabilité économique fixée à 10%.
- Taux d'intérêt des capitaux empruntés est de 12 %

	Entreprise 1	Entreprise 2	Entreprise 3
Capitaux propres	100 000	50 000	40 000
Capitaux empruntés	0	50 000	60 000
Actif économique	100 000	100 000	100 000
EBE	10 000	10 000	10 000
Rentabilité économique	10 %	10 %	10 %
Frais financiers	0	6 000	7 200
Bénéfice net	10 000	4 000	2 800
Rentabilité financière	10 %	8 %	7 %

→ L'Entreprise qui était la plus endettée voit sa rentabilité financière se dégrader plus fortement que celle des autres puisque la rentabilité économique est inférieure au taux d'intérêt apparent, l'effet de levier joue négativement. Nous avons alors un effet de massue.

→ Plus l'Entreprise est endettée plus la rentabilité financière se dégradera lorsque le service de la dette est supérieur à la rentabilité économique.

3-3- Démonstration comptable :

Soit la rentabilité économique :

$$\begin{aligned} R_{\text{éco}} &= \text{EBE} / \text{Actif économique} \\ &= \text{EBE} / K \end{aligned}$$

Avec : **Actif économique = Actif immobilisé + BFR**

La rentabilité financière s'écrit pour sa part :

$$\begin{aligned} R_{\text{fin}} &= \text{Résultat Net} / \text{Fonds propres} \\ &= (\text{EBE} - \text{FF}) / \text{FP} \end{aligned}$$

Avec :

*FF = frais financiers soit le produit des dettes **D** par le taux d'intérêt **i***

FP = Fonds propres (capitaux propres)

Sachant que : **K = Actif = Passif (endettement noté **D** + fonds propres **FP**)**

Nous pouvons écrire :

$$\begin{aligned} R_{\text{fin}} &= (\text{EBE} / \text{FP}) - (\text{FF}) / \text{FP} \\ R_{\text{fin}} &= [(\text{EBE}/K) \times (K/\text{FP})] - [(D \times i)/\text{FP}] \\ R_{\text{fin}} &= [(\text{EBE} / K) \times (D + \text{FP}) / \text{FP}] - [(D \times i) / \text{FP}] \\ R_{\text{fin}} &= R_{\text{éco}} \times [(D / \text{FP}) + 1] - [(D / \text{FP}) \times i] \end{aligned}$$

Nous obtenons alors :

$$R_{\text{fin}} = R_{\text{éco}} + (R_{\text{éco}} - i) \times D/\text{FP}$$

Explications :

→ Quand une Entreprise entreprend un projet d'investissement et qu'elle emprunte pour financer cet investissement, elle s'attend à ce que le résultat d'exploitation dégagé par la nouvelle activité soit supérieur aux charges financières induites par l'endettement.

→ La décision d'achat d'équipement se traduit alors par l'attente d'un gain supérieur au coût du financement.

→ C'est à cette condition que le résultat courant (résultat d'exploitation - charges financières) augmente et améliore la rémunération des associés. Si les prévisions portant sur l'efficacité des équipements se réalisent, le taux de rentabilité économique sera supérieur au coût de l'emprunt.

L'Entreprise est donc incitée à emprunter (à s'endetter) pour augmenter la rentabilité financière.

→ En effet, le taux de rentabilité financière sera d'autant plus grand que le montant du résultat courant devra rémunérer un montant faible de capitaux propres, ce qui est le cas si le projet a été financé par un endettement important. On dit que les associés bénéficient d'un effet de levier.

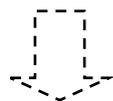
Conclusion :

L'effet de levier est représenté par : $(R_{\text{éco}} - i(1-t)) \times D/KP$

1. **Si $R_{\text{éco}} = i$** : l'effet de levier est nul, c'est-à-dire que la structure financière est neutre quant à la rentabilité des capitaux propres.
2. **Si $R_{\text{éco}} > i$** : L'effet de levier est positif, le recours à la dette permet donc à la firme d'augmenter sa rentabilité financière grâce à l'économie d'impôt réalisée suite à la déductibilité fiscale des charges d'intérêt.
3. **Si $R_{\text{éco}} < i$** : L'effet de levier est négatif, c'est-à-dire que celui-ci se transforme en effet de massue, dégradant ainsi la rentabilité des fonds propres.

Il en résulte que plus l'Entreprise est endettée, plus important sera le bras de levier, mais il ne faut pas en conclure que la dette est infiniment susceptible d'être accrue, car plus la firme s'endette, plus elle court de risques, plus sera élevé le taux d'intérêt i , et donc moins le différentiel de rentabilité $R_{\text{éco}} - i$ sera important, et par voie de conséquence le levier Gearing.

Cela n'empêche que l'autofinancement ne peut non plus être considéré comme étant la meilleure stratégie financière (coût d'opportunités).



Tout repose sur une très bonne rentabilité économique durable de la firme.

L'analyse du levier financier met en lumière l'impact ambivalent que peut avoir un recours à la dette, en effet, celui-ci est :

- Favorable lorsque le rendement des actifs est supérieur au coût de la dette.
- Défavorable si le coût engendré par l'endettement n'est pas compensé par une rentabilité d'exploitation suffisante.

Nous pouvons ainsi tirer dès à présent, deux principes à considérer en termes de gestion financière :

- Lorsque le taux de rendement des actifs est fluctuant et/ou insuffisant, il est préférable de se financer par fonds propres
- Lorsque le taux de rendement des actifs est stable et/ou suffisant, le recours à la dette est souhaitable afin de bénéficier d'un potentiel effet de levier.

Conclusion :

Nous entendons rappeler dans cette conclusion les principales hypothèses émises par Modigliani & Miller tout en les rapprochant de notre contexte :

Contexte d'analyse :

1. Les marchés des capitaux sont parfaits, l'information symétrique et gratuite, les investisseurs rationnels et les coûts de transaction nuls.
2. Les actifs sont divisibles. Les actions matérialisent les fonds propres et les obligations la dette vis-à-vis des créanciers.
3. Les prêts et emprunts s'effectuent au même taux (sans risque).
4. Inexistence d'imperfections, de risque de faillite et de fiscalité.
5. Le résultat est distribué en sa totalité, et le taux de croissance de l'Entreprise est nul.
6. La dette est infinie ; à chaque remboursement, une nouvelle émission est faite de façon à maintenir le même capital, actif et résultat d'exploitation.

Propositions de 1958 :

1. La valeur de tout actif économique restera toujours foncièrement indépendante de la façon dont cet actif économique est financé.
2. La rentabilité anticipée sur les fonds propres augmente avec l'endettement de façon linéaire

Propositions de 1963 *(après intégration de la notion de la fiscalité des Entreprises):*

1. La valeur de l'actif économique d'une Entreprise endettée est égale à la valeur de l'actif économique d'une Entreprise non endettée, majorée de la valeur actuelle de l'économie d'impôt liée à la déductibilité fiscale des charges d'intérêts.

2. La rentabilité anticipée sur les fonds propres augmente avec l'endettement de façon linéaire.

Ceci dit,

- Le contexte d'analyse énoncé par ce modèle est-il transposable sur la réalité marocaine ?
- Les postulats avancés par la théorie de Modigliani & Miller ne sont-ils pas irréalisables sur le terrain ? Ne savons nous pas d'ores et déjà que les marchés sont loin d'être parfaits ?
- En supposant que les hypothèses soient réalisables, la rentabilité financière augmente-t-elle avec l'endettement de façon linéaire ? (proposition I)
- Les Entreprises endettées ont-elles vraiment une valeur différente des Entreprises non endettées ? Si oui, la différence est-elle vraiment égale à la valeur actuelle des économies d'impôts nées de la déductibilité fiscale des charges d'intérêt ? (proposition II de 1963)
- Les dirigeants des PME marocaines mesurent-ils leurs seuils de rentabilité économique et observent-ils leur service de la dette afin d'agir sur l'effet de levier?
- La nature même des PME n'amplifie-t-elle pas l'écart entre postulats énoncés par ce modèle et réalisabilité de ses propositions ? (asymétrie informationnelle, imperfection des marchés, importance des coûts de transaction...)

Chapitre III- Théorie moderne de la firme :

Introduction :

La théorie moderne de la firme naît au milieu des années 70, en réaction aux hypothèses du modèle de Modigliani et Miller, et dans le but d'analyser de façon claire et adaptée au contexte, la problématique du choix d'une structure financière et de montrer les limites à l'usage de la dette.

C'est pourquoi on ne peut toujours pas affirmer, de façon absolue, l'existence ni même la possibilité d'une structure optimale.

Rappelons que les modèles d'obédience classique exposés précédemment, émettent des hypothèses généralement considérées comme simplificatrices de la réalité.

En effet, celles-ci font fi des coûts de fonctionnement et d'adaptation des organisations, car tout marché ne peut fonctionner, quel que soit son degré de hiérarchisation, sans assumer certains coûts nécessaires pour en assurer la bonne marche.

Et c'est à ce moment qu'interviennent les théories des organisations qui traitent des problèmes de financement de la firme en attestant l'existence de coûts grevant négativement la valeur de l'Entreprise.

Tout mode d'organisation connaît, en effet, des dysfonctionnements ainsi que des risques liés aux choix de financement et notamment à l'endettement.

L'endettement n'est donc plus envisagé sous le seul angle de la défaillance, mais également en prenant en considération les disparités souffertes par certains acteurs intervenant dans les opérations de financement.

Nombre de conflits d'intérêts et d'informations peuvent surgir entre les parties prenantes : dirigeants, créanciers, actionnaires.

Section 1- Théorie de l'arbitrage :

Introduction :

“There is no universal theory of the debt-equity choice, and no reason to expect one. There are several useful conditional theories, however. For example, the tradeoff theory says that firms seek debt levels that balance the tax advantages of additional debt against the costs of possible financial distress»⁷⁹

Depuis les travaux de Modigliani & Miller, les débats théoriques et travaux empiriques sur la question de l'endettement ont afflué. La théorie de l'arbitrage constitue l'un des premiers axes de progrès depuis cette école, dite néoclassique.

La théorie de l'arbitrage telle que présentée dans l'article « The Capital Structure Puzzle » de Myers (1984), suggère l'existence d'un ratio optimal appelé « Target ratio », correspondant à un point d'équilibre atteint lorsque le gain marginal d'une unité supplémentaire de dette est égalé par son coût marginal, les actifs de la firme ainsi que ses plans d'investissements restant bien entendus fixes et inchangés.

Cette théorie avance ce qui suit : l'Entreprise substituera les fonds propres à la dette ou la dette aux fonds propres jusqu'à ce que la valeur de la firme soit maximisée.

L'objet de cette section sera donc de présenter, plus en détail, les fondements de cette théorie. Mais avant cela, nous citons les principaux travaux empiriques en la matière :

Tableau n°8 : Principaux travaux relevant de la théorie de l'arbitrage

Auteurs	Articles
Myers. S (2001)	“Capital structure”, <i>Journal of Economic perspectives</i> , Volume 15, Number 2, Spring, Pg 81- 102.
Stiglitz (1972)	“Some Aspects of the Pure Theory of Corporate Finance : Bankruptcies and Takeovers”, <i>The Bell Journal of Economics and Management Science</i> , vol 3, Pg 458-482.
Titman (1984)	“The Effect of Capital Structure on the Firm's Liquidation Decision”, <i>Journal of Financial Economics</i> , vol 13, Pg 137-151
Weiss (1990)	“Bankruptcy Resolution : Direct Costs and Violation of Priority of Claims”, <i>Journal of Financial Economics</i> , Pg 285-314

⁷⁹ MYERS. S (2001), “Capital structure”, *Journal of Economic perspectives*, Volume 15, Number 2, Spring, Pg 81- 102.

Warner (1977)	“Bankruptcy Costs : Some Evidence”, <i>Journal of Finance</i> , Pg 337-347
Andrade et Kaplan (1988)	“How Costly is Financial (Not Economic) Distress? Evidence from Highly Leveraged Transactions That Became Distressed” <i>Journal of Finance</i> 53, Pg 1443-1493
Fan et Sundaresan (2000)	“Debt Valuation, Renegotiation, and Optimal Dividend Policy”, <i>Review of Financial Studies</i> , vol 13, Pg 1057-1099
Harris et Raviv (1991)	“The Theory of Capital Structure”, <i>Journal of Finance</i> , P: 297- 355
Long et Malitz (1985)	“The Investment Financing Nexus : some Empirical Evidence ”, <i>Midland Corporate Financial Journal</i> , 53-59
Rajan et Zingales (1995)	“What do we know about Capital Structure? Some Evidence from International data”, <i>Journal of Finance</i> , 56, Pg 87-130.
Kester (1986)	“Capital and Ownership Structure : A Comparison of United States and Japanese Manufacturing Corporations”, <i>Financial Management</i> , Pg 5-16

1- Définition de la théorie de l'arbitrage :

Nous garderons en tête l'idée qu'une Entreprise cherchera toujours le niveau d'endettement qui lui permettra de minimiser le coût de son capital et donc de lui maximiser sa valeur. Ce taux d'endettement est selon la théorie de l'arbitrage (ou du compromis), celui qui permet d'équilibrer les avantages fiscaux de toute dette additionnelle (rente perpétuelle d'économies d'impôts) avec les coûts d'une possible détresse financière (coûts de faillite engendrés par l'endettement).

$$V_E = V_{NE} + tD - VA$$

VE = Valeur de l'Entreprise endettée

V_{NE} = Valeur de l'Entreprise non endettée

tD = Economie d'Impôts

VA = Montant des coûts de faillite

Il s'agit en fait d'établir le compromis optimal entre les bénéfices et les coûts relatifs à la dette. La théorie de l'arbitrage (ou du Trade-off), qui est un courant s'inscrivant dans le cadre de la « Théorie moderne de la firme », soutient l'idée suivante : il est possible

d'atteindre un niveau d'endettement dit optimal, lorsque l'économie marginale d'impôt attribuable au recours à la dette est annulée par un accroissement correspondant des coûts de faillite (Myers) et d'agence (Jensen & Meckling).

L'appréciation du ratio d'endettement génère des coûts de faillite et ces derniers réduisent la valeur d'Entreprise à partir du moment où ils ne sont plus compensés, par l'avantage fiscal.

De plus, l'accroissement de l'endettement se traduit par une augmentation du service de la dette. Dès lors, l'Entreprise qui ne parvient pas à réunir les liquidités nécessaires (actif liquide) pour faire face à une échéance (passif exigible) est en situation de faillite⁸⁰.

En outre, Stiglitz (1972) et Titman (1984) soulignent l'importance du service de la dette, en particulier concernant les emprunts à échéances fixes qui engendrent un coût additionnel supporté par les actionnaires et qui conduisent à une augmentation du risque de faillite.

2- Estimation des coûts de faillite :

Quant à l'estimation des coûts de faillite, celle-ci est :

- Selon Weiss (1990), qui s'est basé sur un échantillon de 37 Entreprises américaines étudiées entre 1979-1986, à 3% de la valeur comptable de sociétés en faillite ou à 20% de la valeur de leurs actions un an avant la prononciation de la faillite.
- Selon Warner (1977), qui s'est penché sur la faillite de sociétés opérant dans les chemins de fer :
 - La durée de faillites de ces sociétés est en moyenne de 13 ans
 - Leur coût est le double de celui des sociétés industrielles.
 - Les coûts directs sont évalués à 5,3% de leur valeur d'Entreprise à un an avant la faillite et à 1,4% de la valeur d'Entreprise constatée 5 ans avant.
- Selon Andrade et Kaplan (1988), en se basant sur des firmes ayant de forts leviers financiers, les coûts de faillite sont partiellement fixes et correspondent aux

⁸⁰ L'ouverture d'une procédure de redressement judiciaire est marquée par le dépôt du bilan de la société, au greffe du Tribunal de Commerce, suite à quoi commence une période d'observation, d'une durée généralement de 6 mois, pendant laquelle aucune dette n'est exigible. A la fin de cette période, trois décisions sont possibles :

- Poursuite de l'activité, en présentant un PV de continuité d'exploitation, la dette peut alors bénéficier d'un moratoire qui prend la forme d'un rééchelonnement des échéances et/ou de la réduction ou annulation des intérêts.
- Cession à un repreneur dont le paiement sert à rembourser tout ou partie de l'endettement.
- Liquidation par la revente des actifs et l'utilisation du produit de cessions pour rembourser la dette, et en cas de bonis de liquidation (excédent de la valeur des actifs sur le montant de la dette), indemniser les actionnaires.

dépenses engagées par les créanciers dans le cadre de leurs procédures de recouvrement et de recueil d'informations sur la société en situation de faillite.

- Selon Fan et Sundaresan (2000), la situation de faillite conduit les créanciers à accepter, dans un dernier élan et effort de recouvrement, une restructuration de la dette.

Celle-ci passe par une renonciation éventuelle de paiement d'intérêts et à un réaménagement du service de la dette de sorte que la valeur des actifs de la société redevienne supérieure au seuil considéré comme celui de liquidation.

3- Exemple :

Soit trois Entreprises qui ont les mêmes actifs d'une valeur espérée, à l'instant T1 (dans un an) de 1.000.

	A	B	C
Valeur Actifs dans un an	1.000	1.000	1.000
Coûts de faillite	-	-	200
Trésorerie à répartir	1.000	1.000	800
Endettement	400	1.400	1.400
Cash pour actionnaires	600	-	-
Taux d'actualisation	9%	9%	9%
Valeur actuelle en T₀	917	917	733

Avec :

$$V_0 = V_1 / (1+t)$$

$$V_1 = 1.000 \text{ et } t = 9\%$$

Nous constatons que :

- L'Entreprise A qui a une dette de 400 peut la rembourser intégralement et verser 600 aux actionnaires.
- L'Entreprise B qui a une dette de 1.400 la rembourse uniquement à hauteur de 1.000 et ne verse rien aux actionnaires
- A et B n'ayant pas de coûts de faillite, auront donc dans un an la même trésorerie à répartir entre créanciers et actionnaires une fois leurs actifs revendus, et par conséquent la même valeur d'Entreprise.
- Les coûts de faillite que connaît C, sont prélevés de la trésorerie disponible, venant ainsi en diminution de la valeur de cession des actifs.

Nous en concluons que :

- Si les coûts de faillite n'existent pas, les trois sociétés devraient avoir la même valeur d'Entreprise quel que soit leur endettement respectif. La variation du montant de la

dette modifie la répartition de la richesse entre les actionnaires et les créanciers sans changer la valeur d'Entreprise.

- La prise en compte de coûts de faillite réduit la valeur d'Entreprise (coûts assumés par la société) et sont donc prélevés sur la trésorerie disponible
- La prise en compte du risque de faillite se traduit par une diminution de la valeur d'Entreprise. Cette baisse est interprétée par le marché à travers le montant actualisé des coûts de faillite

Ceci dit, coûts de faillite mis de côté, soulignons que la dette présente des avantages sur les fonds propres. Elle permet de bénéficier de la déductibilité fiscale liée aux charges d'intérêts sans oublier un traitement fiscal favorable sur les dividendes et les plus-values en capital.

En clair, la théorie de l'arbitrage oppose l'économie marginale d'impôt attribuable au recours à l'endettement à l'accroissement supplémentaire symétrique correspondant aux coûts d'agence⁸¹ et de faillite (l'accroissement du risque de défaut de l'Entreprise) dus à un recours excessif. Les coûts auxquelles s'expose la firme sont de deux sortes :

Tableau n°9 : Catégories de coûts selon la théorie de l'arbitrage

	COUTS DIRECTS	COUTS INDIRECTS
A PRIORI	Coûts financiers. Coûts de restructuration Coûts administratifs	Coûts d'image (crédibilité commerciale) (entre 10 % et 20 % de perte de valeur) ⁸²
A POSTERIORI	Coûts de liquidation (vente forcée et à prix bradés) Coûts sociaux	Coûts d'opportunité (manque à gagner).

Nous citons Kayhan and Titman (2007)⁸³ qui ont apporté des éléments de réponse quant à la pertinence de la théorie de l'arbitrage, démontrant que la structure du capital des Entreprises dépendaient en partie de leur historique, et qu'elles avaient tendance, sur le long terme à ajuster leurs niveaux de dettes à un niveau optimal ou à une structure cible. Quant à Ramdani M. et Vigneron L. (2013)⁸⁴, ces derniers se sont attelés à confronter la théorie de l'arbitrage au financement hiérarchique et qui ont trouvé

⁸¹ JENSEN. M C (1986), "Agency Costs of free cash Flows, Corporate finance and takeover", American Economic Review, Volume 76, Issue 2, Pg 323-339

⁸² ANDRADE G. et KAPLAN SN. (1998), "How Costly is Financial (Not Economic) Distress? Evidence from Highly Leveraged Transactions That Became Distressed" *Journal of Finance* 53, Pg 1443-1493

⁸³ Kayhan A. and Titman S., (2007) "Firms' histories and their capital structures", *Journal of Financial Economics*, 83, Pg 1-32.

⁸⁴ Ramdani M. et Vigneron L. (2013) « Pecking order versus trade off theory and the issue of debt constraint problem? », Institut du développement et de la prospective, document de travail IDP (EA 1384) n°2013-13

comme résultat que les deux se valaient et étaient toutes aussi pertinentes pour expliquer la dette.

NB : Toutefois, notons que :

- **Selon Long et Malitz (1985):** Les ratios d'endettement seraient négativement corrélés aux dépenses en recherche et développement (utilisées comme variable Proxy pour les actifs intangibles)

- **Opler et Titman (1996)⁸⁵, Fama et French (1997)⁸⁶,** réfutent l'existence du ratio cible, lequel s'oppose aux arguments de neutralité avancés par Modigliani et Miller (1958) et Miller (1977)⁸⁷, et ce même en présence d'imperfections, telles que la fiscalité.

En effet, pour ces auteurs, le seul cas où il pourrait exister de ratio cible, est celui où les imperfections de marchés seraient très importantes et génératrices de coûts substantiels. Nous citons également les travaux effectués par les auteurs suivants :

- Harris et Raviv (1991)
- Long et Malitz (1985)
- Rajan et Zingales (1995)

Qui à partir d'études empiriques, ont trouvé que les Entreprises matures, dont l'actif est majoritairement constitué d'immobilisations corporelles avaient un taux d'endettement plus élevé que les Entreprises en croissance soutenue, dont l'actif est composé, pour l'essentiel, d'immobilisations incorporelles (frais de R&D). Cette situation est intrigante car ce sont les Entreprises en forte croissance qui ont le plus besoin de s'endetter afin de réaliser leurs investissements.

L'explication réside, selon la théorie de l'arbitrage dans le fait que plus l'Entreprise dispose d'actifs tangibles, susceptibles d'être revendus en cas de difficultés, moins le coût de faillite sera important, plus le ratio d'endettement optimal se verra déplacé à un niveau plus élevé.

La théorie de l'arbitrage permet donc d'expliquer les différents leviers d'endettement par secteur d'activité (capitalistique, ex : industrie ou immatériel, ex : commerce) sans fournir plus d'explications sur les différentiels de niveaux d'endettement au sein d'un

⁸⁵ OPLER, T., TITMAN, S., (1996) "The Debt Equity Choice", Working Paper, Ohio State University.

⁸⁶ Fama, Eugene F. and Kenneth R. French, (1997), Industry costs of equity, Journal of Financial Economics 43, 153-193.

⁸⁷ MILLER en 1977, publie un nouvel article "Debt and Taxes", Journal of Finance qui intègre cette fois-ci la fiscalité des particuliers investisseurs. Dans cette optique, l'économiste montre que la prise en compte de la fiscalité d'Entreprises et des particuliers démontre que la manière de financer un actif économique par dette ou fonds propres n'a pas d'influence sur la valeur de cet actif économique.

même secteur. Une étude réalisée par Kester (1986)⁸⁸ montre à cet effet que la rentabilité pourrait constituer un facteur explicatif de l'endettement. Les Entreprises les plus rentables étant les moins endettées.

Conclusion :

Nous entendons rappeler au niveau de cette brève conclusion les principales hypothèses relatives à la théorie de l'arbitrage, tout en les rapprochant de notre contexte.

Hypothèse 1 : Existence d'un ratio optimal appelé « Target ratio » tel que présenté par Myers (2001).

Mais, les dirigeants de PME marocaines ont-ils vraiment des ratios dettes/FP cibles ?

Hypothèse 2 : L'Entreprise substitue les fonds propres à la dette ou la dette aux fonds propres jusqu'à ce que la valeur de la firme soit maximisée.

Mais, quels sont les facteurs décisifs retenus lors d'une émission de dette ? Les coûts d'agence, de faillite et de détresse financière en font-ils partie ?

Hypothèse 3 : L'économie marginale d'impôt attribuable au recours à l'endettement est opposée à l'accroissement supplémentaire symétrique correspondant aux coûts d'agence et de faillite (JENSEN, 1986)

Mais, quelle est l'ampleur et la pondération donnée aux coûts de faillite dans la détermination du levier optimal ? Et celle donnée aux avantages fiscaux de la dette ?

Hypothèse 4 : Si les coûts de faillite n'existaient pas, toutes les sociétés auraient la même valeur d'Entreprise quel que soit leur endettement respectif, la variation du montant de la dette ne modifiant que la répartition de la richesse entre les actionnaires et les créanciers

Mais, les dirigeants arrivent-ils à effectuer un arbitrage calculé entre avantages de la dette et coûts de détresse financière ?

⁸⁸ Kester C., (1986) "Capital and Ownership Structure : A Comparison of United States and Japanese Manufacturing Corporations", *Financial Management*, Pg 5-16

Section 2 : Impact des asymétries d'information sur la dette :

Introduction :

“The introduction into economics of the explicit modeling of private information has made possible a number of approaches to explaining capital structure. In these theories, firm managers or insiders are assumed to possess private information about the characteristics of the firm's return stream or investment opportunities. In one set of approaches, choice of the firm's capital structure signals to outside investors the information of insiders. This stream of research began with the work of Ross (1977) and Leland and Pyle (1977). In another, capital structure is designed to mitigate inefficiencies in the firm's investment decisions that are caused by the information asymmetry. This branch of the literature starts with Myers and Majluf (1984) and Myers (1984).”⁸⁹

L'une des imperfections de marchés les plus courantes et ne figurant pas au niveau du premier modèle de Modigliani & Miller de 1958, est celle des asymétries informationnelles.

L'asymétrie d'information est un phénomène par lequel, un acteur dispose d'une meilleure information qu'un autre, et bénéficie de ce fait d'un avantage, notamment dans l'évaluation de la situation financière d'une Entreprise et de sa valeur.

Suite à ces imperfections de marchés, de nouveaux modèles théoriques ont vu le jour ; modèles basés sur l'importance des asymétries informationnelles.

L'objet de cette section sera donc de présenter de façon synthétique l'impact de ces asymétries d'information sur :

- L'existence éventuelle d'un rationnement du crédit
- La parution de hiérarchies dans le financement
- L'ampleur et l'efficacité des stratégies de signalisation par la dette
- La naissance de conflits, appelés conflits d'agences, entre les différentes parties prenantes.

⁸⁹ Harris et Raviv (1991) “ The theory of capital structure ”; *The journal of finance*, vol 46 n° 1, P : 306

1- Asymétrie de l'information et rationnement du crédit :

Tableau n°10 : Principaux travaux relevant du rationnement du Crédit

Auteurs	Articles
Leland & Pyle (1977)	“Information asymmetries, financial structure, and financial intermediation”, <i>Journal of Finance</i> 32, 371-388.
STIGLITZ et WEISS (1981)	Stiglitz J. E., Weiss A. (1981), « Credit Rationing in Markets with Imperfect Information” <i>American Economic Review</i> , vol. 71, p. 393-410
Myers & Majluf (1984)	“Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have”, <i>Journal of Financial Economics</i> , Volume 13, Issue 2, June, Pg 187-221.
Williamson (1986)	“Economic Organization: Firms, Markets, and Policy Control” <i>New York University Press</i> , Pg 6-31
Guttentag et Herring (1986)	“Disaster Myopia in International Banking”. <i>Essays in International Finance</i> , n°164.
Bernanke et Blinder (1992)	“The federal funds rate and the channels of monetary transmission” <i>the American economic review</i> , volume 82, issue 4, Pg 901-921
Philippe Gilles (1992)	“Incertitude, risque et asymétrie d'information sur les marchés financiers », <i>Revue française d'économie</i> , volume 2, printemps 1992, p. 55-115
Bernanke (1993)	“Credit in macroeconomy”, <i>Quarterly Review (Federal Reserve Bank of New York)</i> , Volume 18, Issue 1, Spring.

On parle d'asymétries d'information lorsque lors d'un échange donné, un des acteurs dispose d'une meilleure information que l'autre⁹⁰. Dans le cas du financement bancaire, les débiteurs/emprunteurs estiment toujours mieux, ce qui est normal, le niveau de risque de leur projet, que le prêteur/créancier.

Guttentag et Herring (1986) ont abordé le sujet en mettant l'emphase sur les éventuels conflits d'intérêt qui peuvent exister entre le dispositif bancaire et les Entreprises, à travers ce que l'on appelle des aléas de moralité.

Pourquoi ? Car les objectifs poursuivis par un banquier, à savoir obtenir le remboursement de sa mise initiale sans incident, diffère de celui de l'emprunteur, qui sera de toujours maximiser le retour sur investissement de ses projets réalisés. Nous pouvons distinguer deux situations d'asymétries d'information :

1-1- La sélection adverse (l'anti sélection) :

Le marché est alors perturbé et affecté par le fait qu'une partie connaît mieux les caractéristiques du bien échangé au moment de la signature du contrat (ex-ante).

Dans ce cas, le prix n'est plus un signal crédible de la valeur du bien car celui-ci ne joue plus son rôle d'information, en effet :

- ✓ A même prix, il est possible d'obtenir des biens de qualités différentes.
- ✓ L'agent en manque d'information crédible, risque de sélectionner un bien ne correspondant en rien au prix affiché
- ✓ L'agent risque de demander un prix si bas que les bons produits se voient finalement retirés du marché

1-1-1 Sélection adverse et rationnement du crédit :

Les deux principaux modèles de rationnement du crédit sont comme suit :

1-1-1-1- Le modèle de STIGLITZ et WEISS (1981) et asymétrie d'information ex-ante :

Les créanciers prêteurs sur le marché du crédit, ne connaissant qu'imparfaitement les risques relatifs aux prêts accordés, face à des emprunteurs connaissant de façon plus pointue les probabilités de réussite de leur projets, se retrouvent alors exposés à une situation d'asymétrie d'information, potentiellement à l'origine du phénomène de sélection adverse. Cette crainte pousse les banques, dans un élan de prudence, à fixer des taux d'intérêt plus élevés dans le but de se couvrir de la probabilité de tomber sur

⁹⁰ Philippe Gilles (1992) Incertitude, risque et asymétrie d'information sur les marchés financiers, *Revue française d'économie*, volume 2, printemps 1992, p. 55-115

des emprunteurs risqués, aussi appelés «mauvais emprunteurs». Ceci dit, cette démarche risque de faire fuir dans le même temps les « bons emprunteurs » méritant des taux d'intérêt moins élevés.

La demande de crédit étant moins élastique au taux d'intérêt pour les emprunteurs risqués, la banque se retrouve à sélectionner involontairement les emprunteurs les plus risqués et se voit donc dans l'obligation de revoir encore une fois ses taux à la hausse.

Il existe toutefois un seuil au-dessus duquel la hausse du risque est plus importante que l'accroissement du taux, les banques renoncent donc à augmenter leur taux d'intérêt au-delà, ce qui induit un rationnement du Crédit (Stiglitz et Weiss, 1981).

1-1-1-2- Asymétrie d'information ex post et rationnement du crédit :

Selon le modèle de Williamson (1986) les dirigeants ont tendance à naturellement vouloir masquer la réalité de leurs résultats afin de minimiser les remboursements à effectuer, ce qui pousse le créancier/prêteur à contrôler ou réaliser des opérations de «monitoring» afin de contrôler et garantir, la conformité des résultats déclarés et de s'assurer de l'existence de ce matelas de sécurité financier permettant de récupérer, le cas échéant, le montant prêté. Dans ce contexte d'asymétrie d'information ex post et face au risque d'opportunisme des Entreprises, la banque a le choix entre :

- Se désengager par une limitation des crédits accordés (rationnement du crédit)
- Augmenter les taux d'intérêts⁹¹

La banque opte généralement pour la première solution. Ainsi, le manque de confiance induit par :

- La faiblesse et l'opacité des systèmes d'information et de suivi des données comptables
- La gestion centrée sur le propriétaire-dirigeant
- Les coûts de contrôle très élevés (en particulier de la PME) en cas de litige

Font de la perception quelque peu floutée du risque un des principaux facteurs qui rendent les banquiers exigeants et enclins à rationner les crédits ex-post.

⁹¹ Selon des enquêtes réalisées en 1996 en France par la BDPME (banque de développement des PME), les préoccupations des dirigeants de PME sur la disponibilité des crédits trouvent leurs origines dans le coût excessif du crédit, conjugué à un manque en fonds propres.

1-1-1-3- Les PME et le rationnement de crédit :

Le contexte d'asymétrie informationnel propre à notre contexte fait que les dirigeants/propriétaires des PME craignent généralement d'être limités dans le financement de leurs projets d'investissements, quant aux banques, celles-ci mettent l'emphase sur le risque plus accentué de ces entités. Il en résulte généralement une difficulté plus soutenue à évaluer de façon appropriée leur risque propre, ce qui augmente leur probabilité d'exclusion du circuit.

Cette crainte se caractérise par l'augmentation de la probabilité de défaillance de contrepartie, matérialisée par une exigence supplémentaire en termes de garanties et de taux. Le rationnement du crédit trouve partiellement son origine dans cette attitude plus frileuse et pour le moins pointilleuse de l'appareil bancaire, qui se prémunit contre un risque crédit difficilement mesurable.

L'autre maillon de la chaîne est tout simplement la nature propre des PME marocaines. Nous remarquons généralement que le système d'information des PME souffre de nombreuses déficiences dont l'opacité⁹² et le manque de fiabilité.

D'ailleurs, lorsque l'information existe, celle-ci demeure sujette au doute, car sa production est tributaire non seulement de l'engagement moral des dirigeants/propriétaires mais également de la qualité de l'équipe dirigeante et managériale, qui peut souffrir de nombre de lacunes, dont l'absence d'une expertise métier et de véritable stratégie financière.

Nous notons aussi la réticence de la part des propriétaires-dirigeants des PME à transmettre des données comptables et financières fiables et crédibles (existence d'un bilan comptable, un bilan bancaire et un bilan fiscal). Enfin, signalons que la non disponibilité des crédits aux PME pourrait représenter l'un des principaux freins à leur développement, et attester de l'existence d'une relation négative entre accès au financement bancaire et taille de l'Entreprise.

Bernanke et Blinder (1992) soulignent d'ailleurs l'existence de différences dans l'accès à la dette des Entreprises selon leurs degrés d'exposition aux asymétries informationnelles. En effet, suite à l'implémentation d'une politique monétaire restrictive, les banques, face à la rétraction des liquidités, réduisent ainsi leurs offres aux Entreprises les plus risquées, à savoir, les petites et moyennes, car celles-ci amplifient généralement les imperfections financières (Bernanke, 1993).

⁹² « Les manques de transparence et de professionnalisme dans la présentation des dossiers de crédit limitent la capacité d'emprunt des PME. Cette sous efficacité impose aux banques le maintien d'un niveau de garanties élevé. » BMCE Monthly (2007) « Problématique du financement au Maroc ». Le magazine économique de BMCE Bank. N°6. P: 1.

1-1-2- L'aléa moral :

C'est une situation dans laquelle une des parties (principal) n'est pas en mesure de contrôler l'action de l'autre partie (agent), ce qui est généralement le cas des assurances (ex-post). Il y a aléa moral lorsqu'en fournissant une assurance contre un risque donné, on encourage des comportements qui rendent la concrétisation de ce risque plus probable.

Ainsi le fait que les marchés de capitaux ne soient pas parfaits, autrement dit qu'il existe une information asymétrique entre les prêteurs et les emprunteurs, jointe à l'aversion pour le risque, rend généralement impossible l'obtention de résultats optimaux.

Au niveau macroéconomique, si un emprunteur souverain sait que le FMI exercera sans doute sa fonction de prêteur de dernier ressort, il sera incité à tirer davantage parti de l'information asymétrique existant entre lui et le prêteur (sa situation réelle, l'état de ses finances publiques, ses prévisions etc.) en prenant des risques excessifs quant à ses choix de politique économique. (Gilles, 2004)

Les problèmes d'asymétrie d'information se poseraient avec d'autant plus d'acuité dans les cas suivants :

- Entreprise en phase de lancement
- Entreprise de moyenne et petite taille
- Entreprise contrôlée par quelques actionnaires majoritaires (délits d'initiés)

1-1-3- Travaux empiriques :

Le premier élément impactant le financement des Entreprises est la facilité avec laquelle elles accèdent à la ressource. Comme nous l'avons vu, le caractère opaque des PME limite leur accès au financement externe.

Elles doivent alors mettre en place des structures contractuelles particulières, à l'image du financement bancaire relationnel, devant leur permettre de diminuer les situations de rationnement du Crédit.

Les différentes études réalisées associent les indicateurs de rationnement aux indices renseignant sur le financement relationnel, tels que la durée de la relation et le degré d'exclusivité de la relation (nombre de banques). Naturellement, il est attendu de constater une amélioration de la disponibilité du crédit parallèlement au développement de la relation. Trois solutions types ont été retenues :

- Le recours à un financement alternatif au financement relationnel bancaire qui est plus coûteux, tel que le pourcentage de crédit fournisseur payé en avance.

Petersen et Rajan (1994) utilisent ce pourcentage comme indicateur de la disponibilité des fonds externes. Ainsi, un paiement anticipé des fournisseurs est généralement assorti d'une ristourne sur la facture dans des proportions telles qu'il est donc rentable d'emprunter. Cette opération est donc un indice pertinent signalant l'absence de difficultés d'accès au crédit bancaire.

- La réponse des dirigeants/banquiers à la question ayant pour but de savoir si la dernière demande de crédit a été satisfaite, que ce soit totalement ou partiellement.

Cole (1998) considère, par exemple, la réponse donnée par le banquier à une demande d'extension de ligne de crédit de ses clients. Si elle n'est pas favorable, nous sommes potentiellement face à une difficulté.

- Benchmark sur la base de l'utilisation du crédit bancaire. Dietsch (2003) utilise le ratio dette bancaire/CA, et Repetto, Rodriguez et Valdes (2003) le ratio dette sur capital. Un recours relativement plus important que celui des Entreprises comparables appartenant au même secteur peut être utilisé comme indice pertinent signalant un accès plus facile au crédit.

Nous citons Aktas, Bellettre et Cousin (2011)⁹³, qui en s'intéressant aux très petites Entreprises françaises entre 1998 et 2006, ont documenté un endettement global de 52 %, contre un endettement financier plus chétif de 20 %, des actions étant principalement détenus par le propriétaire principal ou sa famille et la prépondérance des crédits commerciaux octroyés par les fournisseurs, principale source de financement externe pour ces petites entreprises. Le faible niveau de dette financière a quant à lui été inféré au phénomène de rationnement du crédit.

Le tableau suivant propose une synthèse des principales études faites sur le lien relation clientèle/rationnement du crédit.

Tableau n°11 : Récapitulatif des études sur le lien relation de clientèle/rationnement du crédit

Pays	Articles	Echantillons	Mesure du rationnement du crédit	Mesure de la relation		
				Durée	Nbre banques	Champ
	Petersen et Rajan (1994)	1 389 PME	% de crédit fournisseur payé en avance	+**	._**	
	Cole (1998)	2007 PME	Renouvellement du crédit	+***	._***	-

⁹³ Aktas N., Bellettre I. and Cousin J.G., (2011) "Capital structure decision of French very small businesses", *Finance*, 32, Pg 43-73

USA	Uzzi (1999)	2226 PME	Accès au crédit	-		+
	Scott et Dunkelberg (2003)	520 PME	Recherche d'un crédit unique	+***	_-***	
	Cole, Goldberg et White (2004)	585 PME	Extension de crédit par les petites banques	-	-	+**
	Scott (2006)	PME	Refus de crédit de la part de sa banque principale	_*	+	
Allemagne	Harhoff et Korting (1998)	994 PME	% de crédit fournisseur payer à en avance	+	_-**	
	Lehmann et Neuberger (2001)	318 PME	Approvisionnement en crédit	+***		+***
Italie	Angelini, Di Salvo, Ferri (1998)	2232 PME	Absence de rationnement	+**	_-**	
	Cosci et Meliciani (2002)	393 PME	Crédit utilisé/Crédit offert		+**	
	Guiso (2003)	3236 PME	Absence de refus de Crédit	+	+	-
Thaïlande	Menkhoff et Suwanaporn (2007)	416 GE	Lignes de crédit sur dette + lignes de crédit	+	+	+***
Argentine	Streb, Bolzico, Druck, Henke, Rutman et Escudero (2002)	8548 PME	% de lignes de crédit non utilisées		_-***	+
	Bebczuk (2004)	139 PME	Probabilité d'obtenir un crédit	-		
France	Ziane (2003)	224 PME	Non obtention de l'ensemble des crédits demandés	_-**	+**	
	Dietsch (2003)	-	Dettes bancaires / Chiffre d'affaires	+**	+**	+**
Belgique	De Bodt, Lobez et Statnik (2001)	296 PME	Absence de rationnement	+**	_-**	
Chili	Repetto, Rodriguez et Valde (2003)	-	Dettes sur Capital	+**	+**	_-**

NSSBF, National Survey of Business Finance, une enquête conduite périodiquement par le conseil des gouverneurs et le ministère des PME des Etats-Unis. NFIB, National Federation of Independent Business, une enquête conduite par la fédération nationale des Entreprises indépendantes (USA). SMF, Survey of Manufacturing Firm, enquête réalisée par la banque d'investissement Mediocredito Centrale tout les trois ans sur près de 4000 Entreprises industrielles principalement des PME. CDFS, Center of Debtors of the Financial System at the central bank of Argentina, Centrale des bilans de la banque centrale argentine. ULA, Union Industrial Argentina, enquête réalisée par l'union industriel argentine. CSBIF, Chilean Supervisory agency of Banks and Financial Institutions, autorité de régulation de l'activité bancaire du Chili (équivalent de notre commission bancaire).

****, **, * indiquent respectivement des niveaux de confiance de 99%, 95% et 90%.*

Dans leur globalité, ces travaux confirment le fait que plus la durée de la relation banque/Entreprise augmente, plus la probabilité de voir l'Entreprise se voir refuser un crédit aura tendance à diminuer. Il est toutefois délicat de conclure sur cette seule base, dans la mesure où elle est fortement liée à l'âge de l'Entreprise, et qu'au fil du temps l'opacité se réduit. La réduction de la probabilité de refus du crédit peut trouver son origine soit dans :

- La réduction des problèmes d'opacité en raison de l'ancienneté
- L'accumulation d'informations privées par la banque.

De plus, les Entreprises les plus jeunes ont naturellement moins d'opportunités de développer une relation longue.

Quant aux résultats portant sur l'exclusivité de la relation, ceux-ci démontrent que plus le nombre de banques avec lequel l'Entreprise opère est important, moins l'accès au crédit sera facile. « Cole (1998) explique cela par l'existence potentiel de « passagers clandestins » parmi les créanciers de l'Entreprise. Ces derniers profiteraient de l'information générée par la banque surveillant la gestion de l'Entreprise sans subir ses coûts d'acquisition et donc pourraient proposer aux clients de bonne qualité ainsi identifiés, des conditions plus favorables. Les investisseurs reçoivent ainsi une incitation négative à produire l'information nécessaire à lever des asymétries d'information. Cela maintient les problèmes de sélection adverse et d'aléa moral et donc le rationnement pour les Entreprises les plus opaques »⁹⁴.

3- Concernant le champ de la relation (nombre de services échangés entre Entreprise et banque principale) bien que les études utilisant cette variable soient moins fréquentes, les résultats montrent que plus le champ est important, plus les chances d'obtenir un crédit sont élevées, car chaque produit échangé est un vecteur d'informations contribuant à la réduction des asymétries.

1-1-4- Synthèse des principales hypothèses relatives au rationnement du Crédit :

Nous entendons rappeler dans cette conclusion les principales hypothèses relatives à la théorie du Rationnement du Crédit tout en les rapprochant de notre contexte :

Hypothèse 1 : Existence de conflits d'intérêt entre le dispositif bancaire et les Entreprises à travers des aléas de moralité (Guttentag & Herring, 1986).

⁹⁴ Ludovic Vigneron (2008) « Conditions de financement de la PME et relations bancaires. » *Thèse de Doctorat*. Université de Lille 2. Page 60.

Hypothèse 2 : Les asymétries d'information ex-ante (Stiglitz et Weiss, 1981), peuvent être à l'origine de phénomènes de sélection adverse induisant à terme un rationnement du crédit

Hypothèse 3 : Les Asymétrie d'information ex-post poussent le dispositif bancaire face au risque d'opportunisme des Entreprises, à être plus exigeant et donc à créer à terme un rationnement du crédit ex-post.

Ceci dit,

- Les PME marocaines sont-elles vraiment rationnées par le marché du crédit ?
- Les PME s'endettent-elles plus sur le court terme que sur le long terme ? Si oui, cela pourrait-il être un indicateur de leur rationnement ?

Hypothèse 4 : Dans le cas du financement bancaire, les débiteurs estiment toujours mieux le niveau de risque de leur projet que le prêteur/créancier.

En effet,

- La nature opaque des PME et les risques d'aléas de moralité étant amplifiés ; cela ne pousse-t-il pas le dispositif bancaire à limiter l'accès au crédit à ces Entreprises, entraînant ainsi un rationnement du crédit ?

2- Théorie du financement hiérarchisé :

Tableau n° 12 : Principaux travaux relevant du financement hiérarchique

Auteurs	Articles
Donaldson (1961)	« Corporate debt capacity: a study of corporate debt policy and the determination of corporate debt capacity », <i>Harvard Graduate School of Business Administration</i>
Myers (1984)	“The capital structure puzzle”, <i>Journal of Finance</i> 39, 575-592.
MYERS. S, MAJLUF. N (1984)	“Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have”, <i>Journal of Financial Economics</i> , Volume 13, Issue 2, June, Pg 187-221.
Krasker (1986)	“Stock price movements in response to stock issues under asymmetric information”, <i>Journal of Finance</i> 41, 93-105.
Titman et Wessels (1988)	“The determinants of capital structure choice”, <i>Journal of Finance</i> 43, 1-19.
Williamson (1988)	“Corporate finance and corporate governance”, <i>Journal of Finance</i> 43, 567-591.
Noe (1988)	“Capital structure and signaling game equilibrium”, <i>Review of Financial Studies</i> 1, 331-356.
Narayanan (1988)	“Debt versus equity under asymmetric information”, <i>Journal of Financial and Quantitative Analysis</i> 23, 39-51.
Rajan et Zingales (1995)	“What do we know about Capital Structure ? Some Evidence from International data”, <i>Journal of Finance</i> , 56, Pg 87-130.
Nekhili (1999)	« Le choix du type et de la maturité de la dette par les firmes françaises » <i>Finance Contrôle Stratégie – Volume 2, N° 3, septembre 1999, p. 179 - 206.</i>

“Myers (1984) refers to this as a "pecking order" theory of financing, i.e., that capital structure will be driven by firms' desire to finance new investments, first internally, then with low-risk debt, and finally with equity only as a last resort.”⁹⁵

« Contrastons la théorie reposant sur un arbitrage statique avec la vision populaire concurrente reposant sur un ordre lexicographique (pecking order): les Entreprises préfèrent se financer de manière interne, [...] si le financement externe est nécessaire, alors l'Entreprise émet d'abord les titres les plus sûrs ; aussi, elles commencent avec l'endettement, avant de continuer avec des titres hybrides comme les obligations convertibles, et enfin en dernier ressort avec les actions. Dans cette histoire, il n'existe aucun levier d'endettement bien défini, parce qu'il y a deux types de financement sur fonds propres, l'un interne, l'autre externe, l'un débutant l'ordre lexicographique du financement, l'autre la terminant”⁹⁶

2-1- Financement hiérarchisé, définition :

La théorie du Pecking Order (POT) ou financement hiérarchisé, présentée historiquement par Myers en 1984, reste rattachée à l'idée d'un accès des Entreprises non conditionné aux marchés financiers. L'ordre hiérarchique de financement choisi est justifié, dans le cadre de cette théorie, par la classification des modes de financement à disposition des Entreprises, selon leur ordre de préférence.

Force est de constater que la théorie du financement hiérarchisé ne s'appuie pas sur l'optimisation du ratio d'endettement, celui-ci n'étant finalement que le « résultat cumulé d'un ordre préférentiel de nombre modes de financement au fil du temps »⁹⁷. Le premier choix se porte sur l'autofinancement, en effet celui-ci évite de:

- Fournir l'information sur des projets stratégiques
- Affronter le marché
- Se justifier devant les investisseurs

Quant au taux d'endettement cible (né de l'arbitrage entre dette et fonds propres), celui-ci n'est pas substantiel dans la prise décision, la dette n'étant qu'un résidu cherché en période d'investissement, lorsque la valeur actuelle nette positive est supérieure à l'autofinancement.

⁹⁵ Harris M., Raviv A., (1991) “The theory of capital structure”; *The journal of finance*, vol 46 n° 1, mars 91, p 297-355.

⁹⁶ Myers S.C. (1984), « The Capital Structure Puzzle », *Journal of Finance*, 39, p. 581. Traduction réalisée par Bernard (2003, p. 6).

⁹⁷ MYERS. S, MAJLUF. N (1984), “Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have”, *Journal of Financial Economics*, Volume 13, Issue 2, June, Pg 187-221.

Le surplus de l'investissement sur l'autofinancement détermine le besoin de financement externe. Ce besoin prendra la forme :

- D'endettement pour son contenu informationnel positif, et ce pour les Entreprises les plus sensibles aux asymétries informationnelles
- D'émissions de capital pour les Entreprises les moins affectées par les phénomènes de sélection adverse (rationnement du crédit)

2-2- Asymétrie informationnelle et hiérarchie des modes de financement :

Le modèle de financement hiérarchique de Myers et Majluf (1984) repose donc sur l'hypothèse centrale d'asymétrie informationnelle. Selon cette théorie, les Entreprises auront généralement tendance à privilégier en premier lieu l'autofinancement, tout simplement parce qu'il s'agit d'une ressource disponible dans l'immédiat, non coûteuse et qui évitera en plus à l'Entreprise d'avoir à rendre des comptes au marché.

Les objectifs de paiement de dividendes seront réadaptés en fonction des opportunités d'investissement lesquels se traduisent naturellement par des besoins de financement.

Au final, les Entreprises tireront sur leur trésorerie disponible, après quoi si cela ne suffit pas, c'est-à-dire, si les besoins de financement nés des investissements dépassent le montant de l'autofinancement, l'Entreprise fera appel à un financement externe.

Le premier choix portera sur la dette la moins risquée. En faisant appel au financement classique, concours bancaires (celle-ci conservera des lignes de crédits) et dettes de financement, sans oublier les émissions de titres de créances (obligataires, hybrides...) en partant du moins risqué vers le plus risqué.

Seulement et uniquement si tout ce qui précède se révèle insuffisant, l'Entreprise optera-t-elle pour une augmentation de capital. De plus, recourir à la dette est perçu comme le signal d'une confiance absolue du dirigeant dans la capacité bénéficiaire de son affaire (Ross, 1977). L'interprétation du marché étant bonne, celle-ci engendrera une appréciation de son cours de bourse.

A contrario, une émission de capital provoquerait éventuellement une baisse du cours boursier, l'interprétation du marché étant que la décision de procéder à une telle opération émane en fait de la volonté de profiter d'une surévaluation actuelle du prix de l'action. Au final, la décision de financement ne se résume pas à un calcul maîtrisé, ni à un jeu de hasard, mais plutôt à une réelle volonté de limiter les coûts d'intermédiation (l'opération la plus coûteuse étant l'augmentation de capital).

Ceci dit la hiérarchie dans le choix du financement peut s'exprimer différemment en fonction des objectifs poursuivis par le dirigeant (Cornell & Shapiro, 1987). Les motivations peuvent être :

- D'agir dans son propre intérêt.
- Fonction de l'aversion pour le risque
- De maximiser la richesse des actionnaires

« It is our belief that stakeholders other than investors and management play role in financial policy and constitute a vital link between corporate strategy and corporate finance. One purpose of this paper is to suggest several ways in which the inclusion of additional stakeholders leads to new interpretations of classic problems in finance »⁹⁸

Si le dirigeant agit dans l'intérêt des actionnaires, l'asymétrie informationnelle et les problèmes de signalement associés à l'émission de capitaux propre feront que la hiérarchie financière sera donc : autofinancement, dette peu risquée, dette risquée et augmentation de capital en dernier ressort.

Si le dirigeant cherche à maximiser son utilité, celui-ci pourrait cibler les gratifications et divers avantages venant en rétribution, suite au caractère assez contraignant et au surplus organisationnel lié au recours à l'endettement (Myers, 1984). La hiérarchie sera donc : autofinancement, augmentation de capital puis endettement.

La conception de financement hiérarchisé n'est d'ailleurs pas nouvelle. Donaldson (1961) en décrivant le comportement financier des Entreprises, avait conclu que ces dernières :

- S'abstenaient habituellement d'émettre des actions
- N'empruntaient que si l'investissement nécessitait des fonds supérieurs aux Cash flows existants.

Notons par ailleurs que la théorie du financement hiérarchique nous permet de conclure à l'absence de séparation entre les décisions d'investissement et de financement comme cela apparaît à travers le modèle de Williamson (1988). Afin de rendre viable à long terme la relation contractuelle entre les parties prenantes (ou parties au contrat, soit : actionnaires, dirigeants et créanciers), il est nécessaire d'effectuer un continuum d'ajustements ex-post.

⁹⁸ Bradford Cornell & Alan Shapiro (1987): "Corporate stakeholders and corporate finance". *Financial Management* 16, Pg 5-14

Dans ce cadre, la dette et les fonds propres ne sont pas simplement des sources de financement, mais surtout des moyens à disposition permettant de réaliser ces ajustements. De ce fait, si :

- L'actif est spécifique⁹⁹, l'augmentation de capital est plus appropriée, pour réaliser dans les meilleures conditions les ajustements et activités de monitoring liant la firme aux apporteurs de capitaux. En effet, s'il s'agit par exemple d'un projet de recherche et développement, les actionnaires toléreront davantage que les créanciers, le fait qu'il ne dégager pas la rentabilité escomptée dans les délais les plus courts.
- Si l'actif n'est pas spécifique, l'endettement sera une formule de financement plus simple et appropriée.

Donc selon Williamson, la spécificité de l'actif reste la caractéristique clé expliquant le choix d'un mode de financement et la structure financière. L'existence d'une préférence dans les choix du financement a d'ailleurs été vérifiée par plusieurs travaux empiriques (Titman et Wessels, 1988 ; Rajan et Zingales, 1995 ; Kremp et Al, 1999 ; Weill, 2001). Nous citons par ailleurs le modèle de Noe (1988) qui confirme celui de Myers & Majluf en prédisant une réponse négative du marché lors de l'annonce d'une émission d'actions et une réponse positive lors d'une émission de dette. Quant à Titman et Wessels (1988), ces derniers ont insisté sur la rentabilité comme une approximation de la disponibilité des fonds internes.

Il existe donc une relation positive entre rentabilité et financement interne et négative entre rentabilité et sources de financement externes. Notons toutefois que la majorité de ces travaux s'est intéressée aux grandes Entreprises.

2-3- Dans quelle mesure l'approche par le Pecking Order s'applique-t-elle aux PME ?

Il existerait un effet taille impactant directement le financement des Entreprises, et pouvant être justifié par les contraintes que connaissent les PME dans le cadre de leur accès aux différentes ressources financières :

- 1- Attitude du dirigeant- propriétaire vis à vis du financement externe. Il s'agit là de la tendance naturelle du chef d'Entreprise à vouloir protéger son patrimoine, et qui le pousse à limiter le recours aux outsiders, et ce dans le but de conserver ses droits de propriété (risque de dilution des pouvoirs).

⁹⁹ Un actif spécifique est un actif qui ne pourra être réutilisé pour une transaction avec un autre client sans perdre de sa valeur

2- Minimisation des coûts des capitaux à engager. La possibilité de négociation des taux d'intérêts bancaires sur la base de bonnes performances économiques serait un levier d'action à disposition pour les dirigeants-proprétaires, soucieux d'optimiser leurs ressources.

Le coût de la dette (estimée en moyenne à 8%) étant alors inférieur à la rentabilité exigée par les investisseurs (estimée en moyenne à 15%), le gérant optera tout naturellement pour un financement bancaire, qui rappelons le, lui évitera également une perte de contrôle.

En effet, comme nous l'avons vu, les motivations derrière le choix de financement déterminent fortement la hiérarchie choisie. Nous pouvons avoir :

1. Autofinancement
2. Dette
3. Augmentation de capital

Et ce dans le cas où le dirigeant agirait dans l'intérêt des investisseurs et de l'Entreprise.

1. Autofinancement
2. Augmentation de capital
3. Endettement.

Et ce dans le cas où l'objectif du dirigeant serait de maximiser son utilité.

Une étude de Nekhili (1999) a par ailleurs validé l'existence d'une relation négative entre autofinancement et dette bancaire.

Par ailleurs, Myers et Majluf (1984) considèrent dans leur modèle que :

- Les firmes qui possèdent peu d'opportunités d'investissement et d'importants free cash-flow auront de faibles ratios d'endettement.
- Les firmes qui possèdent d'importantes opportunités d'investissement et de faibles cash-flows auront des ratios d'endettement élevés.

L'Entreprise dont les besoins en investissement sont importants peut donc accumuler des réserves suffisantes en réduisant ses dividendes, sauf que la réduction des dividendes est une décision à laquelle les Entreprises se résolvent difficilement.

Nous présentons ci-dessous une synthèse des principaux auteurs ayant traité du financement hiérarchique, ainsi qu'un tableau récapitulatif des différents travaux réalisés sur le sujet.

2-4- Apports principaux auteurs :

Donaldson (1961) : Préférence pour l'autofinancement, puis la dette, puis l'augmentation de capital.

Myers et Majluf (1984) :

1- Augmentation de capital et baisse de la valeur de la firme :

- Pour les nouveaux actionnaires, toute augmentation de capital peut être interprétée comme un signal défavorable et peut engendrer une réduction de la valeur de la firme.
- Pour les anciens actionnaires, toute augmentation de capital est synonyme d'investissement et donc de création de richesse (malgré la baisse de valeur de la firme).
- Ainsi, pour éviter une dévaluation du prix des actions, le dirigeant cherchera un autre financement, hiérarchisé comme suit : autofinancement, dette non risquée, dette risquée et augmentation de capital.

2- Endettement, augmentation de capital et conflit d'intérêts actionnaires/dirigeants :
Les dirigeants cherchent à contrecarrer l'impact contraignant et disciplinaire de la dette, c'est pourquoi il est naturellement préférable pour eux de se financer par autofinancement.

Recourir à une augmentation de capital nécessiterait également l'accord de l'assemblée générale et attirerait donc leur attention sur les performances de la firme, qu'elles soient favorables ou non.

Cornell et Shapiro (1987)¹⁰⁰, soulignent les objectifs poursuivis par chaque partie prenante :

- L'objectif du dirigeant est de maximiser la valeur de la firme
- L'objectif des fournisseurs et créanciers est de minimiser les risques de contrepartie.

La réalisation de ces deux objectifs nécessite selon les deux auteurs la minimisation des coûts des contrats implicites. Pour ce faire, la firme se doit de préserver ses capacités d'autofinancement et d'endettement avant la date à laquelle elle est supposée honorer ses contrats implicites. Pourquoi ? Parce qu'à cette date, l'émission d'actions peut se révéler onéreuse. La hiérarchie à partir de ce moment s'établit comme suit : autofinancement, augmentation du capital, puis endettement.

¹⁰⁰ CORNELL, B., and SHAPIRO A.C. (1987) "Corporate Stakeholders and Corporate Finance," *Financial Management* 16. PP: 5-14.

Williamson (1988) suppose que la dette et l'augmentation de capital ne sont pas à considérer uniquement comme des sources de financement, mais aussi et surtout comme des moyens d'ajustements ex-post permettant de viabiliser à long terme la relation contractuelle entre les différentes parties au contrat (investisseurs, dirigeants et créanciers). La spécificité de l'actif reste la caractéristique clé expliquant le choix d'un mode de financement.

Il convient de différencier alors entre deux cas de figure :

- 1- Actif spécifique : dans ce cas de figure, l'augmentation de capital est la solution de financement la plus appropriée afin de réaliser les ajustements contractuels liant l'Entreprise aux apporteurs de capitaux. En effet, si l'investissement est spécifique (exemple : projet de R&D) les actionnaires toléreront davantage les différés dans les délais de rentabilisations prévus.
- 2- Actif non spécifique, l'endettement apparaît alors comme une formule de financement plus appropriée.

Williamson (1988) avance par ailleurs et contrairement à l'idée conventionnelle qui considère une firme comme entièrement financée à la base par capitaux propres, l'idée que la dette constitue finalement « l'instrument naturel » de financement et les fonds propres comme solution de dernier recours.

Myers (1990)¹⁰¹ présente un modèle revisitant les apports de Myers & Majluf (1984). Celui-ci perçoit la firme comme une coalition ayant pour but d'accroître les fonds propres de l'Entreprise ainsi que le « surplus organisationnel ¹⁰² ». Dans ce cas, à défaut de puiser dans l'autofinancement, l'augmentation de capital sera préférée à l'endettement.

Ceci dit, toute augmentation de capital a ses limites, car elle oblige aussi implicitement à distribuer des dividendes supplémentaires. La hiérarchie entre les financements se présente donc de la manière suivante : autofinancement, augmentation de capital et dette en dernier ressort (ce qui est contradictoire avec le modèle de Myers et Majluf (1984).

Brennan & Kraus (1987)¹⁰³ proposent quant à eux un modèle remettant en cause la hiérarchie proposée par Myers & Majluf (1984) en précisant que les Entreprises ont la

¹⁰¹ Myers, R. H. (1990) "Classical and Modern Regression with Applications". *PWS-Kent Publishing Company*, 448 p.

¹⁰² Soit le pouvoir de l'Entreprise de redistribuer des bonifications aux collaborateurs

¹⁰³ Brennan, Michael and Alan Kraus, (1987) "Efficient financing under asymmetric information", *Journal of Finance*, 42, 1225-1243.

possibilité d'émettre de la dette, mais qu'en réalité, celles-ci ne le font pas nécessairement.

Noe (1988) prédit une réponse positive du marché lors d'une émission de dette et une réponse négative lors de l'annonce d'une émission d'actions. La POT prédit que l'annonce d'une émission d'actions est perçue par le marché comme un indicateur de cours très élevé et provoque par conséquent une baisse de sa valeur. Ce qui n'est pas le cas lors d'une émission de dette sans risque.

Cela veut dire que toute Entreprise voudra émettre des actions lorsque les dirigeants estiment que celle-ci est surévaluée sur le marché. Il en résulte que le ratio cours-bénéfices devrait donc être négativement relié au ratio d'endettement.

C'est le résultat qu'a obtenu Titman (1982).

2-5- Études récentes sur la Théorie du financement hiérarchique :

Tableau n°13 : Principales conclusions tirées des travaux effectués sur la POT

Auteurs	Conclusions
Rajan et Zingales (1995) ¹⁰⁴	L'endettement est positivement corrélé à la tangibilité des actifs.
Titman & Wessel (1988) ¹⁰⁵ Rajan & Zingales (1995) Booth <i>et al.</i> (2001) ¹⁰⁶ Abimbola (2002) ¹⁰⁷	Le niveau d'endettement est impacté par certaines caractéristiques des Entreprises telles que la taille, la rentabilité, les opportunités de croissance, la valeur de liquidation des actifs
Hovakimian <i>et al.</i> (2001) ¹⁰⁸	Les Entreprises s'endettent lorsque leur niveau d'endettement est inférieur au ratio d'endettement cible et se désendettent dans le cas contraire.
Fama & French (2002) ¹⁰⁹	Il existe une relation négative entre endettement et rentabilité, ce qui tend à valider la Pecking Order Theory et à invalider la Trade-off Theory
Lemmon & Zender (2003) ¹¹⁰	Les Entreprises émettent des dettes si leur capacité d'endettement n'est pas « contrainte »
Benito (2003) ¹¹¹	La Pecking Order Theory explique la structure financière des Entreprises espagnoles.
Frank & Goyal (2004) ¹¹²	Le financement externe est la source de financement privilégiée dans les années 1980 et 1990 et non l'autofinancement
Galpin (2004) ¹¹³	Les asymétries informationnelles ne semblent pas pousser les Entreprises à hiérarchiser leurs choix de financement.

¹⁰⁴ Rajan, G.R. et L. Zingales (1995) « What do we Know About Capital Structure? Some Evidence from International Data», *The Journal of Finance*, 1421-1460.

¹⁰⁵ Titman and Roberto Wessels, (1988) “The determinants of capital structure choice” *Journal of Finance* 43, 1-19.

¹⁰⁶ BOOTH L., AIVAZIAN V., DEMIRGUC-KUNT A. & MAKSIMOVIC V., (2001), “Capital structure in developing countries”, *Journal of Finance*, 56, p. 87-130.

¹⁰⁷ ABIMBOLA A. (2002), “cross-sectional test of pecking order hypothesis against static trade-off theory on UK data”, [en ligne], disponible sur World Wide Web: <http://ssrn.com/abstract=302827>, p. 1-29.

¹⁰⁸ Hovakimian A, Hovakimian G, Tehranian H (2001) « Determinants of target capital structure: The case of dual debt and equity issues » *Journal of financial economics* 71 (3), 517-540

¹⁰⁹ Fama, E and K.French (2002) « Testing Trade-off and Pecking Order Predictions about Dividends and Debt » *Review of financial studies*, vol 15.p 1-33.

¹¹⁰ Lemmon M. & ZENDER JF (2003) “debt capacity and tests of capital structure theories” *Washington DC Meetings* P 1-44

¹¹¹ BENITO A. (2003), “The capital structure decisions of firms: is there a pecking order?” *Documento de Trabajo, 0310*, Banco de Espana, p. 1-41

¹¹² FRANK M.Z. & GOYAL V.K. (2004), “Capital structure decisions”, *AFA 2004 San Diego Meetings*, p. 1-55.

¹¹³ GALPIN N. (2004) “Can the pecking order explain the costs of raising capital”, *EFA 2004 Maastricht Meetings, Paper n° 3404*, p. 1-46.

Leary & Roberts (2005) ¹¹⁴	Les Entreprises ne respectent pas souvent la hiérarchie établie par la POT.
Fama & French (2004) ¹¹⁵	Remise en question de l'importance de la capacité d'endettement dans le cadre du financement hiérarchique. Certaines grandes Entreprises se financent par capital alors que leur capacité d'endettement est loin d'être contrainte.

Source: -Colot O. et Croquet M., Les déterminants de la structure financière des Entreprises Belges. Étude exploratoire basée sur la confrontation entre la théorie de préférences de financement hiérarchisées et la détermination d'un ratio optimal d'endettement, *Reflets et perspectives de la vie économique* 200712-3, Tome XLVI, p. 177-198

¹¹⁴ LEARY M.T. & ROBERTS M.R. (2010) "The pecking order, debt capacity and information asymmetry", *journal of financial economics* 95 (3), Pg 332-355

¹¹⁵ FAMA E. & FRENCH K.F. (2004), "Financing decisions: Who issues stock?", *CRSP Working Paper* n° 549, p. 1-39

2-6- Synthèse des principales hypothèses relatives à la Théorie du financement hiérarchisé :

Nous entendons rappeler au niveau de cette brève conclusion les principales hypothèses relatives à la POT tout en les rapprochant de notre contexte :

Hypothèse 1 : Il existe un financement hiérarchique (Myers & Majluf (1984), Krasker (1986), Narayanan (1988))

Ceci dit, les dirigeants de PME ont-ils véritablement une préférence pour un financement au lieu d'un autre ? (au lieu d'opter par exemple pour un levier optimal)

Hypothèse 2 : Les firmes préfèrent le financement interne.

Ceci dit, le financement externe revêt-il vraiment un caractère résiduel ?

Hypothèse 3 : Si un financement externe est requis, les firmes émettent d'abord de la dette (de la plus sûre à la moins sûre) puis des actions.

Ceci dit, les PME privilégient-ils vraiment les voies de financement bancaires ?

Hypothèse 4 : L'endettement financier est négativement corrélé à la rentabilité et aux liquidités¹¹⁶ et l'autofinancement¹¹⁷ et positivement corrélé à la tangibilité des actifs (RAJAN et ZINGALES, 1995).

Mais, existe-t-il vraiment une relation négative entre rentabilité et endettement ? Liquidités et endettement ? Autofinancement et endettement ?

Hypothèse 5 : Réponse positive du marché lors d'une émission de dette et réponse négative lors de l'annonce d'une émission d'actions (NOE, 1988)

Ceci dit,

- Le marché marocain est-il suffisamment efficient pour que le risque d'une réponse positive/négative du marché soit un facteur explicatif de l'endettement ?
- Les PME marocaines ne sont-elles pas rationnées par le marché financier ? peuvent-elles vraiment s'attendre à de telles réponses de la part de celui-ci ?

¹¹⁶ De Haan L. & Hinloopen J. (2003) "Preference hierarchies for internal finance, bank loans, bond and share issues: evidence for Dutch firms." *Journal of Empirical Finance* 10, 661-681.

¹¹⁷ NEKHILI M. (1994) « Choix entre la dette bancaire et la dette obligataire par les firmes françaises », *Thèse de doctorat, Université de Bourgogne*

3- Théorie du signal dans un contexte d'asymétrie informationnelle :

Tableau n°14 : Principaux travaux relevant de la théorie du signal

Auteurs	Articles
Ross S. (1977)	“The Determination of Financial Structure : The Incentive-Signaling Approach”, <i>Bell Journal of Economics</i> , 8, 23-40.
Narayanan M., (1988)	“Debt versus Equity Under Asymmetric Information”, <i>Journal of Financial and Quantitative Analysis</i> , 23, 39-51.
Blazenko G. (1987)	“Managerial Preference, Asymmetric Information and Financial Structure”, <i>Journal of Finance</i> , 42, 839-862
John K (1987)	“Risk-Shifting Incentives and Signaling Through Corporate Structure”, <i>Journal of Finance</i> , 42, 623-641
Noe, Thomas (1988)	“Capital structure and signaling game equilibrium”, <i>Review of Financial Studies</i> 1, 331 356

3-1- Décision financière et signalisation :

Nous proposons à titre complémentaire un petit survol de la théorie du signal. En quoi celle-ci pourrait être à même de fournir des éléments de réponse sur le comportement vis-à-vis de la dette ?

Nous considérons en général que toute décision financière (Investissement, financement ou politique de dividende) constitue en elle-même un signal crédible et porteur de conséquences, lancé sur le marché, et émis par des agents (généralement dirigeants) à destination d'investisseurs avisés. Ainsi, les dirigeants, afin de pallier les problèmes d'asymétries d'information, vont chercher à émettre un signal sur leur niveau d'endettement, le but étant d'asseoir la crédibilité de leur Entreprise. L'augmentation de cet endettement traduit donc leur confiance.

Ceci leur permet d'offrir une signalisation sur le profil anticipé des Cash-flow futurs espérés, et d'offrir une assurance raisonnable quant à l'espérance de rentabilité d'un projet et son risque.

Une augmentation de capital risquerait, a contrario, de provoquer une baisse du cours de l'action sur le marché. Ainsi, la décision managériale dans un contexte d'aversion au risque et d'asymétrie informationnelle impacterait fortement l'endettement en tant que

signal donné au marché (Ross (1977), John (1987), Blazenko (1987) et Narayanan (1988)).

L'importance de la signalisation apparait dans le fait que toute information imparfaite peut mener les investisseurs à porter une mauvaise appréciation sur la valeur réelle de l'Entreprise. Certaines Entreprises performantes ont d'ailleurs reconnu l'importance de la communication financière dans la vie d'une société et ont décidé de publier tous les rapports financiers qui la touchent. L'image ressortant de la lecture des états financiers de ces Entreprises constitue ainsi un signal lancé sur le marché.

Ainsi, l'activité de signalisation comporte deux aspects différant selon la nature de la firme :

- Les dirigeants d'une Entreprise performante publieront des informations permettant aux acteurs externes de les distinguer d'une Entreprise de moindre qualité.
- Les firmes de moindre qualité auront tendance à vouloir communiquer à leur environnement des informations faisant croire que celles-ci seraient performantes au risque de supporter certaines pénalités si le marché réalise qu'elles ont maquillé les faits.

3-2- Signalisation, systèmes de pénalités et intéressement :

Ceci dit, toute décision financière est porteuse de son lot de conséquences. En effet, un système de pénalités et d'intéressements est prévu pour inciter les dirigeants à révéler l'information détenue et dissuader la mauvaise Entreprise d'imiter la bonne.

Ross (1977) défend l'endettement comme étant le signal utilisé par excellence par les agents les mieux informés (dirigeants ou actionnariat familial) à destination des moins informés (Outsiders). Gardons à l'esprit que celui-ci sera d'autant plus crédible que nul ne peut, en fait, se permettre de l'imiter, car trop coûteux.

Nous présentons ici le modèle simplifié de Ross, comportant 2 types d'Entreprises. L'objectif étant de montrer la relation positive entre valeur de la firme et niveau d'endettement dans le cadre de la signalisation financière.

Soit :

A : firme de bonne qualité générant des Cash Flows a avec une probabilité de réalisation q

B : firme de moindre qualité générant des Cash Flows b avec une probabilité de réalisation $(1-q)$

La valeur de marché en T_0 , exprimée par V_{A0} et V_{B0} est :

$$V_{A0} = a / (1+r) \quad \text{et} \quad V_{B0} = b / (1+r)$$

Avec : r = taux d'actualisation

Naturellement, $V_{A0} > V_{B0}$, mais comme en l'absence de signal, les investisseurs sont mal informés quant aux qualités respectives des deux firmes. Une valeur moyenne pondérée (différente de leur valeur réelle) leur sera attribuée indifféremment :

$$V_0 = q \times a + (1-q) b / (1+r)$$

Pour établir un système d'incitation efficient, la fonction de rémunération des dirigeants prendra la forme suivante :

$$\begin{aligned} M &= (1+r)p V_0 + p V_1 && \text{si } V_1 > D \\ M &= (1+r)p V_0 + p V_1 - L && \text{si } V_1 < D \end{aligned}$$

Avec :

p : pourcentage d'intéressement

L : pénalité en cas de faillite

D : dette émise en temps 0

Ross a également introduit un niveau de dette, appelé seuil critique D^* , au-dessus duquel, une Entreprise est considérée de type A, et en dessous duquel elle est considérée de type B.

Si $D > D^*$, la firme est perçue comme étant A, sa valeur s'exprime alors :

$$V_0(DA) = a / (1+r)$$

Si $D < D^*$, la firme est perçue comme étant B, sa valeur s'exprime alors :

$$V_0(DB) = b / (1+r)$$

Il en découle que $V_0(DA) > V_0(DB)$, à condition que $D > D^*$. Cette dette contractée, et lancée comme signal sur le marché témoigne de la qualité de l'Entreprise A, et voit sa valeur relancée à la hausse, au fur et à mesure que l'endettement est augmenté.

Sans oublier que la raison derrière la force et la portée de ces signaux, est selon Narayanan (1988), le contexte d'asymétrie informationnelle (entre d'une part les managers (Insiders), et d'autre part les actionnaires minoritaires (outsiders))

En effet, l'endettement est considéré comme un signal sur la confiance du dirigeant dans l'avenir et la force de son Entreprise, ainsi que sa volonté de faire progresser sa

performance financière, dans le but de maintenir les Cash-flow nécessaires pour faire face au service de la nouvelle dette.

Traduction d'une bonne performance prévisionnelle, il est interprété positivement par le marché et engendre une appréciation du cours de bourse. Voilà pourquoi l'endettement est perçu comme étant un indicateur de bonne santé. Car le dirigeant de l'Entreprise non performante ne peut se permettre d'augmenter le poids de la dette, compte tenu des coûts de faillite pouvant en résulter, signal donc trop coûteux au vu des conséquences attendues le cas échéant.

3-3- Théorie du signal et réalité financière des PME :

L'un des apports de la théorie du signal à la question du financement est la priorité accordée par celle-ci au à l'endettement comme signal favorable émis aux investisseurs sur la qualité de l'Entreprise. Pourquoi ? Parce que l'ouverture du capital comporte un risque de sous-évaluation future des actions. De plus, l'émission d'action est un mauvais signal émis aux investisseurs dans la mesure où toute ouverture du capital est synonyme d'insuffisance des fonds propres (Myers et Majluf, 1984).

Cette sous-évaluation est d'autant plus importante chez les PME du fait de l'amplification de l'asymétrie informationnelle (Young et Zaima, 1986). Nous synthétisons les travaux empiriques traitant de l'impact de la théorie du signal sur l'endettement des PME comme suit :

Existence d'une stratégie par le signal dans la formation de l'endettement bancaire, qui est de plus, caractérisée par un manque de transparence informationnelle. Cela ressort notamment à travers la croissance, la réputation auprès des partenaires commerciaux, la structure des actifs et le financement interne :

- Ziane¹¹⁸ en 2000, sur un échantillon de 2267 PME françaises entre 1991 à 1998.
- Kremp et Al. en 1999
- Colombo¹¹⁹ en 2001
- Weill¹²⁰ en 2001
- Bhaduri¹²¹ en 2002

¹¹⁸ ZIANE.D (2000), "La structure d'endettement des petites et moyennes Entreprises françaises : une étude sur données de panel", *Conférence Internationale de L'Association Française de Finance (A.F.F.I), Paris, Décembre.*

¹¹⁹ COLOMBO. E (2001), "Determinants of corporate capital structure: Evidence from Hungarian Firms", *Applied Economics*, Volume 33, Issue 13, Pg 1689- 1701.

¹²⁰ WEILL. L (2001), "Determinants of Leverage and Access to Credit: Evidence on Western and Easter Europe Countries", *Acte de Communication, Journées Internationales d'Economie Monétaire et Bancaire*, 6- 7 Juin.

¹²¹ BHADURI. S (2002), "Determinants of capital structure choice: a study on the Italian corporate sector", *Applied Financial Economics*, Volume 12, Issue 9, September, Pg 655- 665.

- Keasey et McGuinness¹²² en 1992, qui sur un échantillon de 190 Entreprises anglaises de 1984 à 1986, relèvent comme bons signaux émis :
 - Le choix des partenaires financiers.
 - Le pourcentage de capital détenu par les dirigeants
 - La valeur d'une augmentation du capital

Signalons toutefois que :

- La présence d'une Entreprise sur un marché financier facilite le repérage d'une activité de signal.
- Une grande partie des travaux empiriques reliant théorie du signal et endettement a été effectuée sur des Entreprises cotées.
- La majorité des PME sont des Entreprises fermées non présentes sur les marchés financiers.

Belletante¹²³ et Al (2001) considèrent effectivement que l'efficacité d'une stratégie de signalisation peut être remise en cause du fait de son caractère imperceptible ou plutôt difficilement repérable par les investisseurs.

Norton¹²⁴ (1991) quant à lui remis totalement en cause l'impact de la théorie du signal sur le financement des PME, et souligne plutôt les préférences des managers et les effets de la fiscalité.

Belletante, Levratto et Paraque (2001)¹²⁵ remettent également en cause les indicateurs retenus par la théorie du signal, citant que ces derniers sont très similaires à ceux appliqués aux Entreprises, et que cela ne permet donc pas de tenir compte de la spécificité financière des PME. La pertinence de la théorie du signal dans l'explication de l'endettement reste donc à vérifier dans les petites et moyennes Entreprises.

3-4- Synthèse des principales hypothèses relatives à la Théorie du signal

Nous entendons rappeler au niveau de cette synthèse les principales hypothèses relatives à l'impact de la théorie du signal sur l'endettement tout en les rapprochant de notre contexte.

¹²² KEASEY. K, MC GUINNESS. P (1992), "An empirical investigations of the role of signaling in the valuation of seasoned equity issues", *Accounting and Business Research*, Volume 122, Issue 86, Spring, Pg133-142, 10 pg.

¹²³ BELLETANTE. B, LEVRATTO. N, PARANQUE. B (2001), *Diversité économique et modes de financement des PME*, L'Harmattan, Paris,

¹²⁴ NORTON. E (1991), "Capital structure and small public Firms", *Journal of Business Venturing*, New York, July, Volume 6, Issue 4, P287, 17 pg.

¹²⁵ BELLETANTE. B, LEVRATTO. N, PARANQUE. B (2001), « *Diversité économique et modes de financement des PME* », L'Harmattan, Paris

Hypothèse 1 : Certains paramètres sont interprétés par les investisseurs externes, créanciers et différents partenaires comme des signaux émis par l'Entreprise sur ses capacités financières.

Ceci dit, les dirigeants marocains s'endettent-ils vraiment (ou du moins partiellement) dans le but de lancer un signal positif¹²⁶ sur le marché ?

Hypothèse 2 : La bonne réputation de l'Entreprise influence positivement ses relations avec les créanciers, cela induit que :

- L'endettement commercial est positivement lié à l'endettement financier.
- La rentabilité financière est positivement liée à la dette financière

Ceci dit, une PME marocaine endettée est-elle vraiment interprétée comme étant en bonne santé ? Cela ne pourrait-il pas constituer une explication au surendettement¹²⁷ de certaines de ces Entreprises ?

Hypothèse 3 : Les dirigeants d'une Entreprise performante publient des informations permettant aux acteurs externes de les distinguer d'une Entreprise de moindre qualité.

Ceci dit, l'amplification des asymétries informationnelles chez les PME¹²⁸ ne pousserait-elle pas certaines Entreprises à user de la signalisation afin de rassurer exagérément les créanciers/partenaires sur les performances futures ?

Hypothèse 4 : La structure financière est corrélée à la valeur de l'Entreprise.

Ceci dit, le marché marocain est-il suffisamment efficient et la nature même des PME permet-elle vraiment l'explication de la dette par la théorie du signal ?

¹²⁶ Ziane (2001) a validé l'existence d'une stratégie par le signal dans l'explication de l'endettement bancaire sur un échantillon de 2267 PME françaises entre 1991 à 1998.

¹²⁷ En effet, une prépondérance de la dette dans le bilan des PME pourrait être considérée comme un signal émis fiable poussant les banques à avoir plus confiance dans une PME endettée compte tenu de sa « bonne » réputation sur le marché des crédits.

¹²⁸ Young, J. E. and Zaima, J. K. (1986), "Does it Pay to Invest in Small Business IPOs?" *Journal of Small Business Management*, Vol. 24, pp. 39-50

4-Théorie de l'agence :

Tableau n°15 : Principaux travaux relevant de la théorie de l'Agence

Auteurs	Articles
Jensen and Meckling (1976)	« Theory of the firm: managerial behavior, agency cost, and ownership structure ». <i>Journal of Financial Economics</i> , 1976, vol. 3, issue 4, pages 305-360
Myers (1977)	“Determinants of Corporate Borrowing”, <i>Journal of Financial Economics</i> , Volume 5, Issue 2, Pg 147-175
Easterbrook (1984)	“Two Agency-Cost Explanations of Dividends.” <i>American Economic Review</i> 74 : 650-59
Jensen (1986)	“Agency costs of free cash flow, corporate finance and takeovers”, <i>American Economic Review</i> 76, 323-339
Chang (1987)	“Capital structure as optimal contracts” <i>Working paper North American Journal of Economics and Finance</i> 10 (1999) 363–385
Williamson (1988)	“Corporate finance and corporate governance”, <i>Journal of Finance</i> 43, 567-591.
Diamond (1989)	“Reputation acquisition in debt markets”, <i>Journal of Political Economy</i> 97, 828-862.
Hirshleifer David and Anjan Thakor (1992)	“Managerial reputation, project choice and debt” <i>Review of financial studies</i> 5-3, Pg 437-470
Stulz Rene (1990)	“Managerial discretion and optimal financing policies” <i>Journal of Financial Economics</i> 26, 3-27.
Harris et Raviv (1990a)	“ Capital structure and the informational role of debt”, <i>Journal of Finance</i> 45, 321-349

« *A significant fraction of the effort of researchers over the last 10 years has been devoted to models in which capital structure is determined by agency cost.* »¹²⁹

4-1- Fondements de la théorie de l'agence :

Rappelons tout d'abord qu'il est unanimement admis :

- Qu'une relation d'agence existe entre deux personnes dès lors que l'une d'entre elles, appelée agent, exerce une activité pour le compte d'un autre agent appelé principal.
- Cette théorie est construite sur les bases conceptuelles de la théorie de l'utilité.

Les définitions les plus reconnues sont les suivantes

« *We define an agency relationship as a contract under which one or more persons (the principal(s)) engage another person (the agent) to perform some service on their behalf which involves delegating some decision making authority to the agent* »¹³⁰

« *We will say that an agency relationship has arisen between two (or more) parties when one, designed as the agent, acts for, on behalf of, or as representative for the other, designated the principal, in a particular domain of decision problems.* »¹³¹

Il convient également de signaler qu'il est possible que des décisions soient prises à l'encontre du principe de maximisation de la valeur de la firme et ce au profit d'une catégorie particulière de parties prenantes, pour différentes motivations.

La théorie de l'agence, apparue pendant les années 1970, trouve ses origines dans les écrits d'A. Berle et G. Means¹³² qui datent des années 1930. Le réexamen des propositions faites par ces auteurs a permis de donner naissance à une littérature abondante expliquant la relation conflictuelle existant entre les différentes parties prenantes.

L'introduction de la notion de conflits d'intérêts, comme école de pensée, a permis d'élargir le champ d'analyse de la théorie de l'arbitrage en montrant la pertinence d'autres variables telles que le rôle disciplinaire de la dette ainsi que les problèmes de substitutions d'actifs et de sous-investissements.

¹²⁹ HARRIS M., RAVIV A., (1991) "The theory of capital structure"; *The journal of finance*, vol 46 n° 1, mars 91, P : 300.

¹³⁰ JENSEN Michael C., MECKLING William H. (1976) « Theory of the firm: managerial behavior, agency cost, and ownership structure ». *Journal of Financial Economic*, vol.3, p 307.

¹³¹ ROSS S.A I (1973), "The Economic theory of Agency in the principal Problem", *American Economic Review*, Volume 63, Issue 2, May, Pg 134-139

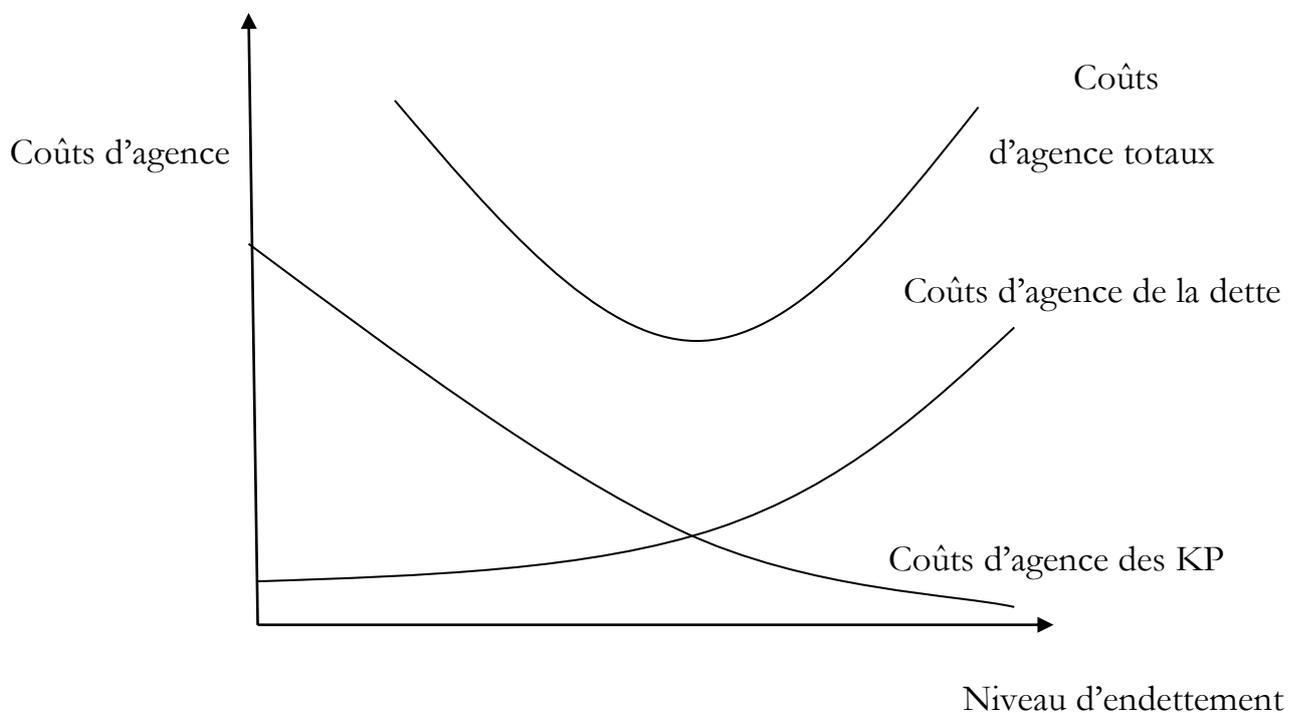
¹³² BERLE A. et MEANS G (1933) "The modern corporation and private property" Tansaction Publishers. Mac-Millan, New York. 390 Pg.

En effet, cette théorie qui met en évidence la fragilité des relations entre agents (Fama et Miller 1972), présente une vue intéressante sur les paramètres susceptibles d'influencer les stratégies financières, particulièrement lorsqu'il s'agit de déterminer les facteurs impactant le levier financier. La « branche positive de l'agence » considère deux éléments fondamentaux dans sa façon d'approcher l'Entreprise et ses relations d'agence, soit :

- La rationalité limitée. Car face à une réalité complexe, un décideur explorera toutes les initiatives possibles afin d'en sélectionner celles qui maximiseront son niveau d'aspiration, sans que cela soit pour autant optimal tant pour le mandant que pour lui-même.
- L'opportunisme des acteurs qui cherchent à maximiser leur utilité au détriment des autres contractants, et ce même par des moyens irréguliers, en cas de besoin.

En effet, Jensen et Meckling (1976) ont établi un lien entre valeur de l'Entreprise et coûts d'agence. Pour maximiser celle-ci, il faut que les coûts d'agence supportés soient à leur minimum, lequel correspondra au levier optimal reconnu de l'Entreprise (Jensen M. & Meckling, 1976).

Figure n°5 : Coûts d'agence et valeur de la firme



Nature des coûts d'agence :

Nous distinguons principalement entre trois types de coûts :

- Coûts de surveillance « monitoring costs » engagées par le principal dans le but de surveiller l'agent et le pousser à agir dans son intérêt
- Coûts de justifications, aussi appelés d'obligation ou de dédouanement « Bonding costs » ; sont constitués des dépenses engagées par le mandataire et justifiant sa bonne démarche dans la poursuite de l'intérêt du principal
- Coûts résiduels ou d'opportunité qui trouvent leur origine dans la « perte de valeur liée au fait qu'à partir d'un certain seuil de contrôle, le coût marginal engagé par le mandant serait supérieur au revenu que cette surveillance lui procurerait. Le mandant abandonne le contrôle ce qui crée un coût d'opportunité en sa défaveur »¹³³

4-2- Conflits d'intérêts dirigeants/propriétaires, incitation à la dette au sein des PME ?

D'une manière générale, tout investisseur a pour objectif de réduire son risque et de maximiser la valeur de revente de ses actions. Le dirigeant, en revanche, a pour objectif d'accroître ses latitudes et dépenses discrétionnaires. Les formes de conflits dirigeants/propriétaires dans le cas où le dirigeant n'est pas l'actionnaire majoritaire de l'Entreprise peuvent se résumer comme suit :

- Détournement de biens sociaux par le dirigeant (Jensen et Meckling, 1976)
- Poursuite de l'activité dans un contexte peu favorable à l'Entreprise (Harris et Raviv, 1990)
- Tendance au surinvestissement au lieu de la distribution de dividendes (Jensen, 1986)

Jensen et Meckling (1976) ont considéré qu'un dirigeant-propriétaire cherchait à augmenter les prélèvements sur Cash-flow lors d'une ouverture du capital afin de supporter :

- Les coûts dus à une consommation excessive de ces avantages
- La perte de valeur de la firme liée à cette consommation avec les autres investisseurs externes/outsideurs.

¹³³ Sidi Mohamed RIGAR (2003) « Contribution à l'étude des pratiques de financement des Entreprises marocaines. ». *Faculté des Sciences Juridiques, Economiques et Sociales - As-Samlalia, Marrakech - Doctorat National*. P : 142

Ces auteurs considèrent que la valeur optimale de la firme est déterminée par le point de tangence entre la plus forte courbe d'indifférence du dirigeant et la droite de contrainte budgétaire, soit la combinaison optimale entre dépenses du dirigeant et budget à disposition.

Dans ce sens, Jensen et Meckling (1976) concluent qu'un appel à des actionnaires externes n'est pas tout à fait bénéfique, car il incite le dirigeant à augmenter ses prélèvements et à baisser l'autofinancement destiné à être réinvesti ou à être distribué aux actionnaires. Cette constatation est d'autant plus vraie dans les Entreprises à forte concentration de propriété, car d'un autre côté, les dirigeants appréhendent souvent l'ouverture du capital qui peut menacer sensiblement l'étendue de leurs pouvoirs.

Qu'en est-il des PME ?

Les PME sont généralement des Entreprises familiales. Ces familles peuvent percevoir alors l'introduction d'outsiders dans le capital comme une perte de contrôle. D'où l'importance des coûts d'agence entre dirigeants et outsiders, car ces derniers seront amenés à contrôler les premiers afin de limiter les prélèvements sur Cash-flow et préserver leurs propres intérêts (augmentation de la valeur de leur participation).

4-2-1- Résolution des conflits d'intérêts dirigeants/propriétaires :

Dans un tel cadre d'analyse, l'un des moyens à disposition pour réduire les coûts d'agence est de contrôler les dirigeants en :

1. Limitant le montant des ressources à disposition par le moyen de systèmes de contrôle formel, audit interne, restrictions budgétaires, système de compensation incitatif... (Jensen et Meckling, 1976).
2. Imposant la discipline exercée par le moyen du marché financier efficient (Jensen et Meckling, 1976 ; Barnea, Haugen et Senbet, 1980-1985). Par ce moyen, une anticipation des décisions des dirigeants autorise les actionnaires à ajuster le prix d'achat/vente des titres émis. Voilà comment les outsiders peuvent exercer une pression sur les dirigeants. Car les dirigeants seront alors contraints à ce moment-là de maximiser la valeur de l'Entreprise afin de conserver leurs pouvoirs (en pourcentage de contrôle dans le capital de la firme).
N'oublions pas que le risque de perte de contrôle est d'autant plus sensible dans le cas des dirigeants majoritaires (soit le cas des PME)
3. La discipline des dirigeants par le biais du marché du travail, en supposant que celui-ci est efficient. Une sous-évaluation de l'Entreprise traduira alors une

mauvaise performance du dirigeant, ce qui conduira à la baisse de ses avantages financiers (Fama, 1980)¹³⁴.

Par ce moyen, le dirigeant sera donc incité à agir dans l'intérêt des actionnaires outsiders en limitant les investissements uniquement à ceux qui maximisent la valeur de l'Entreprise.

La discipline des dirigeants par le biais du marché des capitaux et du travail demeure toutefois une solution difficilement envisageable dans le cas des PME.

Norton (1991), sur la base d'une enquête réalisée sur un échantillon de PME américaines, énonce les limites de la discipline exercée par le marché du travail, car la majorité des dirigeants estime pouvoir trouver une position sociale en cas de difficultés.

Signalons à ce sujet que :

- Les dirigeants des PME sont généralement les actionnaires majoritaires de l'Entreprise, leurs avantages seront donc difficilement menacés par une évaluation par le marché du travail.
- Un marché financier est considéré comme étant efficient s'il répond au critère d'efficacité opérationnelle et informationnelle. Or les PME mettent en échec ces deux conditions du fait de leur microstructure et des distorsions informationnelles.

Les agents cherchant naturellement le moyen de financement le plus adapté à la nature de la transaction afin de réduire les coûts d'agence. Si nous ajoutons à cela le fait que la discipline par les marchés (capitaux et travail) semble délicate pour les PME, nous nous posons les questions suivantes :

- Cela ne décourage-t-il pas les investisseurs à être des actionnaires externes (outsiders) ?
- Cela ne limite-t-il donc pas l'ouverture du capital ?
- La divergence des intérêts outsiders/dirigeants propriétaires couplée à l'inefficacité du contrôle par les marchés n'engendre-t-elles pas des coûts d'agence relatifs au fonds propres élevés dans les PME ?

La théorie de l'agence pourrait fournir ainsi une explication rationnelle à la faible ouverture du capital dans les PME et à l'importance de la dette dans leurs bilans car :

¹³⁴ Fama, Eugene F. (1980): «Agency Problems and the Theory of the Firm», *The Journal of Political Economy*, Vol. 88, No. 2. Pg 288-307

- Une substitution de l'ouverture du capital (recours aux outsiders) par un recours à l'endettement réduit les coûts d'agence des fonds propres. De plus, dans le cas où le capital de la PME est détenu par le dirigeant/ actionnaire majoritaire, les coûts d'agence seront alors nuls.
- L'endettement limite les « ressources oisives » à la disposition du dirigeant (Jensen, 1986) et réduit les coûts d'agence suite à l'existence de free cash flows¹³⁵. La dette est donc un moyen de discipline du dirigeant plus efficace que les marchés financiers (Harris et Raviv, 1990).

Pour plus d'explications quant à ce deuxième point, rappelons que la dette peut être considérée, dans le cadre de la théorie de l'agence, comme mécanisme managérial fortement disciplinaire incitant à maximiser la valeur de l'Entreprise en favorisant le recours à l'endettement.

Ces conflits d'agence proviennent du fait que les dirigeants (généralement mandataires) ne disposent pas forcément de potentialités de gain sur le capital, à défaut d'avoir un intéressement sur celui-ci, ce qui n'est pas une généralité. Ils sont toutefois responsables à cent pour cent de la gestion financière de la firme.

Le gestionnaire d'une firme sans dette et qui arrive à générer des revenus et des Cash-Flow chaque année, risque de devenir suffisant, averse au risque, créant donc des inefficiences, des manques à gagner ou encore un affalement, matérialisé par des investissements dans des projets peu ou pas suffisamment rentables.

Ceci créera non seulement une Entreprise à financement conservateur, voir souffrant de sous financement, mais aussi un risque de stagnation, voire une atrophie avec le temps et la force de la concurrence.

Forcer ces firmes à emprunter peut être la solution de ce problème de relâchement et de manque de zèle, puisque le manager doit dans ce cas s'assurer que ses investissements permettent de rembourser les dettes et dégager en sus des profits. Le coût pour le gestionnaire de ne pas s'en assurer est la faillite et éventuellement la perte de son travail.

La dette permet en effet aux actionnaires d'imposer une certaine discipline de gestion aux dirigeants qui devront être efficaces afin de générer les liquidités permettant de faire face au service de la dette et de s'y suffire :

¹³⁵ Les free cash flows définis sont les liquidités en excès après investissement dans tous les projets à valeur nette positive actualisée au CMPC

« Since debt commits the firm to pay out cash, it reduces the amount of "free" cash available to managers to engage in the type of pursuits mentioned above. This mitigation of the conflicts between managers and equityholders constitutes the benefit of debt financing...Increasing debt reduces the amount of "free cash" and increases the manager's fractional ownership of the residual claim. According to Jensen (1989) industries with these characteristics today include steel, chemicals, brewing, tobacco, television and radio broadcasting, and wood and paper products. The theory predicts that these industries should be characterized by high leverage. »¹³⁶

Ceux-ci se voient alors forcés de se plier aux contraintes induites par l'endettement tel que l'élévation du seuil de rentabilité, les remboursements du principal, les paiements d'intérêts, sans oublier le fait d'aller au-delà de leur aversion naturelle pour le risque.

Enfin, la dette et ses contraintes pousseront les dirigeants à s'assurer que les investissements réalisés créeront de la valeur, et cette attention particulière fera baisser de façon mécanique le risque de surinvestissement.

4-3-Conflicts d'intérêts entre dirigeants et créanciers :

Ang (2000)¹³⁷ a constaté sur une base de 1708 PME américaines que :

- La structure propriétaire/dirigeant dans les PME limitait les conflits propriétaire/dirigeant au profit d'autres conflits.
- Les coûts d'agence des fonds propres dans les PME étaient fonction décroissante du pourcentage de contrôle du dirigeant-propriétaire

(Petersen et Rajan, 1994¹³⁸ ; Berger et Udell, 1995)¹³⁹ ont, quant à eux, trouvé que les banques, première source de fonds dans les PME jouaient un rôle pivot dans leur financement et exigeaient dans le même temps vis à vis des dirigeants une surveillance supplémentaire à ajouter à celle exercée par les actionnaires, augmentant ainsi les coûts de contrôle. Ceci étant dit, en quoi les conflits d'intérêts entre dirigeants et créanciers pourraient-ils impacter la dette financière ?

¹³⁶ Harris M., Raviv A., (1991) "The theory of capital structure"; *The journal of finance*, vol 46 n° 1, P : 302

¹³⁷ ANG. J.S, COLE. R, WUH LIN. J (2000), "Agency costs and ownership structure", *The Journal of Finance*, Volume 55, Issue 1, February, Pg 81- 107

¹³⁸ PETERSEN. P, RAJAN. R (1994), "The benefits of lending relationship: Evidence from small business data", *The Journal of Finance*, Volume 49, Numéro 1, March, Pg 3-37

¹³⁹ BERGER. A.N, UDELL.G.F (1995), "Relationship lending and lines of credit in small firm Finance", *The Journal of Business*, Volume 68, Issue 3, July, Pg 352-381

4-3-1-Sous-investissement optimal :

Myers (1977), s'inspirant du concept de la firme comme étant « la somme de deux actifs : les actifs existants et les options sur les opportunités d'investissement futurs »¹⁴⁰ met en évidence une deuxième forme de conflit entre les actionnaires et les créanciers financiers appelée « sous-investissement optimal ». Celle-ci prend forme à travers trois énonciations :

- Le dirigeant d'une firme endettée aura tendance à vouloir rejeter certains projets lucratifs (ayant une valeur actuelle nette positive¹⁴¹) à partir du moment où ceux-ci profitent plus aux créanciers. Ce qui réduira de facto la valeur de marché de la firme. En effet, ne seront acceptés que les projets d'investissements dont la VAN est supérieure à la valeur de remboursement.
- Les firmes ayant des opportunités de croissance élevées ne devraient avoir aucun endettement.
- La valeur de la firme atteint son maxima lorsqu'aucune dette n'est émise, car plus les coûts d'agence augmentent moins les Entreprises sont susceptibles de s'endetter.

Ceci dit, comme les PME recherchent généralement la survie à long terme et pas forcément en premier lieu la maximisation de leur valeur financière. Il est en effet considéré que la survie à long terme correspond plus à la stratégie recherchée par les propriétaires-dirigeants désireux avant tout de minimiser les risques de banqueroute (Hutchinson, 1994¹⁴²).

Par conséquent, le risque de sous-investissement serait plus présent dans les Entreprises endettées au capital ouvert. Les PME ne répondant pas, à priori, à ce critère, le risque de sous-investissement ne semblerait pas être la première source de conflits d'agence entre créanciers et dirigeants. Les créanciers seraient par contre plus exposés au risque de substitution des actifs Selon Jensen et Meckling (1976).

¹⁴⁰ MYERS. S (1977) "Determinants of Corporate Borrowing", *Journal of Financial Economics*, Volume 5, Issue 2, Pg 147-175

¹⁴¹ VAN = Investissement initial – somme actualisée des flux futurs. Pour qu'un projet d'investissement soit retenu, il faut que sa VAN soit positive.

¹⁴² HUTCHINSON. P, McKILLOP. D.G (1994) "Small businesses and bank financing: A Regional Review", *Applied Financial Economics*, Volume 4, Issue 1, February, Pg 69-73.

4-3-2- Estimation des niveaux de risques ou risque de substitution des actifs :

La décision d'octroi de tout prêt à une firme donnée se fait sur la base de l'estimation d'un niveau de risques calculé et maîtrisable.

Ceci dit, selon Jensen et Meckling (1976), il est possible pour les dirigeants, une fois le financement obtenu, de revoir le niveau de risque initial à la hausse, en concertation avec les actionnaires dont la vocation première est de faire du profit ; ceci dans un souci de rentabilité, et dans un esprit purement entrepreneurial et capitalistique. En étudiant le cas d'une Entreprise non endettée qui doit choisir entre deux projets d'investissement à coûts équivalents, Jensen et Meckling (1976) supposent ce qui suit :

- Absence de taxes
- Variance de distribution de revenus sur la période différente pour les deux projets
- Distributions des risques selon le modèle d'évaluation des actifs financiers (MEDAF) (Sharp et Lintner, 1964-1965) supposées identiques.
- Même valeur pour les deux projets

Et démontrent que :

- Si le dirigeant-proprétaire a l'opportunité après investissement de céder les gains nés de son investissement sur le marché des capitaux, il serait indifférent dans son choix entre les deux projets.
- Si le dirigeant-proprétaire a l'opportunité de recourir à la dette avant d'investir et de céder ses gains sous forme d'actions ou de dettes, son choix se portera sur le projet à variance minimale.

Cette deuxième option lui permettra de vendre par la suite une partie de ses gains sous forme d'actions ou de dettes et d'investir ainsi dans le deuxième projet à variance supérieure. Il y'aura donc à ce moment-là transfert de la richesse des créanciers aux actionnaires.

Jensen et Meckling (1976) définissent, ainsi le risque de substitution des actifs par le fait de ne pas s'engager dans les investissements ayant suscité l'accord de la dette.

Titman et Wessels (1988) évoquent quant à eux le risque de substitution des actifs en l'associant à la flexibilité du capital productif et en considérant le ratio équipement productif / capital engagé comme indicateur de référence pour analyser la rigidité du capital productif et variable proxy inverse du risque de substitution des actifs.

La rigidité du capital permettrait donc de diminuer le risque de substitution des actifs, et donc les coûts d'agence. Il en résultera une plus grande facilité dans l'obtention des dettes bancaires.

4-3-3- Maintien/Distribution des bénéfices :

Les créanciers ainsi que les investisseurs ont des intérêts divergents dans la firme, il s'agit pour les premiers d'obtenir le remboursement de leurs prêts et de maximiser la richesse pour les seconds.

D'après Easterbrook (1984), la distribution des dividendes peut être source de conflits entre actionnaires et créanciers. En effet, l'étude du risque faite par les créanciers porte sur une évaluation méthodique de la situation financière d'une Entreprise, la mesure de ses équilibres et performances. Il s'agit d'évaluer son devenir à partir de son passé et en fonction de son présent.

En effet, les créanciers, soucieux d'assurer un retour sur leurs fonds auront tendance à vouloir exiger une certaine politique de maintien, voire de rétention des bénéfices.

Ces bénéfices cumulés et reportés viennent en augmentation sur la valeur des fonds propres, donnant ainsi une meilleure représentation du Bilan, embelli par de meilleurs ratios d'autonomie financière et de solvabilité à moyen et long terme.

4-3-4- Résolution des conflits d'intérêts dirigeants/créanciers :

Il existe une foultitude de moyens à disposition pour les créanciers afin d'aligner les intérêts des deux parties et de sortir donc de la situation d'asymétrie dans laquelle ils se trouvent :

- Des produits hybrides devant permettre aux créanciers d'intégrer le capital dans le cas où ils s'estimeraient lésés par certaines décisions de gestion.
- Des conditions spéciales prévues au niveau des contrats concernant notamment les clauses de sauvegarde portant sur le niveau d'endettement (respect de coefficients de division des risques sur une contrepartie), politique de dividendes (maintien des bénéfices), politique d'investissement... dont le non-respect pourrait légitimer l'exigibilité immédiate des dettes.
- Formation d'une bonne réputation et d'un capital de notoriété. Diamond (1988)¹⁴³ démontre que toute Entreprise ne devrait pas abuser de la « naïveté » des créanciers étant donné les bénéfices qu'elle pourra retirer d'une renommée

¹⁴³ DIAMOND (1988) "Reputation acquisition in debt markets, Journal of Political Economy » 97, Pg 828-862.
Page | 116

qui ne faillit pas. Hirshleifer David and Anjan Thakor (1989)¹⁴⁴ considèrent que la notoriété est une issue non négligeable aux conflits d'agence « à travers une bonne réputation sur le marché du travail. ».

Cela suppose d'abord que les dirigeants ne sont pas des actionnaires et qu'ils privilégieront leur notoriété sur le marché du travail au lieu de procéder à des substitutions d'actifs qui seraient dans le seul intérêt des actionnaires. Le dirigeant soucieux de sa réputation, va avoir intérêt à entreprendre les projets qui ont la probabilité de succès la plus élevée. Il choisit par conséquent les projets qui vont dans l'intérêt des créanciers, ce qui contribue à résoudre les conflits d'agence entre actionnaires et créanciers.

« Par conséquent Hirshleifer et Thakor ont prolongé le cadre de leur analyse en affirmant que les Entreprises les plus vulnérables à une prise de contrôle doivent avoir des dirigeants sensibles à leur réputation »¹⁴⁵

Enfin, comme nous le venons de le voir, il est clair que les conflits d'agence peuvent être source d'une certaine frilosité de l'appareil bancaire, qui par le moyens de mécanismes contrôlés ou involontaires limiteront l'accès des PME au financement.

Signalons également que l'analyse des conflits d'intérêts ne se limite pas uniquement au dispositif bancaire mais à l'ensemble des partenaires de l'Entreprise, à travers un ensemble d'accords informels qui peuvent avoir un impact sur l'endettement financier.

L'analyse de Marchesnay (1997)¹⁴⁶ met en lumière le « réseau de coopération » ou « espace de transaction » dans lequel les PME s'inscrivent, car toute Entreprise se doit de rassurer ses partenaires (clients et fournisseurs) sur ses capacités à honorer ses engagements, et ce en ayant un taux d'endettement maîtrisé, car celui-ci a le mérite de réduire les risques de défaillance.

Pour y arriver, les PME rechercheront la constitution d'un capital-réputation en réduisant leurs recours à la dette bancaire. Citons également les travaux de Diamond (1980) qui a souligné le fait que plus une Entreprise bénéficiait d'une bonne réputation sur le marché des biens et des services (auprès de ses partenaires commerciaux), plus elle s'endettait facilement.

Les conflits d'agence étant d'autant plus importants pour les Entreprises en création ou dont la réputation auprès des partenaires reste à établir.

¹⁴⁴ HIRSHLEIFER David and ANJAN Thakor (1989) "Managerial reputation, project choice and debt, Working paper" 14-89, Anderson Graduate School of Management at UCLA.

¹⁴⁵ RIGAR Sidi Mohamed (2003) « Contribution à l'étude des pratiques de financement des Entreprises marocaines ». *Faculté des Sciences Juridiques, Economiques et Sociales - As-Samlalia, Marrakech - Doctorat National* . P : 155

¹⁴⁶ MARCHESNAY. M, FOURCADE. C (1997), *Gestion de la PME/ PMI*, Editions Nathan, Paris, 317pg.

4-4- Synthèse des principales hypothèses relatives à la Théorie de l'agence :

Nous entendons rappeler dans cette conclusion les principales hypothèses émises dans le cadre de la Théorie de l'Agence tout en les rapprochant de notre contexte :

Principales Hypothèses des auteurs :

- Il existe une structure financière optimale qui réduit les coûts de financement sachant que :
 1. L'augmentation de la dette financière permet la réduction des coûts d'agence des fonds propres
 2. L'augmentation de la dette financière donne lieu à l'apparition des coûts d'agence dirigeants-créanciers
- Les conflits d'agence seraient plus importants pour les Entreprises en création ou en post-crédation dont la réputation auprès des partenaires n'est pas encore établie.
- La valeur de l'action augmente avec l'annonce d'un endettement
- La dette est négativement corrélée au ratio de service de la dette
- Les formes de conflits dirigeants/propriétaires peuvent se résumer comme suit :
 - Détournement de biens sociaux par le dirigeant (Jensen et Meckling, 1976)
 - Poursuite de l'activité dans un contexte peu favorable à l'Entreprise (Harris et Raviv, 1990b)¹⁴⁷
 - Tendance au surinvestissement prioritaire sur la distribution des dividendes (Jensen, 1986)

Ceci dit,

- La structure propriétaire/dirigeant dans les PME ne limiterait-elle pas les conflits propriétaire/dirigeant au profit d'autres conflits ?
- Les conflits dirigeants/créanciers sont-ils amplifiés du fait de la nature même des PME (asymétrie informationnelle, structure généralement familiale de l'actionariat) et ce comme suit :
 - Les banquiers ne tendent-ils pas à encourager les structures bilancielle à forte autonomie financière ?
 - Le dispositif bancaire ressent-il de plus en plus de réticence à financer les PME pour des raisons d'opacité de l'information?

¹⁴⁷ Harris and Arthur Raviv, (1990b), "Financial contracting theory", *Working paper #82, Kellogg School, Northwestern University*

- Les dirigeants, aussi souvent actionnaires sont-ils récalcitrants au maintien des bénéfices ?
- Un marché financier est considéré comme étant efficient s'il répond au critère d'efficience opérationnelle et informationnelle. Ceci dit, les PME ne mettent-elles pas en échec ces deux conditions du fait de leur microstructure et singularités informationnelles ?

Conclusion de la 1^{ère} partie :

Ainsi nous venons de boucler notre revue de la littérature. Nous avons en effet fait défiler une présentation chronologique des théories du financement de la firme, à savoir :

1. Les théories classiques¹⁴⁸ : Existence d'une structure financière optimale, vision minimaliste de l'endettement, abstraction de la variable fiscale... (Schwartz (1959), Donaldson (1973))
2. L'école néo-classique¹⁴⁹ : Neutralité de la structure du capital (Modigliani et Miller 1958), puis intégration de la notion de la fiscalité des Entreprises (Modigliani et Miller 1963)
3. Les Théories modernes de la firme lesquelles ont été subdivisées en deux sections :
 - a) Une première section s'intéressant à la présentation de la théorie de l'arbitrage¹⁵⁰ (MYERS. S (2001))
 - b) Une deuxième section portant sur l'impact de l'asymétrie informationnelle sur :
 - Le phénomène de rationnement du Crédit¹⁵¹ à travers la sélection adverse et les risques d'aléa moral (STIGLITZ et WEISS (1981), Guttentag et Herring (1986))
 - Les préférences de financement ou Théorie du financement hiérarchique¹⁵² (MYERS. S, MAJLUF. N (1984), Myers (1984))
 - La théorie du signal¹⁵³ (Ross S. (1977))
 - Les conflits d'agence et l'endettement¹⁵⁴ (Jensen and Meckling (1976))

¹⁴⁸ Enonçant qu'un niveau d'endettement peu élevé est préférable pour l'Entreprise tant que le risque demeure peu discernable pour les actionnaires

¹⁴⁹ Présentant les principales propositions de Modigliani & Miller qui dans le cadre du postulat de 1958 affirment sous l'hypothèse de l'efficacité des marchés, que la valeur de l'actif économique est indépendante du choix de financement, puis la théorie de 1963 qui reconnaît l'existence de l'impact introduit par la fiscalité.

¹⁵⁰ Théorie reposant sur le principe d'arbitrage entre avantages et coûts de la dette

¹⁵¹ Trouvant partiellement son origine dans cette attitude pour le moins frileuse de l'appareil bancaire, qui se cherche à se protéger contre un risque de défaut difficilement mesurable

¹⁵² Soit en quoi et pourquoi les Entreprises choisissent de prioriser certains modes de financement au détriment d'autres.

¹⁵³ Toute Entreprise chercherait à s'endetter afin de lancer un signal positif rassurant sur sa solvabilité et solidité

Ceci dit, nous remarquons d'après notre revue de la littérature qu'une grande partie des travaux empiriques traitant de l'endettement ont été effectués sur de grandes Entreprises et que cela ne permet donc pas de tenir compte de la spécificité financière des PME.

Ceci nous pousse à nous poser les questions suivantes :

- Ces théories peuvent elles vraiment s'appliquer aux PME marocaines ?
- Le contexte d'analyse énoncé par ces modèles est-il transposable sur la réalité marocaine ?
- Le marché marocain est-il suffisamment efficient pour que ces théories s'y appliquent ?

Nous nous demandons si finalement la pertinence de ces théories financières dans la description et l'explication de l'endettement ne reste donc pas à vérifier dans le cas des petites et moyennes Entreprises.

D'où l'intérêt d'une étude analytique tenant compte du contexte marocain. Ceci sera l'objet de la deuxième partie de notre thèse.

¹⁵⁴ Soit en quoi la séparation entre dirigeant et actionnaire, entre dirigeants et créanciers pourrait impacter positivement ou négativement la politique d'endettement d'une Entreprise.

Deuxième partie :

Aperçu analytique de l'Environnement marocain, Quels pourraient-êre les facteurs explicatifs de l'endettement ?

*« L'atonie actuelle dont souffre la croissance économique nationale
puise également ses racines dans les difficultés
auxquelles font face les PME,
Avec plus de 50% des effectifs employés, 50% de l'investissement,
30% des exportations et 40% de la production,
la PME joue un rôle central dans la
dynamique économique et sociale du pays .
Ces données s'inscrivent parfaitement dans
la lignée du benchmark établi dans
le rapport Doing Business 2013 »¹⁵⁵*

¹⁵⁵ « La PME marocaine: Un levier économique encore en panne » L'observateur du Maroc, Septembre 2013

Introduction de la 2^{ème} partie:

Après la présentation de la littérature financière appropriée, nous nous retrouvons à présent avec une vue purement théorique dont l'applicabilité des hypothèses reste encore à vérifier, et pose pour le moins, nombre de questions comme nous l'avons vu plus haut.

Avant d'aborder l'applicabilité des théories, nous avons donc jugé utile de présenter un travail de contextualisation, ayant pour but d'étudier le terrain d'un point de vue analytique. La logique de ce travail étant d'aller dans une logique, thèse, antithèse, synthèse.

Nous allons présenter cette deuxième partie du point de vue de l'appareil bancaire ; dispositif ayant devant lui une PME désirant se financer. Cet appareil bancaire aura donc à évaluer les dossiers de financement, apprécier la santé financière des PME, évaluer les risques présentés par ces Entreprises, gérer les contraintes imposées par la réglementation bancaire...

Il s'agit là de se familiariser avec l'environnement marocain dans lequel évolue la PME nationale pour voir comment celle-ci fonctionne et ainsi confronter les idées inspirées de la littérature à leur réalité contextuelle, avant de finir par apporter notre propre contribution lors de la troisième partie de notre thèse ; soit la partie empirique.

Aussi, la deuxième partie de notre recherche sera scindée en trois chapitres :

1. Un premier chapitre ayant pour objet de présenter les conditions dans lesquelles une banque accorderait un crédit en temps normal, il s'agit pour cela de :
 - Mesurer le risque (à travers l'analyse de l'équilibre financier, l'autonomie financière, la capacité d'endettement...). Nous expliciterons les critères de choix sélectifs se faisant en amont et rationnant le recours au crédit (**objet de la première section**)
 - Evaluer la rentabilité. Nous présenterons alors les différents moyens à disposition pour apprécier les différents types de rentabilité (économique, financière...) ainsi qu'une foultitude de dispositifs permettant de juger la santé d'un prospect au crédit. (**objet de la deuxième section**)
 - Présenter une approche pratique et pragmatique adoptée par les hommes du terrain permettant de donner une pondération aux critères d'éligibilité de toute Entreprise au financement bancaire. (**objet de la troisième section**)

2. Un deuxième chapitre exposant les principaux critères de choix d'un mode de financement à la disposition de tout dirigeant d'Entreprise. Nous nous pencherons sur les arbitrages qu'un dirigeant de PME cherchera à faire avant de s'endetter.

En substance, cela revient à montrer comment se mesurent les contraintes de financement et s'apprécient les critères de choix d'un mode de financement, selon l'optique d'un dirigeant de PME conscient des :

- Modes de financements à disposition bancaires et autres à disposition **(objet de la section 1)**
 - Avantages et inconvénients propres à chaque mode de financement **(objet de la section 2)**
 - Propres risques financiers et d'exploitation de sa PME **(objet de la section 3)**
3. Le troisième chapitre de cette deuxième partie aura pour objet de compléter cette étude analytique par une présentation des rouages du dispositif bancaire, dans le but de voir en quoi celui-ci peut influencer, directement ou indirectement sur le financement des Entreprises en général et des PME en particulier. Nous allons alors :
 - Proposer une explication théorique des contraintes de financement bancaire **(objet de la première section)**
 - Enumérer les risques de l'activité bancaire (objet de la deuxième section)
 - Définir et présenter la notion de Ratios prudentiels **(objet de la troisième section)**

Chapitre I- Accorder un Crédit...

A qui ? Quand ? Dans quelles conditions ?

Introduction :

« Du point de vue des banques, les PME ont des difficultés à trouver un financement adéquat mais ces difficultés ne sont pas directement liées à la réticence ni une frilosité de la part des fournisseurs de crédits. Les difficultés d'accès aux financements rencontrées sont principalement dues, à la fragilité même des PME et au déséquilibre du couple Risque/Rentabilité »¹⁵⁶

Nous cherchons à expliquer l'endettement financier chez les PME marocaines, mais il serait d'abord judicieux de connaître les conditions dans lesquelles une banque accorderait un crédit en temps normal.

L'objectif de cette section est double, il s'agit d'abord de connaître les outils nécessaires pour l'évaluation du risque de crédit, outils intégrés dans les modèles de Scoring adoptés par les banques comme nous le verrons plus tard, puis aussi de présenter le socle sur lequel nous nous sommes basés pour effectuer notre analyse financière lors de l'étude empirique.

L'analyse du couple rentabilité/risque constitue la logique et le soubassement de toute décision de financement. L'examen minutieux des paramètres financiers, à condition que celui-ci soit fiable, sincère et pertinent, tant aux yeux du dirigeant qu'à l'intérêt de tierces parties telles qu'investisseurs, banquiers, fournisseurs, aura le mérite de permettre l'appréciation de :

- **La santé financière de l'Entreprise** : L'Entreprise, est-elle solide ? Quel est son niveau d'endettement ? Dispose-t-elle d'une structure financière saine ?
- **La rentabilité de l'Entreprise** : Quelle est sa performance ? Est-elle suffisamment rentable ? Sa pérennité est-elle assurée ? Présente-t-elle des risques de faillite ?
- **Les perspectives de croissance** : Le secteur est-il porteur ? L'Entreprise est-elle en phase de croissance, de stabilité ou de déclin ?

L'analyse financière, discipline à part entière, s'appuie sur l'examen critique de l'information comptable afin d'apprécier la pérennité de l'Entreprise et sa capacité à dégager des bénéfices.

¹⁵⁶«Conseil Déontologique des valeurs mobilières (2011) « Le financement des PME ». P : 33

Afin d'y parvenir, il convient d'explorer les spectres suivants :

- **Point de vue de l'actionnaire** : Comment créer de la valeur sur le moyen et long terme ?
- **Point de vue du créancier**. L'Entreprise, est-elle solvable ? Est-elle liquide ? quelle est l'origine de sa liquidité ? Quel est le montant de ses biens patrimoniaux ?
- **Point de vue dirigeant** : L'actif est-il exploité de façon productive, rotative et créatrice de valeur ? Quelle est l'origine du résultat et de la valeur ajoutée créés ?

Section 1 : Outils de mesure du risque :

Introduction :

Dans cette section, nous exposerons les divers outils utilisés, dans le cadre d'une analyse financière, pour mesurer les risques inhérents à la décision de financement. En effet, présenter, définir et expliciter ces outils de diagnostic financier, fait non seulement partie de notre réflexion (car nous tentons tout d'abord de savoir comment apprécier la santé financière nécessaire à une Entreprise pour contracter un endettement supplémentaire) mais nous permettra aussi par la suite, de présenter le socle sur lequel nous nous baserons pour réaliser notre étude quantitative¹⁵⁷.

La revue des indicateurs financiers communément utilisés, permettra également de démontrer leur insuffisance à toujours mesurer avec pertinence la santé financière de l'entreprise.

Notons que le risque peut être défini comme la somme d'expositions de toute nature, inscrites au bilan ou en hors bilan et susceptibles d'exposer un établissement à des pertes du fait du risque de contrepartie.

1- Ratios de structure :

1-1- Equilibre financier :

L'équilibre financier est un concept qui permet la vérification de la règle d'orthodoxie financière, à savoir celle qui réalise une position de stabilité entre le rapport ressources/emplois. En effet, les capitaux qui se trouvent au passif du bilan doivent être employés, dans le respect de l'horizon temporel, sur lequel s'étale l'acquisition des divers postes d'actifs. Il ne suffit pas pour un gestionnaire rationnel de chercher les meilleures sources de financements mais aussi d'en faire une affectation judicieuse.

L'équilibre financier d'une Entreprise peut être défini au travers de normes, standards et ratios déterminées par le contexte financier. On considère généralement que :

$$\text{Ratio d'équilibre financier} = \text{Capitaux permanents} / \text{Actif immobilisé} > 1$$

1-1-1- Fonds de roulement :

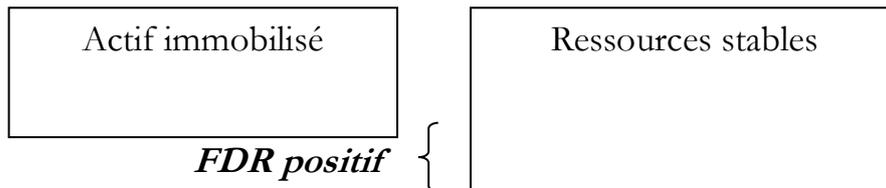
Le FDR correspond à l'excédent des ressources stables sur les emplois long terme, à savoir les immobilisations, excédent principalement voué au financement des différents besoins générés par l'activité d'exploitation. Celui-ci constitue un gage pour les créanciers qui y voient une « soupape de sécurité », car un FDR positif permet de

¹⁵⁷ Cf. Chapitre 3 : Présentation et estimation du modèle empirique, Section 1 : Présentation des Résultats (statistiques descriptives)

prémunir l'Entreprise contre les obstacles que celle-ci pourrait rencontrer dans la liquidation de ces actifs circulants (sur-stockage, méventes, retard dans le recouvrement des créances...)

$$\begin{aligned} \text{FDR} &= \text{Ressources stables} - \text{Emplois stables (Haut de Bilan)} \\ &= \text{Actif circulant (y compris trésorerie)} - \text{Passif circulant (y compris trésorerie)} \end{aligned}$$

Toute augmentation du FDR accroît les disponibilités de l'Entreprise.



Signalons toutefois, que l'inexistence de normes sectorielles préalablement établies rend l'utilisation stricte de ce ratio quelque peu rustique,¹⁵⁸ sauf si l'on établit un Benchmark sélectif auprès d'Entreprises présentant les mêmes caractéristiques (telles que la branche d'activité) et qui courent donc un risque d'exploitation similaire. On considère toutefois en pratique que le FDR d'une Entreprise devrait représenter, pour une Entreprise industrielle, dont le cycle d'exploitation est assez long, un à trois mois de Chiffre d'Affaires.

Une Entreprise opérant dans l'industrie lourde à titre d'exemple devrait avoir un FDR très important lui-même souvent renforcé par des avances clients. Une Entreprise opérant par ailleurs dans l'industrie traditionnelle où la durée des cycles d'exploitation varie de 3 à 6 mois, devrait dégager un FDR couvrant en moyenne 40% de son actif circulant.

Quant aux activités de négoce, on considère en pratique que le FDR peut être limité car la rotation des stocks est généralement rapide et les crédits fournisseurs importants. Le stock tournant vite, celui-ci se transforme en Cash avant la date d'exigibilité des dettes.

De plus, le commerce de grande distribution a une caractéristique supplémentaire : les délais de paiement des fournisseurs sont tellement longs que le passif circulant qui constitue la part la plus importante du bilan, permet de dégager une ressource en fonds de roulement (voir BFR plus bas), amoindrissant la nécessité de création d'un FDR substantiel.

¹⁵⁸ Maroc Télécom souffre d'une structure financière structurellement déséquilibrée, mais dégage des Cash Flows substantiels et donc une solvabilité rassurante.

1-1-2- Besoin en Fonds de Roulement :

Le BFR représente le besoin (structurel) d'exploitation qui doit être financé afin de garantir la bonne marche du cycle d'exploitation. Il s'agit des ressources financières qu'une Entreprise doit mettre en œuvre pour couvrir les décalages des flux de trésorerie correspondant à son activité. Le besoin en fonds de roulement est également appelé « ressource en fonds de roulement » lorsqu'il est négatif.

Celui-ci est estimé de la manière suivante :

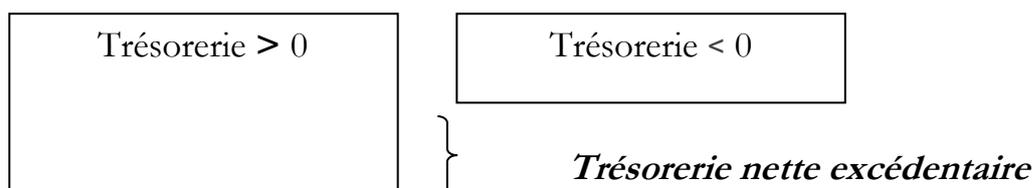
$$\text{BFR} = \text{Actif circulant hors trésorerie} - \text{Passif circulant hors trésorerie}$$
$$= \text{Fonds de roulement} - \text{Trésorerie nette}$$

Il convient de distinguer entre le BFR d'exploitation et le BFR hors exploitation, car certains éléments de l'équation précédente ne sont pas directement liés à l'exploitation (notamment certaines créances et dettes sociales et fiscales).

Nous distinguons généralement 3 cas de figure :

1. BFR positif : les emplois d'exploitation de l'Entreprise sont supérieurs aux ressources d'exploitation. L'Entreprise doit donc financer ce besoin soit grâce à son FDR ou à l'aide de ressources financières complémentaires (concours bancaires)
2. BFR nul : les emplois d'exploitation de l'Entreprise sont égaux aux ressources d'exploitation, puisque le passif circulant suffit à financer l'actif circulant.
3. BFR négatif : l'Entreprise n'a pas de besoin d'exploitation à financer, puisque le passif circulant arrive à financer les besoins de financement de son actif d'exploitation (financement des stocks, recouvrement des créances...)

1-1-3- Trésorerie nette :



La trésorerie nette (TN) a pour objectif de mesurer les excédents de trésorerie ou les tensions de trésorerie existantes. Ces difficultés peuvent correspondre à des décalages entre les encaissements et les décaissements réalisés, mais ils peuvent également être révélateurs d'un problème de rentabilité ou d'une insuffisance de fonds propres. Le recours au crédit bancaire permet le plus souvent de résoudre les problèmes de trésorerie sous réserve d'une bonne solvabilité.

1-2- Autonomie/indépendance financière :

Il s'agit d'un ratio généralement utilisé par les banquiers pour évaluer l'indépendance financière de l'Entreprise vis-à-vis des tiers, en mesurant la proportion des capitaux empruntés par rapport aux fonds propres.

$$\text{Ratio d'autonomie financière} = \text{Capitaux propres} / \text{Endettement net} > 1$$
$$= \text{Endettement net} / \text{Capitaux propres} < 1$$

Celui-ci rapporte l'endettement net aux capitaux propres et donne ainsi une indication sur le niveau d'endettement de la société. Supérieur à un, il peut traduire un recours trop important à l'emprunt. L'interprétation de ce ratio reste toutefois à nuancer, car il existe des sociétés qui se développent en empruntant de façon plus ou moins massive, grâce à l'impact positif de l'effet de levier.

Ceci dit, la particularité de la structure financière de nombre de Bilans marocains, réside dans la faiblesse ou encore l'absence, dans certains cas, d'endettement à moyen et long terme, ce qui pose le problème de l'évaluation des niveaux d'endettement. En effet, nombre d'Entreprises fonctionnent et investissent en puisant dans leurs facilités et crédits bancaires court terme.

Ces Crédits contractés, se transforment, car observant une tendance constante, en un financement permanent, voilà pourquoi, il convient d'intégrer ces derniers au niveau du ratio afin de considérer l'importance de l'endettement global relativement aux fonds propres de la firme. Lorsque ce ratio est supérieur à un, nous pouvons dire que l'Entreprise a peu ou pas de capacité d'endettement à terme, celle-ci aura donc intérêt à augmenter ses capitaux propres. On considère toutefois, que ce ratio peut être égal à deux, soit une structure bilancielle financée à hauteur de ses 2/3 par dettes et 1/3 par fonds de propres.

1-3- Capacité d'endettement :

Ce ratio, complémentaire au précédent, permet de mesurer le degré de capitalisation de l'Entreprise, et matérialise donc la marge dont dispose l'Entreprise pour s'endetter d'avantage, comme cela apparaît à travers le rapport suivant :

Capacité d'endettement = Capitaux propre / ressources permanentes.

Nous considérons généralement que l'Entreprise peut s'endetter si ce ratio est supérieur à 50%. Le système bancaire propose généralement le barème suivant :

- $R < 33\%$; zone de surendettement.
- $33\% < R < 50\%$, zone de vigilance
- $50\% < R < 60\%$, zone normale.
- $60\% < R$, zone d'expansion. C'est la zone où l'Entreprise peut s'endetter davantage.

2- Ratios de solvabilité :

La solvabilité traduit la capacité de l'Entreprise à honorer ses engagements à long terme sans se trouver en défaut de paiement.

2-1- Endettement global :

Exprime le poids des capitaux externes engagés par les créanciers dans l'Entreprise. Ce ratio s'inscrit dans une logique de solvabilité et matérialise la crainte principale des créanciers, qui est celle de perdre le capital prêté.

Cette perte surviendra lorsque l'Entreprise, mise en liquidation, se trouvera dans l'incapacité de dédommager ses créanciers, à défaut d'un actif (patrimoine) financier suffisant. Il s'agit là alors de rapporter le total des dettes au montant de l'actif, dont la liquidation éventuelle devrait en théorie permettre d'honorer les engagements contractuels.

Endettement global = Dettes moyen et long terme / Actif financier

2-2- Capacité de remboursement/d'autofinancement :

Ce ratio exprime le nombre d'années nécessaires pour que l'Entreprise arrive à rembourser ses dettes à partir de sa CAF (potentiel de trésorerie), et ce dans des conditions normales d'exploitation.

Capacité de remboursement = Dettes financières stables / CAF

Cela veut dire, que si la CAF est entièrement consacrée au remboursement des emprunts, il est considéré acceptable que cela nécessite théoriquement 2 ou 3 exercices. Au-delà de cette limite, la capacité de remboursement se dégrade et la solvabilité de l'Entreprise est alors compromise.

3- Ratios de liquidité :

La liquidité exprime l'aptitude de la société à faire face à ses échéances financières à court terme, c'est-à-dire, dans le cadre de ses activités courantes, et à assurer un équilibre entre encaissements/recettes et décaissements/dépenses.

Il s'agit de savoir dans quelle mesure, dans une optique liquidative, la mise à disposition des actifs pourrait permettre de répondre du passif exigible.

Le risque de liquidité augmente lorsque la confiance en l'Entreprise baisse : l'Entreprise ne peut plus émettre de titres car le marché ne les achèterait pas, (elle n'est donc plus liquide). Nous distinguons généralement trois ratios de liquidité :

3-1- Ratio de liquidité générale (Current Ratio) :

« Si tous mes Créanciers me demandaient remboursement, combien me resterait-il ? »
Pour ce calcul, on considère les actifs et les passifs à moins d'un an.

Ratio de liquidité générale (Current Ratio) := Actif à – 1 an / Passif à – 1 an

Les ratios acceptables dépendent du secteur, mais un ratio supérieur à 1 et proche de 2 (système Américain) est considéré comme raisonnable.

Le ratio de liquidité générale est un indicateur du degré de liquidité d'une Entreprise et de sa capacité à rembourser ses dettes à court terme. Si :

- Les dettes à court terme sont supérieures aux actifs à court terme (c'est-à-dire si le ratio est inférieur à 1), l'Entreprise peut ne pas être en mesure de tenir ses engagements.
- Si le ratio est trop élevé, il est possible que l'Entreprise ne gère pas efficacement ses actifs (problème de recouvrement des créances, de stockage...)

Avoir un ratio de liquidité générale supérieur à 1 équivaut également, au-delà du fait d'être capable à partir de son actif liquide de répondre de son passif exigible, à avoir un besoin en fonds de roulement positif.

3-2- Ratio de liquidité réduite (Quick ratio) :

« Egal au rapport de l'actif circulant (à moins d'un an) hors stocks à l'exigible à court terme, il exprime la liquidité de l'Entreprise en excluant les stocks. Il suppose d'une part qu'une partie de ceux-ci, correspondant à la valeur minimale indispensable à l'activité,

représente une véritable immobilisation, d'autre part que le volant de stocks conservé par l'Entreprise peut s'avérer insuffisamment liquide »¹⁵⁹

Nous rapportons ici l'actif circulant hors Stocks (souvent vendus à prix bradés en cas de liquidation) à l'exigible court terme :

$$\text{Ratio de liquidité réduite (Quick ratio)} = \frac{\text{Créances} + \text{TVP} + \text{Disponibilités}}{\text{Passif} - 1 \text{ an}}$$

Ce ratio doit généralement être compris entre 1.2 et 2.

Ce ratio exprime la capacité de l'Entreprise à couvrir ses dettes à court terme avec ses valeurs circulantes hors stocks (car parfois difficiles à liquider).

3-3- Ratio de liquidité immédiate (Cash ratio) :

Ce ratio permet d'apprécier à partir de ses actifs de placement et de ses disponibilités, la capacité de l'Entreprise à rembourser ses dettes très rapidement.

$$\text{Ratio de liquidité immédiate (Cash ratio)} = \frac{\text{TVP} + \text{Disponibilités}}{\text{Passif} - 1 \text{ an}}$$

Ce ratio doit être compris entre 0.3 et 0.5 mais reste cependant limité car nombre d'Entreprises placent leurs disponibilités.

Le ratio de liquidité immédiate est considéré comme un indicateur plus sérieux de la capacité d'une société à honorer ses obligations financières relevant du court terme, car celui-ci démontre la capacité d'une société à honorer ses dettes dans les pires circonstances possibles. Signalons par ailleurs que la liquidité d'une Entreprise s'apprécie également par le moyen de :

1- L'analyse du triptyque :

$$\text{Fonds de roulement} / \text{Besoin en fonds de roulement d'Exploitation} / \text{Trésorerie.}$$

Il faut dans ce cadre s'assurer que le FDR permet le respect de la règle d'orthodoxie financière (soit financement des actifs à long terme par le financement permanent), en plus d'être suffisant pour assurer la continuité de l'exploitation.

Il est également souhaitable qu'il soit supérieur au Besoin en fonds de roulement, afin que la trésorerie soit excédentaire et non tendue. Ceci dit, une trésorerie nette déficitaire n'est pas non plus signe « d'illiquidité » de la firme.

¹⁵⁹ Vernimmen P., Quiry P., Le Fur Y. (2014) « Finance d'Entreprise ». *Dalloz Gestion*, 12^{ème} édition. P : 264. .

2- L'élaboration du Tableau de financement afin de vérifier que les ressources ainsi que leur variation annuelle sont suffisantes pour subvenir aux emplois et leurs variations.

3- L'élaboration du tableau de Flux de trésorerie, qui dans le même ordre d'idées, permet de vérifier dans quelle mesure les flux d'exploitation dégagés, permettent l'alimentation du cycle d'investissement et de financement et le maintien de la croissance.

Conclusion :

L'objectif de cette section était de passer en revue quelques techniques fréquemment utilisées dans l'évaluation du risque de Crédit, et ce du point de vue des banques.

Nous avons alors tenté d'explicitier les critères de choix sélectifs se faisant en amont et pouvant éventuellement rationner le recours au crédit.

Il existe donc, comme nous l'avons vu plus haut, nombre de dispositifs permettant d'apprécier la santé d'un prospect au crédit, notamment à travers sa structure, son équilibre financier, sa solvabilité et sa liquidité.

Ces indicateurs constituent des repères ou encore des « gardes fous » que l'appareil bancaire garde en alerte dans sa limitation du risque de contrepartie.

Il convient de signaler que ces paramètres sont ceux que nous adopterons plus tard lors de la réalisation du diagnostic financier de notre échantillon, pour l'appréciation de la structure financière des PME sélectionnées.

Section 2 : Evaluation de la rentabilité :

Introduction :

Analyser la santé financière d'une Entreprise ne peut se suffire à l'appréciation de sa structure financière par le moyen de la solvabilité matérialisant le risque présenté par l'Entreprise. L'appareil bancaire évalue également la rentabilité de cette dernière.

La rentabilité d'une firme représente sa capacité à dégager un résultat bénéficiaire à partir de l'exploitation de ses actifs et des moyens mis en œuvre.

L'objectif de cette section sera de présenter les différents éléments de cette rentabilité. Car celle-ci peut être appréciée sur trois temps ; la rentabilité d'exploitation, la rentabilité économique, et la rentabilité financière.

Signalons que ce sont ces éléments que nous utiliserons également lors de notre partie empirique.

1- La rentabilité d'exploitation :

La rentabilité d'exploitation permet d'apprécier les rendements à différents stades de formation du résultat, en rapportant ces marges au Chiffre d'Affaires Hors Taxes.

1-1- Taux de marge brute/commerciale :

Ce ratio est adapté aux Entreprises exerçant une activité entièrement ou partiellement affectée au négoce. Calculé à partir du CPC, il est complètement indépendant de la politique financière de l'Entreprise et permet plutôt d'apprécier la stratégie commerciale, l'influence des contraintes de marché sur les prix de vente, la réalisation d'économie d'échelles...

Une marge commerciale importante autorise des frais généraux plus au moins élevés (charges de personnel, autres charges externes...) et donc potentiellement un meilleur service à la clientèle, comme cela peut être le cas dans les boutiques de luxe¹⁶⁰. Alors qu'une marge commerciale restreinte implique que les autres charges d'exploitation soient serrées, ce qui pourrait se traduire par certaines formes de distribution permettant la réalisation d'économies d'échelles (coût de main d'œuvre, frais de transport et de stockage...)

$$\text{Taux de marge brute/commerciale} = \frac{\text{vente de marchandises} - \text{Achats revendus} + \text{Variation de stocks de marchandises}}{\text{Chiffre d'affaires hors taxes}}$$

¹⁶⁰ MOHAMED LOTFI, "Analyse financière, guide opérationnel" Edit CONSULTING. P :81

1-2- Ratio de valeur ajoutée :

Ce rapport, très significatif pour les Entreprises exerçant une activité industrielle ou de services, traduit la structure de production de l'Entreprise et permet de mesurer l'intégration ou la spécialisation de cette dernière, en mettant en lumière la richesse créée par celle-ci sans faire appel à la sous-traitance.

La valeur ajoutée sert donc à désigner le supplément de valeur que la firme, du fait de son activité, est capable d'apporter à un bien ou à un service provenant d'un tiers.

$$\text{Ratio de valeur ajoutée} = \text{Marge brute} + \text{Production (vendue, stockée et immobilisée)} - \text{Consommations intermédiaires} / \text{CAHT}$$

La VA sert à rémunérer le personnel à travers les charges salariales et sociales, l'Etat à travers les Impôts et taxe et les bailleurs de fonds à travers les frais financiers. Elle sert également à renouveler les investissements à travers les amortissements.

1-3- Ratio de Marge opérationnelle :

La marge opérationnelle mesure la rentabilité uniquement à partir de l'activité d'exploitation et indique la part du résultat d'exploitation dans l'ensemble de l'activité de l'Entreprise. Ce ratio tient toutefois compte de la politique fiscale (par le moyen de d'amortissements et de reprises), mais permet dans l'absolu d'indiquer l'aptitude de l'Entreprise à réaliser un bénéfice du fait de son exploitation (hors activité financière et non courante).

$$\text{Marge opérationnelle} = \text{Résultat d'exploitation} / \text{Chiffre d'affaires}$$

1-4- Taux de marge nette :

Ce ratio exprime la rentabilité nette de la firme en fonction de son volume d'activité, en rapportant le résultat net (après Impôt) au CA réalisé. Il est considéré qu'un Résultat net représentant à partir de 4% ou 5% du CA est correct.

Toutefois, compte tenu des éléments financiers et non courants pouvant avoir une incidence non négligeable sur le calcul du résultat net, il est préférable d'analyser la rentabilité d'une Entreprise par le moyen d'indicateurs plus économiques.

$$\text{Rentabilité nette (Return on Sales)} = \text{Résultat Net} / \text{Chiffres d'affaires}$$

2- Rentabilité économique (Return On Assets) :

Ce ratio est l'un des indicateurs les plus pertinents en termes de rentabilité et d'efficacité du processus productif. L'on dit même que la rentabilité économique est le seul gage de la pérennité d'une Entreprise (voir Effet de levier).

La rentabilité économique exprime la rentabilité du point de vue de tous les apporteurs de capitaux (investisseurs et créanciers), capitaux nécessaires pour l'exercice de l'activité d'exploitation. Plusieurs méthodes peuvent être utilisées pour évaluer les capitaux nécessaires à l'exploitation (CNE) :

- La somme des Capitaux propres + dettes financières long et moyen terme
- L'actif total
- L'actif économique, soit : l'Actif immobilisé + BFR

Ainsi, nous obtenons :

$$\begin{aligned}\text{Rentabilité économique (ROA)} &= (\text{VA} + \text{Subventions d'exploitation} - \text{Charges du} \\ &\quad \text{personnel} - \text{Impôts et taxes}) / \text{Actif économique} \\ &= \text{EBE} / \text{Actif économique} \\ &= \text{EBE} / (\text{Actif immobilisé} + \text{BFR})\end{aligned}$$

Pour explorer l'étendue et la pertinence de cet indicateur, nous pouvons aller plus loin dans notre raisonnement, en décomposant, ce ratio de la manière suivante :

$$\text{ROA} = (\text{EBE} / \text{Production vendue}) \times (\text{Production vendue} / \text{CNE})$$

La première partie représente une forme de marge bénéficiaire/économique et la seconde la capacité de l'Entreprise à dégager du chiffre d'affaires à partir de son actif (aussi l'inverse de l'intensité capitalistique).

Cette relation permet ainsi de distinguer les actions à mener afin d'améliorer la rentabilité économique :

- Une amélioration de la marge bénéficiaire par le biais d'une compression des charges, ce qui induit une hausse de l'EBE et donc la hausse du taux de marge
- Un désinvestissement à réaliser par la diminution relative de l'investissement ou capital économique, ou une amélioration du taux de rotation de l'actif par une optimisation du niveau des stocks et des Crédits Client.

Signalons par ailleurs que l'EBE permet d'apprécier dans quelle mesure la société est à même de générer des liquidités (flux de trésorerie potentiel ¹⁶¹ né uniquement de l'exploitation) et donc d'investir sans avoir à contracter des dettes afin de financer ses investissements.

¹⁶¹ Ce flux de trésorerie né de l'exploitation est potentiel car il prend en considération les variations de stocks (production vendue) et les délais de paiements (production vendue mais pas forcément encaissée)

Ainsi, le rapport EBE /actif économique, sera le meilleur indicateur pour déterminer la marge obtenue, dans la mesure où il ne tient pas compte de la politique financière, d'amortissement, de provision, de distribution de l'Entreprise, ni des évènements exceptionnels.

3- Rentabilité financière (Return on Equity) :

Rentabilité financière (Return on Equity) = Résultat Net / Fonds Propres

Pour chaque DH investi par les actionnaires, combien ces derniers seraient-il susceptible de gagner/dégager de profit ?

Ce ratio mesure la rentabilité du point de vue des actionnaires, soit le bénéfice obtenu sur les capitaux propres investis, exprimant ainsi l'aptitude de l'Entreprise à rentabiliser les capitaux engagés par les investisseurs, et indirectement à les rémunérer.

C'est aussi ce que l'on appelle également **le taux de profit**.

Le ROE doit être suffisamment élevé pour séduire les investisseurs. A tel point que certaines sociétés procèdent à des rachats d'actions (afin de réduire le montant de leurs Fonds Propres) dans le seul but d'améliorer leur rendement. Un niveau élevé de rentabilité permet à la firme de trouver de nouveaux capitaux sur le marché financier afin de financer sa croissance, alors qu'un taux faible (ou inférieur au marché ou aux normes du secteur) découragera les nouveaux investisseurs. Il convient de signaler :

- Qu'un taux faible peut correspondre à une phase d'investissement importante ou se conformer aux normes de certains secteurs lourds, nécessitant à la fois des fonds propres consistants pour financer les investissements, et des amortissements important qui diminuent également de façon mécanique le résultat net.
- Qu'un taux élevé peut aussi bien provenir d'une bonne gestion que d'une insuffisance relative des fonds propres.

La rentabilité financière peut également être appréciée à la lumière de l'analyse de Dupont, comme suit :

$$\text{ROE} = \text{Résultat Net/CA} \times \text{CA/Total Actif} \times \text{Total Actif}^{162} / \text{KP}$$



Marge nette



Taux de rotation
de l'actif



Levier financier

¹⁶² Sachant que total Actif = Dettes + KP

1. Le premier facteur explicatif du rendement est celui de la marge nette, celui-ci renseigne sur la rentabilité des ventes de l'Entreprise. Idéalement, il est souhaitable que ce ratio soit le plus élevé possible, puisque cela signifie que l'Entreprise retire le maximum de bénéfices de l'effort de ventes.
2. Le deuxième facteur, appelé taux de rotation des actifs, sert à mesurer l'efficacité de la gestion des actifs, et représente une quantité X de Dirhams vendus, générés par un DH investi dans les actifs de l'Entreprise. Ce ratio établit donc un lien entre les deux états financiers principaux, à savoir le bilan et le CPC. Idéalement, il est souhaitable que ce ratio soit le plus élevé possible, car les actifs seront alors utilisés au maximum, ce qui, couplé à la marge nette la plus élevée possible, aura un impact positif sur la rentabilité financière.
3. Le troisième ratio, appelé levier financier, nous renseigne, quant à lui, sur la proportion des actifs de l'Entreprise financée par fonds propres. Plus ce ratio sera élevé, plus l'effet de levier sera élevé et plus la rentabilité financière s'accroîtra (toutes choses étant égales par ailleurs).
Signalons toutefois qu'une variation dans ce ratio sera habituellement accompagnée d'une variation dans la marge nette (une dette supplémentaire se traduit généralement par une hausse des charges d'intérêts et donc une baisse de la marge nette.)

4- Capacité d'autofinancement : (CAF)

La CAF est un flux potentiel de trésorerie calculé en retranchant les charges décaissables des produits encaissables¹⁶³. C'est la ressource de financement générée par l'activité globale de l'Entreprise, avant son affectation sous forme de dividendes distribués.

$$\text{Autofinancement} = \text{CAF} - \text{Dividendes}$$

Ce ratio mesure donc le flux résiduel de trésorerie potentielle (sans tenir compte des décalages temporels) généré par l'ensemble des opérations de gestion (exploitation, financement et investissement). Cette ressource assure le refinancement de l'Entreprise et constitue ainsi des ressources propres à disposition de celle-ci.

La CAF est utilisée en priorité pour verser des dividendes aux actionnaires, rembourser des emprunts, investir, ou alors enfin pour augmenter le fonds de roulement.

¹⁶³ La CAF, qu'elle soit calculée à partir du Résultat net ou de l'EBE, tient toujours compte des stocks et des délais Clients. Voilà pourquoi l'on parle de flux *potentiel* de trésorerie et non réel. La soustraction de la variation du BFR (qui permet de neutraliser l'effet stocks et des délais Clients) permet d'obtenir le Free Cash-Flow.

Il existe deux méthodes pour le calcul de la CAF :

4-1- Méthode additive : (à partir de Résultat Net)

CAF = Résultat net comptable
+ Dotations d'exploitation
+ Dotations financières
+ Dotations non courantes
- Reprises d'exploitation
- Reprises financières
- Reprises non courantes
+ VNA des immobilisations cédées
- Produits de Cession des immobilisations cédées

(1) Sauf dotations relatives aux actifs et passifs circulants et à la trésorerie

(2) Sauf reprises relatives aux actifs et passifs circulants et à la trésorerie

(3) Y compris les reprises sur subventions d'investissement

4-2- Méthode soustractive : (à partir de l'EBE)

Excédent brut d'exploitation
+ Autres produits d'exploitation
- Autres charges d'exploitation
+ Transferts de charges d'exploitation
+ Produits financiers (1)
- Charges financières (2)
+ Produits non courants (3)
- Charges non courantes (4)
- Impôts sur les bénéfices
= Capacité d'Autofinancement

(1) Sauf reprises sur amortissements, provisions réglementées et durables

(2) Sauf dotations sur l'actif immobilisé ou financement permanent

(3) Saut Reprises sur provisions réglementées, subventions d'investissements, et produits de cession des immobilisations

(4) Sauf VNA des immobilisations cédées et dotations sur l'actif immobilisé ou financement permanent

5- Indicateurs de marché :

Il convient de signaler qu'il est également judicieux de considérer dans une analyse financière, afin d'être le plus exhaustif possible, nombre d'indicateurs susceptibles de donner un éclairage supplémentaire sur la santé financière de la firme à un instant t.

- ❖ **Earning Per Share : (EPS ou BPA)** Exprime la part de bénéfices attribués à chaque action.

EPS ou BPA = Résultat net / Nombre d'actions

- ❖ **Price-Earnings ratio : PER** Exprime le nombre de fois, où le cours capitalise le bénéfice.

PER = Cours de l'action / BPA

Il est généralement admis que quand :

- ✓ **0 < PER < 10** : l'action est sous-évaluée, ou alors les bénéfices sont supposés être bientôt en déclin
 - ✓ **10 < PER < 17** : l'évaluation de l'action et des bénéfices est bonne
 - ✓ **17 < PER < 25** : L'action est surévaluée, ou les bénéfices actuellement faibles, seront bientôt en croissance
 - ✓ **PER > 25** : L'action fait l'objet d'une très forte surévaluation, ou alors de forts profits peuvent être attendus.
- ❖ **Taux de rendement (Dividend Yield)** : Critère d'appréciation qui mesure la rentabilité d'une valeur en faisant abstraction de la plus-value potentielle.

Dividend Yield = Dividende / cours d'action

Il s'agit d'un ratio indispensable pour apprécier le revenu annuel de l'action, mais il n'est pas suffisant pour indiquer si une valeur est sous-évaluée ou sur évaluée, une forte chute pouvant accroître le rendement.

Conclusion :

Après revue des diverses techniques d'analyse de la structure financière d'une Entreprise et de sa rentabilité, nous citons en guise de synthèse les principaux résultats suivants :

Il existe toujours une grande difficulté à établir un Benchmark suite à l'absence de normalisation en matière de ratios. Nous remarquons dans ce domaine une grande confusion dans les définitions et un manque de cohérence dans les batteries de ratios utilisés, souvent représentés par les mêmes grandeurs mais recevant des appellations différentes.

Nous remarquons également que l'analyse par ratios se fonde sur une logique purement patrimoniale, et que les interprétations sont avant tout conformes à la doctrine financière traditionnelle, sans permettre de nuancer les jugements établis, selon qu'une Entreprise ait, par exemple, adopté une politique financière agressive ou conservatrice.

Nous ne pouvons non plus affirmer de façon catégorique si une valeur élevée est préférable à une valeur faible. Par exemple, un FDR élevé peut indiquer une bonne solvabilité et un équilibre financier souhaitable, (point positif), mais cela peut aussi vouloir dire que celle-ci a investi des sommes très importantes dans des actifs courants (stocks, créances...), ayant une faible rentabilité (point négatif).

La méthode par les ratios demeure purement statique et s'intéresse à une situation arrêtée à un instant T. Elle reste donc tournée vers le passé et le présent et reste inapte, ou alors apte dans une certaine mesure uniquement, à traduire des perspectives d'avenir.

Chapitre II : Financement des besoins de trésorerie, point de vue de la PME

Introduction :

Puisque nous nous intéressons à l'explication de l'endettement financier chez les PME marocaines, une étape nécessaire serait donc de présenter la nature et l'étendue de ces types de financement.

De quoi s'agit-il principalement ? Qu'est ce qu'un financement ?

Comment le choix s'opère-t-il entre deux modes de financement et quels en sont les principaux avantages et inconvénients ?

Ainsi nous présenterons dans une première section les types de financement à disposition des dirigeants, leurs avantages et inconvénients, puis lors d'une deuxième section nous analyserons les profils et risques présentés par la PME tels qu'ils sont perçus par leur contexte marocain, tout en effectuant le lien entre ces éléments et leur impact sur le financement des besoins de trésorerie des Entreprises.

Section 1: Choix d'un mode de financement : Types de financement à disposition du dirigeant d'Entreprise, Avantages et Inconvénients.

Le cycle d'exploitation, s'étalant de l'achat (matières premières, fournitures, marchandises) à la vente du produit, est générateur de coûts qui nécessitent d'être financés, avant encaissement des produits. Celui-ci correspond donc au temps écoulé entre l'approvisionnement en matières premières, sa transformation en produits finis et sa commercialisation sur le marché. Idéalement financé intégralement par le FDR, il arrive souvent que celui-ci s'avère insuffisant. L'Entreprise doit alors opter pour un mode de financement soit à court terme, afin de pallier une trésorerie momentanément négative ou alors à moyen et long terme, en cas de trésorerie régulièrement négative.

1-Financement par dette des besoins de trésorerie :

1-1-Crédits par décaissements :

1-1-1 Facilité de caisse :

La facilité de caisse est un Crédit revolving destiné au financement des besoins de trésorerie courants et récurrents de l'Entreprise, qui permet de pallier les décalages de paiement dans la trésorerie et dont le remboursement doit s'effectuer au fur et à mesure des encaissements de l'Entreprise. Estimé en général à un mois de CA, il varie toutefois selon les secteurs d'activité et en fonction des besoins de trésorerie de l'Entreprise, sur la base de ses encaissements et décaissements.

Cette autorisation, simple d'utilisation et très répandue, présente plusieurs avantages dont la souplesse, le paiement d'agios uniquement sur les utilisations, et la possibilité d'annulation au cas où un risque d'insolvabilité se ferait sentir sur le client (moyennant un préavis légal de 60 Jours). Il s'agit toutefois d'un Crédit non lié à une opération précise et dont le dénouement ne peut être prévu de manière précise.

1-1-2 Escompte commercial :

L'escompte permet le financement des délais de paiement. Il s'agit d'accorder une avance en anticipation sur l'encaissement des effets de commerce représentatifs de la créance née d'une prestation de services, diminuée des intérêts et commissions contre remise de cet effet et endossé au profit de la banque.

Il s'agit d'une opération dont l'échéance est fixe et qui permet à l'Entreprise de continuer à accorder des délais de paiement à ses clients sans être gênée dans sa trésorerie. Le remboursement se fait par le paiement des effets escomptés à leur échéance, ce qui constitue en soi une bonne garantie, en vertu du droit cambiaire qui prévoit un recours possibles contre le tiré, le tireur et tout autre signataire.

Les besoins en Escompte sont calculés de la manière suivante :

$$\text{(Part du CA prévisionnel réalisable par effets) } \times \text{ (usances moyennes des effets tirés en jours) } / 365 \text{ jours}$$

1-1-3 Préfinancement des marchés publics :

Ce Crédit intéresse les Entreprises adjudicataires de marchés publics, et a pour objet le financement des dépenses nécessaires au démarrage des marchés, moyennant la mise à disposition de 10% du montant global du marché, et ce avant l'ouverture des droits aux paiements au titre des travaux réalisés. Son remboursement est indexé sur les mandatements, par prélèvement de 10% à 15% sur chaque attestation de droits constatés. Le préfinancement est un crédit couvert par un nantissement sur marché public dont le dénouement dépend entièrement de la capacité de l'Entreprise à réaliser les travaux. Il existe toutefois le risque de non-exécution totale ou partielle du marché par la faute de l'Entreprise. Il faut pour cela que le marché ne soit pas entamé et que l'affaire soit en règle à l'égard des créanciers privilégiés (salariés, CNSS, ...)

1-1-4 Avance sur marchés nantis :

L'ASMN ou avance sur droits constatés est un crédit destiné à relayer l'encaissement de créances administratives au titre de l'exécution de marchés publics, que l'Entreprise nanti alors au profit du prêteur. Cette avance est souvent effectuée à hauteur de 80% sur la base des attestations de droits constatés, et est remboursée à la réception des

mandatements des décomptes en question. Il s'agit d'un crédit adapté aux besoins de l'Entreprise, qui dispose alors d'une trésorerie immédiate sur ses factures à encaisser. Il revient toutefois à l'Entreprise d'exécuter correctement les obligations prescrites au niveau du cahier des charges, de réaliser les marchés et d'être en situation régulière vis-à-vis de ses créanciers privilégiés.

1-1-5 Crédits de campagne :

Les crédits de campagne sont destinés au financement de besoins cycliques et temporaires des Entreprises opérant dans des activités saisonnières telles que l'industrie saisonnière, l'élevage, l'agriculture, la pêche...

Le plafond de financement peut atteindre en règle générale 50% à 60% des besoins de trésorerie prévisionnels, avec des variations en fonction de chaque Entreprise et des caractéristiques de la campagne en question. Ce crédit permet à l'Entreprise de rembourser sa dette In Fine, lors de l'encaissement du produit des ventes de la campagne et permet à la banque de cerner avec précision les besoins de financement, au vu du programme global faisant ressortir les frais et charges à engager.

Ce crédit présente toutefois comme risque l'incertitude des ventes prévisionnelle, raison pour laquelle l'établissement de crédit devra se montrer vigilant en appréciant le FDR de l'Entreprise qui devra être suffisant en cas de mévente.

1-1-6 Avances sur marchandises :

Ce type de Crédit a pour objet le financement partiel de l'achat de marchandises, matière première ou produit de base non périssable, sans dessaisissement effectif, en vue de la constitution de stocks pour les Entreprises industrielles, commerciales ou agricoles (exemple : céréaliers).

Généralement plafonné à 80% du prix de revient de la marchandise stockée, celui-ci est remboursé avec le dénouement de l'opération qu'il a servi à financer, au fur et à mesure de la commercialisation de la marchandise stockée. La garantie consiste à nantir les stocks de marchandises ou matières premières financées. Ce type d'opérations requiert toutefois une bonne connaissance des marchés et des produits financés en vue de :

- Se prémunir contre les risques de mévente
- Suivre l'évolution des cours
- Éviter les opérations spéculatives

1-1-7 Avances sur factures :

Il s'agit d'avances accordées aux Entreprises; sur présentation de factures dûment visées par le donneur d'ordre, et ce au titre de marchés non nantissables, à l'exception des factures relatives aux marchés des administrations publiques, des marchés dont le règlement est effectué par effets, et des duplicatas de factures. Le plafond de l'avance, fixé à 70 % de la facture à mobiliser, est déterminé en fonction des marchés en portefeuille et des délais de règlement de ces marchés.

L'établissement bancaire borde généralement ce crédit par une cession de créance au titre du marché financé avec domiciliation des paiements, et le matérialise par la souscription d'un billet à ordre représentant le montant de chaque avance.

1-1-8 Avances sur droits de douane :

Cette ligne de crédit permet aux Entreprises importatrices de s'acquitter immédiatement des droits de douane, droits intérieurs de consommation, prélèvements fiscaux à l'importation et T.V.A en mettant à disposition une avance à court terme pouvant aller jusqu'à 120 jours.

Cette avance est matérialisée par la mobilisation d'un billet à ordre et sert de provision pour le chèque à certifier au nom du receveur de la douane. La détermination du montant de l'autorisation de l'Avance sur Droits de Douane se fait de la manière suivante :

$$\text{(Programme import prévisionnel)} \times (\text{T}^\circ \text{ Droits de douane}) \times \text{Délai moyen d'apurement} / 365 \text{ jours}$$

1-2- Crédits par signature :

1-2-1 Cautions administratives

1-2-1-1-Caution provisoire :

La caution provisoire permet de garantir l'engagement du soumissionnaire vis-à-vis du maître d'ouvrage dans le cadre d'un marché public, et ce en offrant une couverture du marché plafonnée à 1.5% du montant dudit marché. Elle est valable de la date de soumission à l'adjudication. A cette date, celle-ci sera remplacée par une caution définitive. Si l'Entreprise n'est pas déclarée adjudicataire, la caution est restituée et soldée.

La caution provisoire est donnée sur un simple acte de cautionnement, mais est toutefois observée avec précaution afin d'éviter que les Entreprises ne s'engagent dans des marchés dépassant leurs capacités techniques et financières.

1-2-1-2- Caution définitive :

Aussi appelée caution de bonne exécution, cette caution garantit à l'administration le respect des clauses contractuelles prévues au niveau du cahier des charges et donc de la bonne exécution d'un marché de travaux ou fournitures.

Elle est constituée dans les 20 jours suivant l'attribution du marché et demeure valide jusqu'à réception définitive du marché. Elle couvre 3% du montant du marché adjugé et est dénouée par la délivrance d'une mainlevée par l'Administration intéressée à l'occasion de la réception provisoire du marché (dont la durée peut s'étendre en moyenne à 18 mois).

1-2-1-3- Caution restitution d'acompte :

Il s'agit d'une caution à ne pas cumuler avec les préfinancements marché (voir Crédits par décaissement) et dont l'objet est de garantir au maître d'ouvrage le remboursement des acomptes que celui-ci voudra bien accorder à l'Entreprise adjudicataire, afin de lui faciliter le démarrage du marché.

En effet, en vertu du marché notifié, l'administration accepte de consentir une avance moyennant la remise de la caution restitution d'acompte. Cette caution est valide durant toute la durée d'exécution du marché et est ensuite « dérisquée » progressivement par des prélèvements partiels sur les règlements administratifs.

1-2-1-4- Caution retenue de garantie :

Caution représentant 7% de la valeur du marché réalisé, et permettant de déroger à l'obligation de rétention de fonds par l'administration, qui veut se prémunir contre un éventuel vice de forme ou risque de malfaçons susceptibles de surgir après l'achèvement des travaux ou la livraison des fournitures.

Sa validité court en général plus d'une année après la réception provisoire du marché, ainsi la CRG sera libérée au moment de la réception définitive du marché, si les prestations sont jugées conformes au cahier des charges. Signalons toutefois que ce risque n'est pas toujours aisé à évaluer, notamment en ce qui concerne l'aspect technique du marché, d'où la nécessité de suivre les cautions en place, en vue de leur apurement dans les délais et ce, en évitant toute mise en jeu.

1-2-2 Cautions en douane

Il s'agit de cautions délivrées pour le compte des Entreprise en faveur de l'Administration des Douanes afin de différer le paiement des droits et taxes douaniers.

1-2-2-1- Crédit d'enlèvement :

Il s'agit d'un engagement par signature donné par une banque afin de permettre l'enlèvement de marchandises auprès de l'Administration des Douanes avant liquidation et paiement desdits droits, et ce en octroyant un " bon à enlever" autorisant l'Entreprise ainsi à disposer de sa marchandise. Les redevables sont alors tenus de souscrire une soumission cautionnée matérialisée par un acte soumis à l'enregistrement, signée par le demandeur et par une caution bancaire.

1-2-2-2- Obligations cautionnées :

Les obligations cautionnées sont généralement souscrites à la suite d'un crédit d'enlèvement afin de différer le règlement des droits et taxes. Cet engagement est donné suite à la souscription d'un billet à ordre à échéance de 120 jours à l'ordre du receveur de l'administration des douanes.

1-2-3 Caution libre :

La caution libre permet aux Entreprises de garantir leurs engagements et leur bonne moralité en engageant la signature d'un établissement bancaire qui se porte caution vis-à-vis de certains fournisseurs et /ou prestataires de services. Son montant est déterminable librement en fonction des besoins de l'Entreprise dans ses marchés privés.

1-2-4 Crédit documentaire :

Il s'agit de l'engagement par signature d'une banque de payer, pour le compte d'une Entreprise importatrice, un montant donné à l'exportateur, contre remise dans un délai fixé d'avance, de documents attestant de la bonne exécution des clauses prévues dans le contrat de vente. Ainsi, le vendeur s'assure contre le risque de non-paiement de l'acheteur, quelle qu'en soit la raison et ce s'il s'en tient aux dispositions et conditions. Quant à l'acheteur, celui-ci a la certitude qu'il ne paiera les marchandises commandées que si elles répondent aux conditions prévues dans la commande initiale et ce sur la base des documents présentés. Le plafond de couverture de la lettre de crédit est déterminé en fonction des modalités de règlement, du programme d'importation et de sa cadence.

2- Financement par fonds propres des besoins de trésorerie:

2-1- Augmentation de capital :

L'augmentation de capital est une opération décidée, par les actionnaires convoqués en assemblée générale extraordinaire (AGE) et statuant à la majorité. Elle a pour but de renforcer le capital social d'une Entreprise, de renforcer son équilibre financier et de

consolider son autonomie vis-à-vis des créanciers. En effet, les fonds propres n'ont pas vocation à être remboursés contrairement à des fonds empruntés.

Une augmentation de capital peut revêtir plusieurs formes :

- **Augmentation de capital par incorporation des réserves** : Il s'agit d'un simple jeu d'écriture comptable n'ayant pas pour objet d'induire de ressources nouvelles. En effet, le montant des capitaux propres demeure inchangé, car les postes comptables « capital social » et « réserves » fusionnent. Raison pour laquelle la valeur patrimoniale ne change pas.

Ainsi, les réserves non distribuées sont simplement transformées en capital social, ce qui se matérialise soit par la distribution d'actions gratuites¹⁶⁴ aux associés ou alors par l'augmentation du nominal des actions.

- **Augmentation de capital par apports en numéraire** : L'Entreprise émet des actions nouvelles, soit sur un marché organisé, ou en gré à gré, et ce, pour lever des fonds. Les anciens actionnaires reçoivent alors des droits préférentiels de souscription afin d'être prioritaires dans l'acquisition de ces nouveaux titres.

- **Augmentation de capital par apports en nature** : se matérialise par la création de nouvelles actions en contrepartie de l'apport d'actifs réels (terrains, immeubles, brevets) de titres de propriété (échange d'actions entre deux sociétés, offre publique d'échange) ou de créances liquides et cessibles.

- **Augmentation de capital par conversion de dettes** : En cas de difficultés financières, si le créancier le souhaite, il peut décider de convertir sa dette en capital, et de transformer ainsi son statut de prêteur à investisseur en recevant des actions en contrepartie de l'effacement de sa créance. Exemple : obligations convertibles en actions qui sont exercées par leur détenteur.

2-2- Autofinancement :

« L'autofinancement est une ressource propre dont dispose l'Entreprise pour financer ses projets. Il s'agit de mises en réserve de tout ou partie des bénéfices antérieurs. Cette ressource interne représente l'excédent de la capacité d'autofinancement sur la distribution des dividendes (...) L'autofinancement est l'accroissement annuel interne des capitaux propres de l'Entreprise »¹⁶⁵

¹⁶⁴ « Dans ce cas, la valeur de marché est diluée. Un droit d'attribution, dont la valeur correspond à la différence entre la valeur de l'action avant ou après émission, est offert aux actionnaires anciens. (...) la richesse de l'actionnaire mesurée en valeur de marché, n'est pas affectée par l'émission d'actions gratuites. »

Inass El Farissi & Rachid L'MRABET (2011) « Décisions financières de long terme ». Edition Economica P : 227

¹⁶⁵ M'RABET R. & EL FARISSI I. (2011), Décisions financières long terme. Edition ECONOMICA. P : 226

L'existence de cette ressource propre (sans échéance de remboursement) et son accumulation impacte négativement le risque financier et positivement la capacité d'endettement¹⁶⁶ à travers le renforcement de l'autonomie financière. Ce privilège a toutefois un prix.

En effet, la rémunération de l'autofinancement doit être au moins égale à celle des autres ressources propres, car les actionnaires ne voteraient pour un maintien d'une partie des bénéfices sous forme d'autofinancement que si la rémunération espérée (à travers la rentabilité des investissements éventuels) était au moins égale au rendement du marché.

En effet, même si le coût apparent de l'autofinancement est nul, puisqu'il ne se traduit pas par des flux financiers externes, il a tout de même un coût bien réel qui correspond à la rentabilité demandée par les actionnaires.

De plus, au même moment où l'autonomie financière de l'affaire se consolide, il convient de signaler que si la rentabilité financière, potentiellement née de la mise à profit d'actifs financés partiellement ou totalement par cet autofinancement, ne suit pas de la même manière l'accroissement des fonds propres, la rentabilité financière sera revue à la baisse.

Une étude¹⁶⁷ réalisée par l'Insee a fait ressortir la tendance baissière du taux d'autofinancement mesuré par le rapport entre autofinancement et valeur ajoutée.

Accusant un repli modéré entre 1990 et 2004, celui-ci s'effrite principalement suite au maintien de la distribution des résultats. Les PME françaises ont tout de même poursuivi leurs efforts d'investissement au prix d'un alourdissement de leur dette.

Qu'en est-il de nos PME marocaines ? Une enquête réalisée par la banque mondiale en collaboration avec le ministère de l'industrie sur le climat d'investissement au Maroc (ICA, 2004), a montré que les bénéfices réinvestis finançaient en moyenne 62% des investissements et 71% des besoins en fonds de roulement des Entreprises.

Citons également l'enquête FACS 2000 ayant porté sur 859 établissements appartenant à sept branches d'activités à Casablanca, Tanger, Fès, Rabat, Settat et Nador et montrant que 63% des Entreprises industrielles marocaines avaient tendance à utiliser leurs fonds propres internes pour financer leurs investissements.

¹⁶⁶ La capacité d'endettement selon M'RABET R. & EL FARISSI I, 2011 (Décisions financières long terme, Edition Economica. P : 226) peut être au maximum de deux fois plus de dettes financières et non financières que de fonds propres.

¹⁶⁷ INSEE (2008) « La situation financière des entreprises : vue d'ensemble et situation relative des PME » *Dossier - La situation financière des entreprises, L'économie française, édition 2008*. Page 90.
Lien électronique : http://www.insee.fr/fr/ffc/docs_ffc/ref/ECOERA08d.PDF (dernière consultation du 17/03/2016)

2-3- Subventions d'investissements :

Certains secteurs à la faveur de choix stratégiques décidés par l'état, peuvent être éligibles à des subventions s'inscrivant dans des logiques de développement.

Celles-ci peuvent être nationales, internationales ou locales, et doivent respecter certains critères techniques, géographiques, de normes de qualité...

Les subventions ont surtout le mérite de constituer un financement acquis irrévocablement, puisque d'un point de vue comptable, elles constituent des ressources propres à l'Entreprise.

Notons que les subventions sont assujetties à la TVA et au paiement de l'impôt sur les sociétés.

2-4- Cession d'actifs :

Les immobilisations incorporelles, corporelles ou financières, acquises initialement à des fins d'exploitation, peuvent faire l'objet d'un désinvestissement afin de dégager des fonds propres sous une forme liquide.

Cette décision peut être naturelle ou récurrente si elle relève d'un renouvellement courant des actifs (obsolescence, usure) ou voulue, décidée et stratégique si elle répond à une logique de recentrage d'activité ou de dégagement de fonds.

Une Entreprise peut également recourir, dans ce sens, à une opération de « Lease Back » qui est une transaction financière qui consiste à vendre un actif sans s'en déposséder, pour le louer pour longue durée.

Ainsi, l'entité continue d'utiliser l'actif mais n'en est plus propriétaire, suite à la cession qui aura donné lieu à un flux financier permettant de mettre à disposition une ressource propre à la firme.

La question qui se pose à présent, est de savoir, une fois la PME marocaine jugée saine de par sa structure et au regard des normes communément admises (voir section précédente), si celle-ci dispose d'une connaissance raisonnable, nécessaire et suffisante des moyens de financement à sa disposition pour répondre au mieux à ses besoins.

3- Avantages/Inconvénients des principaux modes de financements :

Dans section, nous tenterons de dresser de façon sommaire une comparaison entre les avantages et inconvénients inhérents à chaque source de financement (dette/fonds internes).

3-1- Fonds propres¹⁶⁸ :

Tableau n°16 : Avantages et inconvénients des Augmentations par Fonds Propres

Avantages	Inconvénients
Autofinancement	
<ul style="list-style-type: none"> - Principe accessible à toutes les Entreprises (profitables) - Gratuité (l'autofinancement est constitué des profits antérieurs) - Absence de remboursements - Les bénéfices mis en réserves sont exonérés de l'impôt de distribution - Exerce un impact négatif sur le risque financier¹⁶⁹ 	<ul style="list-style-type: none"> - Les investissements sont limités par les bénéfices reportés (peut s'avérer insuffisant pour franchir un seuil minimum pour la rentabilité. - Peut créer un manque d'opportunités (surtout si les taux d'intérêts sont faibles)
Augmentation de capital	
<ul style="list-style-type: none"> - Une augmentation de capital accroît le montant des fonds propres et renforce l'autonomie financière et l'indépendance de l'Entreprise. - Image d'Entreprise saine et prospère (une augmentation de capital accroît la crédibilité auprès des tiers) - Exonération totale des produits de cession des immobilisations lorsque l'Entreprise s'engage à réinvestir les produits de cession. 	<ul style="list-style-type: none"> - Une augmentation de capital peut laisser croire une surévaluation de l'action (Market timing) - Risque de dilution du contrôle des anciens actionnaires ainsi que du résultat suite à sa répartition entre anciens et nouveaux détenteurs d'actions¹⁷⁰ - Augmentation du CMPC¹⁷¹

¹⁶⁸ Y compris l'autofinancement et les augmentations de capital.

¹⁶⁹ M'RABET R. & EL FARISSI I. (2011) « Décisions financières long terme ». *Edition ECONOMICA*. Page : 226

¹⁷⁰ Rappelons que cela ne risque de se produire que dans le cas où le résultat ne suit pas l'évolution des Fonds propres de façon proportionnelle. C'est-à-dire que dans ce cas, les nouveaux capitaux investis ont été moins rentables.

¹⁷¹ Car la rémunération exigée par les actionnaires est généralement supérieure au coût de la dette financière

3-2- Dettes de financement :

Tableau n°17 : Avantages et inconvénients d'un recours à la dette

Avantages	Inconvénients
<ul style="list-style-type: none">- Principe théoriquement accessible à toutes les Entreprises- Coût de la dette inférieur à la rentabilité exigée par les actionnaires- Déductibilité fiscale des charges d'intérêts- Un endettement permet de lancer un signal positif sur le marché- Financement souple (ajustement aux besoins de financement de l'Entreprise)- Permet de bénéficier de l'effet de levier, si utilisé correctement- Pas de perte de contrôle	<ul style="list-style-type: none">- Coûts de faillite- Coût d'agence banque/PME- Dépendance vis-à-vis de la banque- Un excès de zèle sur le marché bancaire peut créer une surchauffe, de l'inflation, refléter le manque de rigueur gestionnaire, ou entraîner une perte de crédibilité.

Conclusion :

Nous nous sommes donnés pour objectif de décrire et expliquer l'endettement financier chez les PME. Cette section, ayant pour but de présenter une étude, plus à caractère analytique que théorique, a ainsi consisté à présenter les principaux types de financement proposés par l'appareil bancaire, ainsi que les principaux avantages et inconvénients proposés par chaque financement.

Ce travail de contextualisation ne pouvait, en effet, se faire sans toucher à l'essentiel de ces éléments.

Nous concluons, la multiplicité des modes de financement, mais qu'en est-il de leur adaptabilité aux besoins des PME ?

Nous allons donc nous atteler, dès à présent, à la présentation des risques présentés par la PME, puis des approches adoptées par les hommes du terrain pour évaluer ces mêmes risques et notamment le risque de crédit.

Section 2 : Profil et risques présentés par la PME

Introduction :

« La flexibilité d'une Entreprise reflète sa capacité à s'adapter aux évolutions de son environnement et sur un plan plus restreint à son aptitude à gérer son risque qu'il soit économique, financier ou de faillite. »¹⁷²

Nous remarquons globalement, sans tendre toutefois vers la généralisation, que les banques dans leur relation avec les PME considèrent celles-ci comme étant relativement risquées sans égard aux spécificités de chacune d'elles, nous pouvons même dire actuellement que l'appareil bancaire est difficilement capable d'évaluer avec précision le niveau de risque des PME. Pourquoi ? Car, ces dernières sont considérées comme :

- De grandes Entreprises en miniature, sous-capitalisées et présentant un degré de fragilité et de faillite plus élevé
- Ayant relativement plus recours à l'endettement (bancaire) que les autres Entreprises car elles ne bénéficient pas d'un accès facile aux financements alternatifs proposés par les marchés

« La sous-capitalisation et l'endettement excessif imposent des coûts aux PME, sous la forme de taux d'intérêts plus élevés, et augmentent le risque de difficultés financières et de faillite. »¹⁷³

Voilà pourquoi les PME constituent un risque spécifique pour le système bancaire. Il convient de signaler par ailleurs que globalement, tout rendement exigé d'un actif est fonction du niveau de risque qu'il présente.

Les PME étant, pour les raisons qui seront citées ci-dessous, plus risquées que les grandes Entreprises ; celles-ci se retrouvent donc face à une indexation des taux d'intérêts rédhibitoire, augmentant de facto leurs probabilités de défaillance et donc de façon mécanique leur risque, aux yeux de l'appareil bancaire.

De façon sommaire, nous pouvons dire qu'un risque représente toute incertitude quant à l'activité et aux résultats futurs pouvant porter préjudice à l'Entreprise. Nous citons trois principaux types de risque concernant toute Entreprise : un risque lié à la perte

¹⁷² Najib Ibn Abdeljalil (2001) : « Diagnostic financier de l'Entreprise ». *Edition Consulting (3^{ème} édition 2001)*. P : 108

¹⁷³ OCDE (2014) « Nouvelles approches du financement des PME et de l'entrepreneuriat : élargir la gamme des instruments » Rapport de synthèse final. P : 3. (<https://www.oecd.org/fr/cfe/pme/Nouvelles-approches-PME-synth%C3%A8se.pdf> dernière consultation du 11/07/2016)

d'exploitation, un risque financier lié à l'existence d'une structure de financement, et un risque de faillite¹⁷⁴.

S'y ajoutent ensuite d'autres types de risques spécifiques¹⁷⁵ impactant les précédents, nous citons notamment :

- Le risque de défaut (né du non respect des engagements)
- Le risque de liquidité
- Le risque de change
- Le risque de taux d'intérêt

Nous présentons ci-dessous les risques sur lesquels une Entreprise peut avoir une influence, soit :

1- Le risque d'affaire :

Egalement appelé risque d'exploitation, le risque d'affaire s'intéresse au cœur d'activité de l'Entreprise. Il s'agit de sa capacité à exploiter ses actifs ou capitaux nécessaires à l'exploitation, de façon à créer la richesse.

Il peut être décomposé en risque de gestion, risque commercial, et risque technologique. Chacun de ces risques se manifestant à différents stades du développement de l'Entreprise :

1-1-Définition du risque d'affaires/d'exploitation :

1-1-1 Le risque commercial :

Ce risque fait référence à la sensibilité de la PME aux paramètres de marché tels que sa dimension, la réaction potentielle des concurrents actuels et futurs, la fluctuation de l'offre et de la demande, et aux difficultés de distribution. Cela apparait à travers les éléments suivants :

- Portefeuille non atomisé (dépendance très forte envers un client)
- Réseau limité (Fournisseurs limités, circuits de distribution non fluides)
- Aucune diversification des produits fabriqués (cycles de vie de produits)
- Absence de veille commerciale
- Entreprises « preneuses de prix »

¹⁷⁴ CHARREAUX G. (1993) : « Gestion financière ». *Edition ITEC*.

¹⁷⁵ B POLONIATO et D. VOYENNE (1998) : « La nouvelle trésorerie de l'Entreprise ». *Edition Dunod*.

1-1-2- Le risque de gestion :

Le propriétaire-dirigeant, père de sa PME, et souverain de son idée de base, est souvent, par la force des choses, spécialisé dans une fonction particulière qui est son cœur de métier. Il risque donc, par inadvertance, d'accorder peu d'intérêt aux autres fonctions de l'organisation, toutes aussi critiques et salutaires. Cela se manifeste très souvent à travers :

- Un manque de connaissance en gestion (Absence d'outils de gestion adéquats tel qu'un système comptable convenable, systèmes informatiques...)
- Confusion entre les intérêts de la société et ceux de la famille (conflits)
- Management paternaliste pouvant bloquer les prises de décisions
- Inadéquation et insuffisance des ressources humaines

Signalons toutefois que dans la PME, le risque de gestion est amoindri par une organisation des ressources flexible, des initiatives plus faciles, et un centre de décision concentré.

1-1-3- Le risque technologique :

Le risque technologique concerne principalement le cycle de vie de tout produit, et la nécessité de s'adapter pour survivre face aux innovations et à la concurrence. La difficulté des PME à ce niveau réside dans la quasi-impossibilité de produire à un coût concurrentiel, la méconnaissance de la technologie actuelle ou plutôt le manque de moyens nécessaires à son acquisition, sans oublier l'absence d'activités de recherche et développement et de veilles technologiques.

1-2- Analyse du point mort :

On appelle risque d'exploitation : « Les variations aléatoires du CA HT, qui affectent les prévisions relatives aux résultats d'exploitation. »¹⁷⁶ Le résultat d'une firme repose sur trois éléments principaux :

- Prix de revient
- Quantité vendue
- Prix de vente

Le point mort, également appelé seuil de rentabilité ou CA critique, permet de mesurer le risque d'exploitation d'une Entreprise et résulte de la confrontation entre : coûts fixes, coûts variables, volume de production et bénéfices¹⁷⁷.

¹⁷⁶ M. LOTFI. Analyse financière, guide opérationnel. EDIT CONSULTING. P : 99

¹⁷⁷ P. Conso (1985) « La gestion financière de l'Entreprise », Dunod PARIS.

Les coûts fixes sont constitués de l'ensemble des charges incompressibles, indépendantes de l'évolution de l'activité, mais dépendantes de la structure. Il s'agit principalement de l'amortissement des bâtiments, du matériel, des loyers, des frais administratifs, rémunération des employés...

Le montant de ces charges peut toutefois changer suite à des modifications de structure, on parle alors de charges à variation discontinue. Les coûts variables, aussi appelés charges d'activité, sont une fonction dépendante du volume d'affaire. Le caractère de variabilité est assez approximatif, mais avec une marge d'erreur. Il n'y a pas forcément de linéarité.

Le point mort¹⁷⁸, indique le niveau de production pour lequel l'Entreprise ne réalise ni gains ni pertes. Au point mort, le résultat est nul. A ce moment, le Chiffre d'Affaires couvre exactement les charges fixes et les charges variables, ou encore, la marge sur coût variable couvre les charges fixes.

On a :

$$\begin{aligned}\text{Chiffre d'Affaire} &= \text{QV (quantité vendue)} * \text{PU (prix unitaire)} \\ \text{Coût variable} &= \text{QV (quantité vendue)} * \text{CVU (charge variable unitaire)} \\ \text{Marge sur coût variable} &= \text{CA} - \text{CV} \\ \text{Coût fixe} &= \text{CF}\end{aligned}$$

Si le résultat est de 0 (point mort), on a :

$$\begin{aligned}(\text{QV} * \text{PU}) - (\text{QV} * \text{CVU}) &= \text{CF} \\ \text{QV} * (\text{PU} - \text{CVU}) &= \text{CF} \\ \text{QV} &= \text{CF} / (\text{PU} - \text{CVU})\end{aligned}$$

$$\text{QV} = \text{Charges Fixes} / \text{Marge sur coûts variables unitaire}$$

Ce rapport représente le seuil de rentabilité en quantité Q, pour l'obtenir en valeur, il suffit de multiplier par le PU.

2- Le risque financier :

« Le risque de perte global, mesuré au niveau du Résultat courant après impôt, dépend du risque d'exploitation et du poids des charges financières, lesquelles peuvent être amplifiés par l'effet de levier du à l'endettement »¹⁷⁹

« L'Entreprise peut courir deux risques : le risque économique et le risque financier ; la conjugaison des deux constitue le risque global »¹⁸⁰

¹⁷⁸ Aussi appelé, point zéro, point critique, point d'équilibre, seuil de rentabilité ou de profitabilité

¹⁷⁹ MOHAMED LOTFI, "Analyse financière, guide opérationnel" Edition CONSULTING. P :108

¹⁸⁰ BELKAHIA R. et OUDAD H. (2013) : « Finance d'Entreprise, Analyse et diagnostic financier » Edition Consulting. P :343.

Nous avons vu plus haut¹⁸¹, que plus une Entreprise s'endette, plus l'effet de levier jouera dans un sens ou dans un autre, dépendamment du risque d'exploitation et du coût de la dette.

Cela est la manifestation du risque financier, lequel demeure naturellement lié au choix de la politique financière. L'idéal sera donc d'obtenir une structure financière optimale permettant de bénéficier de l'effet de levier tout en maîtrisant la variabilité des résultats et sans mettre en péril l'équilibre financier.

En substance, nous pouvons dire que l'ensemble des banquiers et praticiens s'accordent à dire que les PME souffrent de façon presque généralisée de problèmes de rentabilité, de liquidités, et de sous-capitalisation, ce qui fait d'elles des entités présentant un niveau de risque financier plus élevé que les grandes Entreprises. SURET et TARNON¹⁸² affirment que la sous-capitalisation des PME est davantage imputable à une rentabilité insuffisante plutôt qu'à une petite taille, ce qui veut dire qu'en fait, si ces Entreprises (PME) sont sous capitalisées c'est parce qu'elles ne dégagent pas suffisamment d'autofinancement pour asseoir leur structure financière, sachant de plus, que les grandes Entreprises ont un accès plus élargi aux capitaux externes.

R. Beaudoin (1996)¹⁸³ appelle toutefois à nuancer les faits constatés sur les terrains avant de les attribuer à un état de faits. Le risque financier n'a, en effet, pas été démontré de façon satisfaisante pour affirmer qu'il s'agit d'une fatalité.

Il pourrait plutôt être dû à la volonté des propriétaires-dirigeant de garder le contrôle de leur Entreprise, au lieu de solliciter des investisseurs externes qui leur imposeront éventuellement plus de contraintes dans leur gestion quotidienne. D'où l'intérêt d'étudier le comportement financier des PME en liaison étroite avec son contexte.

3- Risque de défaillance, l'analyse par les scores :

L'objectif de cette partie est de présenter brièvement ce qu'on appelle le risque de faillite ou de défaillance. En effet, les dirigeants d'Entreprise et les banquiers, hommes du terrain, ont besoin d'outils rapides et fiables afin de leur servir d'indicateurs mesurant la santé et la solidité de l'entité en question. L'appareil bancaire dispose de deux méthodes d'analyse, une analyse globale plutôt économique et une analyse financière.

¹⁸¹ Cf. Section 2- Apports de Modigliani & Miller, 3- L'effet de levier.

¹⁸² Cité par, Josée ST-PIERRE : Op.cit P8

¹⁸³ St-Pierre, J. et R. Beaudoin : « Les problèmes financiers des PME : l'état de la question, dans PME » Bilan et perspectives, Julien Éd., 1996 P 212

3-1- Analyse économique :

3-1-1- Analyse de l'environnement économique :

Cette analyse consiste à apprécier de façon plus ou moins synthétique :

- L'évolution globale du secteur
- La dépendance à l'égard des matières premières (variabilité des cours)
- L'existence d'éventuelles crises ou difficultés en amont (fournisseurs) ou en aval (clients)
- La concurrence systématique de certains produits étrangers, qui peut être plus ou moins forte (comme cela est très récurrent dans le secteur du textile, tannerie...)

3-1-2- Analyse de la position de l'Entreprise :

Il s'agit là, de voir si le créneau d'activité est spécialisé ou diversifié (limitant les risques), et d'analyser en sus, le positionnement de la firme dans son environnement (position marginale ou ciblée)

3-1-3- Analyse des moyens techniques :

- Impact de la réglementation sur les contraintes techniques
- Sous-investissement ou surinvestissement par rapport à la nature de l'activité (typiquement industrie lourde VS commerces)
- Alourdissement ou maîtrise des charges de personnel
- Normes de sécurité et respect de l'environnement.

3-1-4- Analyse de la production et du cycle de vie du produit :

Il s'agit de suivre l'évolution de la courbe de maturité d'un produit et de son cycle de vie, d'observer ou conseiller le lancement de nouveaux produits et d'appuyer la continuité et la pérennité par un effort en communication.

3-1-5- La position commerciale :

- Analyse des partenaires commerciaux
- Degré d'atomisation du portefeuille
- Position concurrentielle
- Dépendance vis-à-vis d'un secteur de clientèle très spécialisé ou d'un très gros client
- Entreprise « Faiseuse de pris » ou « preneuse de prix ».

3-1-6- Management et situation humaine :

- Qualité du management, savoir-faire du dirigeant
- Ancienneté de la relation
- Respect des engagements contractuels
- Alourdissement ou maîtrise des charges de personnel
- Turnover important ou faible, grèves¹⁸⁴...

3-2- L'analyse financière :

L'analyse par les ratios doit être pertinente et significative par rapport à l'Entreprise et son secteur. Pour qu'un ratio exprime toute sa valeur, il faudrait suivre son évolution à la fois dans le temps et en comparaison avec d'autres Entreprises opérant dans un même secteur ou alors dans un secteur comparable.

Il ressort donc de ce qui précède que l'approche classique de l'analyse financière peut constituer un outil non négligeable de mesure du risque et d'évaluation de la rentabilité, mais elle reste à nuancer fortement selon nombre de critères à caractère qualitatif.

D'un point de vue empirique, il existe deux principales méthodes de notation globale des Entreprises. Nous les classons comme suit :

3-2-1- Les approches empiriques, méthode des « Credit-men » :

Il s'agit d'une approche pratiquée par les hommes du métier, appelés « Credit men », et qui consiste à pondérer un ensemble de facteurs quantitatifs et qualitatifs, afin de donner une appréciation globale de chaque Entreprise. C'est dans ce sens, que dans le cadre de l'approche Internal Ratings based, le dispositif bancaire dispose d'un système de notation interne.

Celui-ci intègre généralement trois facteurs :

- **Un facteur économique**, mesurant la qualité de l'environnement dans lequel l'Entreprise en question évolue
- **Un facteur personnel**, permettant d'apprécier la qualité et la compétence du management et du personnel
- **Un facteur financier**, mesurant la situation et la santé financière

¹⁸⁴ Exemple : SROC INDUSTRIES, société cotée en bourse, qui a connu en 2012 une baisse de 50% de son CA, suite à une grève de son personnel, qui a engendré un arrêt d'activité pendant 7 mos suite à l'arrêt des bons de commande.

L'appréciation de la situation financière se fait sur la base d'une note synthétique N, mesurant la situation d'une firme par rapport à une autre de la même branche. La pondération se fait comme suit :

$$N = 25 R1 + 2 R2 + 20 R3 + 20 R4 + 10 R5$$

Avec :

R1 = Ratio de trésorerie = Réalisable et disponible / Dettes à court terme

R2 = Ratio d'autonomie financière = Capitaux propres / Dettes MLT

R3 = Coefficient de rotation des stocks / Stock moyen

R4 = Coefficient de rotation du poste client = Clients / CA TTC

R5 = Capitaux propres / Immobilisations nettes

- Si N = 100, la situation financière est jugée normale
- Si N est supérieure à 100, la situation financière est bonne
- Si N est inférieure à 100, la situation est jugée préoccupante.

3-2-2- Les approches statistiques, la fonction discriminante :

Les approches statistiques de la défaillance consistent, à partir de deux échantillons d'Entreprises, le premier constitué d'Entreprises saines, et le second d'Entreprises défaillantes, à tester le pouvoir prédictif d'une fonction appelée « discriminante » composée d'une batterie de ratios supposés capables de déceler au mieux les risques de défaillance.

Cette analyse discriminante permet l'esquisse de cette fonction Z qui prend généralement la forme suivante :

$$Z = a_1 R_1 + a_2 R_2 + \dots + a_n R_n + B$$

Avec :

a_1, a_2, \dots, a_n : coefficients de pondération

R_1, R_2, \dots, R_n : Ratios introduits dans l'analyse comme étant les plus discriminants entre Entreprises saines et en difficulté

De nombreuses études ont été menées à ce sujet, dont les plus notables sont celles de :

- Edward I. ALTMAN dont la fonction a été dévoilée la première fois en 1968¹⁸⁵ avant d'être modifiée à plusieurs reprises. Elle a été élaborée sur la base de 22 ratios et un échantillon de 33 Entreprises défailtantes et 33 Entreprises saines.
- Collongues (1977)¹⁸⁶ dont la formule est la suivante :

$$Z = 4,983 X1 + 60,0366 X2 - 11,834 X3$$

Avec :

$$\begin{aligned} X1 &= \text{frais de personnel / valeur ajoutée} \\ X2 &= \text{frais financiers / chiffres d'affaires hors taxes} \\ X3 &= \text{fonds de roulement net / total du bilan} \end{aligned}$$

- Modèle de la Banque de France¹⁸⁷ dont la fonction discriminante Z est définie comme suit :

$$100Z = - 1,255 X1 + 2,003 X2 - 0,824 X3 + 5,221 X4 - 0,689 X5 - 1,164 X6 + 0,706 X7 + 1,408 X8 - 85,544$$

Avec :

$$\begin{aligned} X1 &= \text{Frais financiers / EBE} \\ X2 &= \text{Ressources stables / actif économique} \\ X3 &= \text{CA / endettement} \\ X4 &= \text{EBE / CA HT} \\ X5 &= \text{Dettes commerciales / achats TTC} \\ X6 &= \text{Taux de variation de la valeur ajoutée} \\ X7 &= \text{(Stocks + Clients - Avances clients) / Production TTC} \\ X8 &= \text{Investissements physiques / valeur ajoutée} \end{aligned}$$

La règle de discrimination étant comme suit :

1. Si $Z > 0,125$: l'Entreprise est saine
2. Si $-0,250 < Z < 0,125$: l'Entreprise est en zone d'incertitude
3. Si $Z < -0,250$: l'Entreprise présente des caractéristiques comparables à celles des Entreprises défailtantes

¹⁸⁵ Altman (1968), "Financial ratios discriminant analysis and the prediction of corporate bankruptcy", *Journal of Finance*, Sep. 1968, traduction en français in Girault F. & Zisswiller R., *Finances modernes : théories et pratiques*, Tome 1, ed. Dunod, 1973, p. 30-60

¹⁸⁶ Collongues Y. (1977), "Ratios financiers et prévision des faillites des petites et moyennes Entreprises », *Revue Banque*, n° 365, septembre, p. 963-970

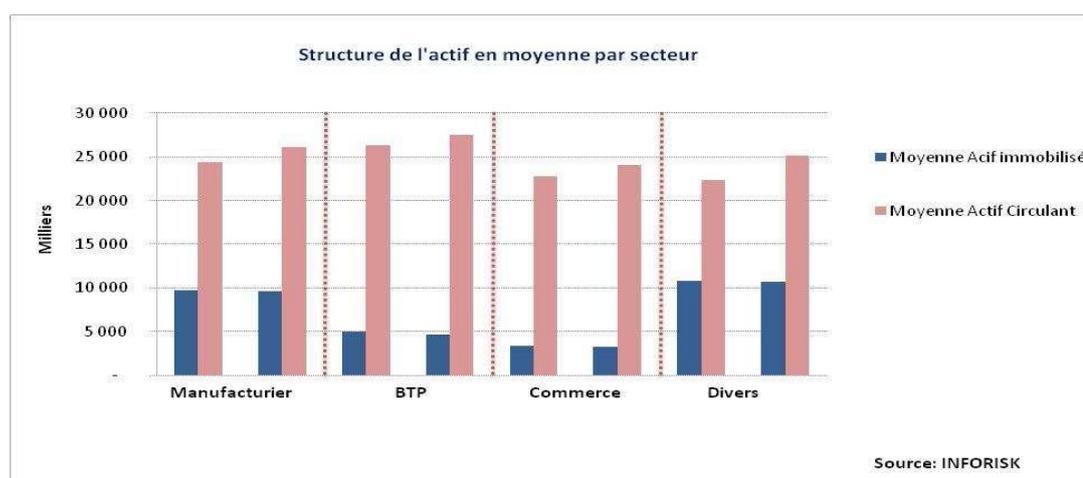
¹⁸⁷ Banque de France (2000) « Score BDFI » *Contrôle des Bilans*

4- Profil des PME marocaines :

Une étude réalisée par Inforisk, et ayant retenu comme définition celle de la charte des PME, soit toutes les Entreprises dont le chiffre d'affaires est inférieur à 75 millions de dirhams en 2008 a étudié un panel de 57.754 sociétés. Selon cette source, les constats les plus significatifs sont les suivants :

- Les PME marocaines retenues (CA entre 3 et 75 millions dhs) sont présentes dans presque tous les secteurs économiques avec une prédominance dans le secteur manufacturier et commercial.
- Ces PME se caractérisent généralement par la relative faiblesse des actifs immobilisés, et la prédominance de l'actif circulant. Le graphique suivant, effectué sur un échantillon de 120 PME montre la moyenne des actifs immobilisés et de l'actif circulant par secteur.

Figure n°6 : Structure de l'actif des PME par secteur

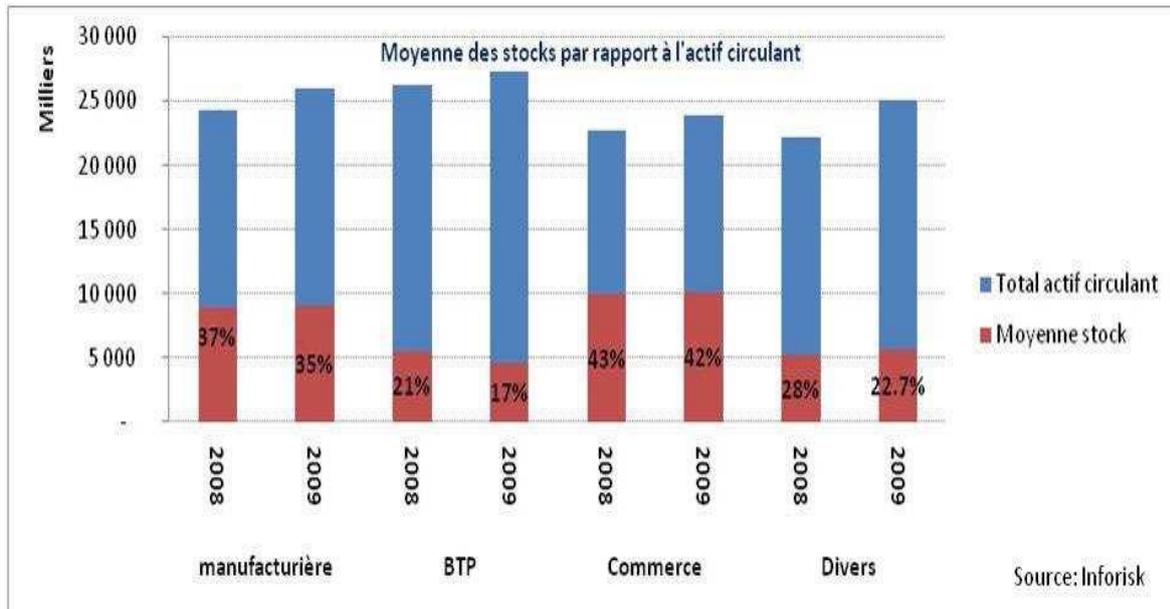


Source : CDVM « *Le financement des PME au Maroc* » P : 30

Nous constatons :

- La fragilité de la structure de l'actif immobilisé qui pourrait s'expliquer par le recours massif de la PME marocaine à la main d'œuvre. Cette nature pourrait éventuellement être une conséquence des difficultés de financements auxquels font face les PME, ce qui les pousserait plus vers des activités peu capitalistiques.
- La PME marocaine a souvent un niveau excessif de stocks, immobilisant les liquidités, et créant des besoins importants en fonds de roulement, ce qui augmente de façon mécanique les besoins de financements.

Figure n°7 : Moyenne des Stocks par rapport à l'actif circulant



Source : CDVM « Le financement des PME au Maroc » P : 31

Ces niveaux élevés de stocks pourraient être expliqués par :

- Une mauvaise gestion
- Une concurrence rude sur le marché qui pourrait pousser la PME à commander des quantités importantes relativement aux besoins réellement ressentis afin de bénéficier de certaines remises.
- Coûts importants de logistique concernant les PME qui importent, ce qui pourrait les pousser, afin d'éviter les incertitudes et les retards de la chaîne logistique à accumuler les stocks.

De ce que nous avons eu plus haut, il nous semble dès à présent évident que la PME, de par son existence propre, présente des caractéristiques que nous synthétisons à travers le tableau ci-dessous :

Tableau n°18 : « Caractéristiques de la spécificité de la PME »

<p align="center"><u>« Spécificité environnementale :</u></p> <ul style="list-style-type: none"> - Incertitude face à l'environnement technologique - Vulnérabilité envers les forces de la concurrence
<p align="center"><u>Spécificité organisationnelle :</u></p> <ul style="list-style-type: none"> - Structure : peu formalisée, peu différenciée - Ressources : « pauvres » en ressources humaines et financières
<p align="center"><u>Spécificité décisionnelle :</u></p> <ul style="list-style-type: none"> - Cycle de décision stratégique : à court terme, réactif (c. proactif) - Processus décisionnel : intuitif, expérientiel, peu d'utilisation d'information et de techniques - formelles de gestion, focalisé sur les flux physique (c. les flux informationnels)
<p align="center"><u>Spécificité psychosociologique :</u></p> <ul style="list-style-type: none"> - Rôle dominant de l'entrepreneur : peu de partage d'informations, peu de délégation de prises de décision - Climat psychologique : attitudes favorables mais peu d'attentes envers les systèmes d'information
<p align="center"><u>Spécificité des systèmes d'information :</u></p> <ul style="list-style-type: none"> - Fonction SI : stade de développement peu avancé, subordonnée à la fonction comptable, peu d'expertise, d'expérience et de formation en gestion des systèmes d'information - Complexité des SI : emphase sur les applications administratives (c. de gestion) à base de progiciel (c. développement sur mesure), peu d'expertise technique - Succès des SI : sous-utilisations des systèmes d'information, peu d'impact sur l'efficacité »

Source : GREPME¹⁸⁸ : « Les PME : Bilan et Perspectives ». Edition ECONOMICA, 1994. P56

5- PME et délais de paiement :

Au-delà des règles d'orthodoxie financière en termes de respect de l'équilibre financier, et de respect de ratios de solvabilités et d'endettement, l'un des principaux points devant attirer l'attention sur la liquidité des Entreprises est le suivant : les impayés et la non maîtrise des délais de paiement.

En effet, ces deux éléments symptomatiques de caractéristiques propres aux secteurs d'activités (exemple : BTP, marchés publics...) constituent l'une des principales causes de défaillance des Entreprises. Il convient de signaler que les Entreprises les plus vulnérables sont d'ailleurs très souvent les petites et moyennes Entreprises.

¹⁸⁸ « Groupe de Recherche en Economie et Gestion des Petites et Moyennes » QUEBEC

Il est à mentionner que nombre d'études récentes ont clairement pointé leur doigt sur le fait que : « les clients des TPE et des PME maintiennent et parfois augmentent leurs délais de règlement, alors même que ces petites et moyennes Entreprises sont souvent forcées à payer leurs fournisseurs dans des délais plus courts. Les TPE et les PME portent ainsi une part toujours plus grande du crédit interentreprises, au détriment de leurs états financiers, de leur croissance et de leur développement »¹⁸⁹.

Un projet de loi, vient d'ailleurs d'être mis dans le circuit d'adoption, afin de réglementer les délais de paiement et contribuer à leur réduction. Ce dernier prévoit à ce titre :

- « De fixer le délai de paiement à une durée définie lorsque le délai pour régler les sommes dues n'est pas convenu entre les parties et à le plafonner à une durée maximale à compter de la date de réception des marchandises ou d'exécution de la prestation demandée s'il est convenu entre les parties. Un système de pénalités de retard pour compenser les intérêts bancaires supportés par les fournisseurs.
- De charger les commissaires aux comptes de vérifier le respect de cette réglementation »¹⁹⁰

6- Crédit bancaire, aperçu du contexte marocain:

Le marché du crédit bancaire marocain a tendance à prendre une forme oligopolistique avec une offre concentrée par un nombre limité d'acteurs, à savoir les banques de la place, et une demande composée d'une large population de PME.

Selon un rapport des Nations Unies élaboré en 2010, le total des crédits accordés par les banques au secteur privé s'élèverait à 468 milliards DHS, dont seulement 18%, a été allouée aux PME, soit un montant global de 54 milliards de dirhams ; le reste ayant été alloué aux grandes Entreprises.

Les secteurs les plus privilégiés sont le secteur manufacturier, le BTP et le commerce.

Le plus inquiétant, ne l'oublions pas, est que les PME marocaines privilégient majoritairement les voies de financement bancaires car elles ne peuvent pas recourir aux marchés des capitaux aussi facilement que les grandes Entreprises ou qu'elles ne le veulent pas tout simplement. Dans un même ordre d'idées, nous constatons clairement que le marché marocain de la dette privé reste très restrictif en termes d'émetteurs.

¹⁸⁹ CDVM (2011) « Le Financement des PME au Maroc » P : 42

¹⁹⁰ Projet de loi n°32.10 complétant la loi n°15.95 formant le code du commerce

Les émissions de titres de dettes (prenant la forme de titres de créances négociables) sont, en effet, soit des :

- Certificats de Dépôts : émis par les banques
- Bons de Sociétés de Financement : émis par les sociétés de financements
- Billets de trésorerie émis par les Entreprises.

Les PME ne peuvent être concernées que par les billets de trésorerie (court terme) ou par les émissions obligataires (moyen et long terme). Mais étant donné le fait que :

- Le montant minimal de tout billet de trésorerie est d'une valeur de 2 Millions DHS
- La loi ne permet qu'aux Entreprises ayant le statut juridique de sociétés anonymes (SA) d'émettre des obligations sur le marché.

Il en résulte que les PME marocaines n'ont toujours pas accès à ces marchés. Le tableau suivant montre les conditions d'accès au marché des obligations.

Tableau n°19 : Conditions d'accès au marché obligataire

Montant minimal émis	20 Millions DHS
Maturité minimale	2 ans
Nombre d'exercices certifiés	2 exercices
Valeur nominale minimale	10 DHS, Entreprises cotées 50 DHS, Entreprises non cotées

Source : Conseil déontologique des valeurs mobilières au Maroc « Le financement des PME au Maroc » 2011

Conclusion :

Nous nous posons, à présent, plusieurs questions sur les perspectives de financement des PME à la lumière des contraintes que nous avons vues plus haut.

Le comportement financier des PME vis-à-vis de l'endettement est-il le résultat de :

- Difficultés/facilité des PME à trouver un financement adéquat ?
- La réticence ou la frilosité de la part des fournisseurs de crédits ?
- La fragilité même des PME ? La faiblesse de leurs fonds propres due à un manque de réinvestissement dans l'Entreprise ?
- Un déséquilibre du couple Risque/Rentabilité ?
- Le style de management des PME ? Des défaillances au niveau du capital humain ?
- Un manque de transparence dans les états financiers ?

Chapitre III - Environnement financier, point de vue du dispositif bancaire :

Introduction :

Nous estimons que le système bancaire de nos jours est quelque peu fragile. Cette fragilité peut très brièvement s'expliquer par deux facteurs : Les asymétries d'information et la liquidité.

En effet, les banques s'interposent en tant qu'agent entre demandeurs et apporteurs de capitaux, collectant les dépôts fournis par les détenteurs de capitaux et mobilisant ceux-ci à moyen et long terme afin de répondre aux besoins de financement des projets présentés par les emprunteurs.

D'un côté, elles doivent supporter les risques de contrepartie, de l'autre, être capables de répondre, à tout moment aux besoins de liquidité des déposants (sachant que l'horizon temporel des projets financés est généralement plus lointain que celui des dépôts).

Le troisième chapitre de cette seconde partie aura pour objet de parachever notre étude analytique du point de vue de l'appareil bancaire par une présentation synthétique des éléments suivants : tout d'abord, une explication théorique aux contraintes de financement bancaire, puis une présentation des risques de l'activité bancaire, avant de finir par une présentation de la notion de Ratios prudentiels. Et ce dans le but de voir en quoi ces éléments peuvent influencer, directement ou indirectement sur le financement des Entreprises en général et des PME en particulier.

Section 1 : Système bancaire, en théorie :

Avant de présenter les spécificités contextuelles du système bancaire, notamment celles relatives aux contraintes dans les offres de financement, aux risques de l'activité bancaire et aux limitations par le moyen des ratios prudentiels ; cette section aura pour objet de présenter tout d'abord une explication théorique aux difficultés que peut rencontrer ce pourvoyeur de fonds.

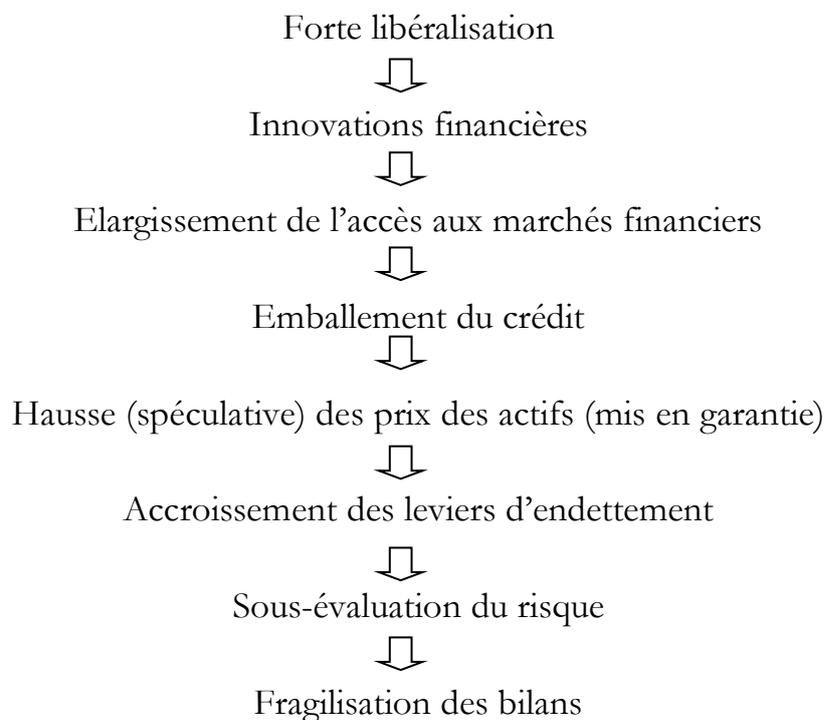
1- Crise financière, définition :

Toute crise financière peut se définir, de façon claire et simple comme une hausse importante et abrupte du coût du financement, juxtaposée à une raréfaction de l'offre de capitaux en circulation impactant directement les opportunités de financement des Entreprises. Nous pouvons citer généralement deux types de crises :

- Les « Pseudo-crisis » ¹⁹¹ : conjoncturelles, localisées et circonstancielles (exemple : Chute de prix des matières premières, Krachs boursiers...) celles-ci n'entraînent généralement que des pertes de richesse.
- Les « Crises réelles » qui donnent lieu à des phénomènes d'ampleur macroéconomique se matérialisant généralement par des paniques bancaires menaçant tout le système de paiements.

2- La « Debt deflation Theory » :

La « *Debt deflation Theory* » proposée par Irving Fisher en 1933 traite de la problématique des crises financières, en liant celles-ci au phénomène de surendettement. L'activité économique étant cyclique, les périodes dites de prospérité créent en général un excès de zèle et d'optimisme ainsi que de fortes anticipations quant aux opportunités de profits¹⁹². Ces périodes sont généralement caractérisées par les effets suivants :



Une fois leurs anticipations revues à la baisse, les agents économiques se rendent compte du surendettement dans lequel ils se trouvent. Le moyen à disposition pour se désendetter étant de vendre leurs actifs, une baisse généralisée des prix s'ensuivra, créant ainsi une déflation. Cette même déflation contribuera à l'augmentation en termes réels de la dette et étiera donc le surendettement en place.

¹⁹¹ Ana Schwartz (1986): "Real and Pseudo Financial Crises." In F. Capie and G. E. Wood (eds.), *Financial Crises and the World Banking System*. London: Macmillan. Pg 11–31.

¹⁹² Fisher, Irving (1933), "The Debt-Deflation Theory of Great Depressions » *Econometrica*, 1(4):337-57,

Le processus étant systématique et itératif, on parle alors de « mécanismes auto entretenus de la crise »¹⁹³. « *Le modèle des crises entretenues* » de Hyman Minsky, entre 1960 et 1970, revisitant les termes de la « *Debt deflation Theory* » de Fischer, pointe du doigt les effets néfastes que peut avoir la « marchandisation » du financement et l'accroissement de l'endettement sur la fragilisation du système financier¹⁹⁴. Selon Minsky, ce qu'il appelle « paradoxe de la tranquillité » prend forme à travers les processus cognitifs et comportementaux des agents qui, lorsque tout va bien, profitent de la croissance et des taux d'intérêt bas pour emprunter, avant de virer au surendettement¹⁹⁵ dans un élan d'optimisme.

La théorie de l'instabilité financière de Hyman Minsky met en lumière un phénomène d'accumulation de dettes, durant les périodes prospères et de bulles spéculatives. Celle-ci a connu une vive reconnaissance en particulier lors de la crise de Subprimes de 2007.

En substance, Minsky (1992)¹⁹⁶ atteste l'existence d'un mécanisme clé poussant l'économie prospère, calme et pérenne vers la crise : L'accumulation de dettes insolvables par des entités non gouvernementales :

- Les emprunts « couverts » : le remboursement de la dette (intérêt et principal) peut se faire à partir des flux de trésorerie nés des investissements
- Les emprunts « spéculatifs » : les flux de trésorerie provenant des investissements permettent la couverture du service de la dette (intérêts), le principal doit toutefois être refinancé sur le marché (Opération de Roll over)
- La dette « Ponzi » : basée sur une promesse d'enrichissement futur exagérément élevé et des taux de rémunération pouvant aller jusqu'à 100% refinancés uniquement par les apports des clients suivants (soit le capital existant) et non par des retours sur investissements. La désillusion de ces derniers cause la fin du cycle par une perte de confiance et des capitaux retirés entraînant l'insolvabilité de la dette (principal + intérêts).

La solution dans ce cas est donc de planifier des interventions directes des pouvoirs publics afin de réguler les pratiques malsaines telles que les fonds Ponzi¹⁹⁷ (exemple :

¹⁹³ Fisher, Irving (1932) "Booms and Depressions: Some First Principles". *New York ADELPHI COMPANY*. Pg 258.

¹⁹⁴ Gilles Dostaler (2007) « Hyman Minsky et le capitalisme rongé par l'instabilité financière », *Alternatives économiques*, n° 258

¹⁹⁵ Minsky H.P (1985) « La structure financière: endettement et crédit », in A. Barrerre ed, *Keynes aujourd'hui : Théories et Politiques*, Pg. 309-28.

¹⁹⁶ Minsky H. P (1992), « The financial instability hypothesis », Working Paper n° 74, may, Levy Economics Institute.

¹⁹⁷ « Une chaîne de Ponzi, ou pyramide de Ponzi, fonctionne sur un système de vente pyramidale. Elle repose sur la promesse de profits mirifiques financés par l'afflux de capitaux apportés par de nouveaux investisseurs, jusqu'à la formation d'une bulle spéculative qui finit par exploser » *Jeune Afrique (2010) Pyramide de Ponzi, modèle d'escroquerie depuis 1921*

affaire Madoff), et à terme d'enrayer le mécanisme de crise. N'oublions pas que l'expansion du crédit est limitée par une appréciation de l'inflation qui devrait normalement être suivie par un durcissement de la politique monétaire et une reprise des taux d'intérêt.

3- Explication théorique des contraintes de financement bancaire :

Quant au phénomène de rationnement de crédit, tel que nous l'avons vu plus haut, celui-ci pourrait justement trouver son origine dans des financements passés non maîtrisés, et ce dans le cadre de l'activité économique, cyclique par excellence.

Celui-ci s'inscrit dans une perspective microéconomique, aussi appelé « modèle de rationnement microéconomique » et considère que les limites à l'endettement des Entreprises résultent des asymétries d'information entre dirigeants et banques. Ceci dit, il convient d'attirer l'attention sur certaines contraintes macroéconomiques qui pourraient également impacter l'accès au crédit bancaire. Cette idée conforte l'existence d'un lien entre réalité économique et réalité financière. Nous citons principalement deux canaux par lesquels le crédit joue un rôle macroéconomique dans le financement de l'Entreprise :

1- Canal strict du crédit, qui considère que les impulsions provenant de la politique monétaire imposent des contraintes, voir même des chocs aux bilans des intermédiaires financiers (banques, assurances...), entraînant de façon mécanique une réduction de l'offre globale et un rationnement du Crédit.

2- Canal large du Crédit, qui atteste l'existence d'un phénomène d'amplification financière réduisant l'accès aux ressources, particulièrement pour les Entreprises maximisant les imperfections des marchés, tel que les PME.

L'idée principale de cette théorie est que la politique monétaire affecte directement la richesse des emprunteurs, et accroît donc leur prime de financement¹⁹⁸ externe, diminuant ainsi leur accès au crédit. A l'inverse du canal strict du crédit, la transmission des chocs ne transite pas nécessairement ou principalement par les intermédiaires financiers.

Le phénomène d'amplification tient des éléments ci-après :

- Degré d'exposition des emprunteurs aux imperfections financières (asymétries et problèmes d'exécution des contrats augmentant le gap entre autofinancement et financement externe)

¹⁹⁸ Rappelons que les moyens de financement externes sont des substituts imparfaits aux moyens de financement interne. En effet, une différence de coûts entre le deux existe sous forme de prime. Cette prime baisse avec l'augmentation de la richesse nette de l'emprunteur et s'apprécie avec l'accroissement des fonds empruntés.

- Fluctuations de la politique monétaire (affectant la prime de financement, à travers les taux et la disponibilité des crédits)

Conclusion :

L'intérêt de cette section a donc été de mettre l'accent sur les contraintes du dispositif bancaire dans son offre de financement, qui influent directement ou indirectement (canal large du crédit # canal strict du crédit) sur le financement des PME.

Notons que celui-ci est très clairement conditionné par une surexposition aux contraintes de financement bancaire (Paulson et Townsend, 2004), ces contraintes se matérialisant le plus souvent par une pénurie de ressources externes. De plus, une étude menée par Becchetti et Trovato en 2002 sur un panel de PME italiennes confirme le lien entre disponibilité des fonds bancaires et développement de ces Entreprises. Le rôle du système bancaire est donc crucial.

De plus, la théorie du canal large du crédit différencie entre différents types d'emprunteurs en constatant l'impact amplificateur des imperfections informationnelles couplé à un choc d'origine macroéconomique sur l'offre de financement. Voilà pourquoi, les PME se distinguent des grandes Entreprises par une sensibilité excessive aux fluctuations économiques et monétaires.

Bernanke et Blinder (1992) soulignent d'ailleurs les différences d'accès à la dette entre les Entreprises, selon les degrés d'exposition aux asymétries informationnelles. Les PME se caractériseraient par une fragilité financière plus importante, apparaissant à travers :

- Une durée de vie limitée, réduisant la durée de vie de la relation PME/banque
- Coûts de banqueroute élevés
- Absence de communication financière
- Risque de substitution d'actifs

Les banques, contraintes dans leurs offres, financeront en priorité les Entreprises les moins risquées ou plus fiables (Gertler et Gilchrist, 1993)¹⁹⁹, ce qui engendrera une fuite de liquidités vers les « agents de qualité », phénomène connu sous le nom du « Flight to quality »

¹⁹⁹ Gertler. M, Gilchrist. S (1993), "The cyclical behaviour of short- term business lending", *European Economic Review*, Volume 37, issue 2/3, Page 624.

Section 2- Risques de l'activité bancaire et ratios prudentiels :

Nous exposerons, ci-après et de façon sommaire, les risques de l'activité bancaire, risques omniprésents et agissant généralement défavorablement sur les réponses de financement des Entreprises. Il est entendu par risques « les expositions de toute nature, inscrites au bilan ou en hors bilan, susceptibles d'exposer un établissement à des pertes du fait du risque de contrepartie »²⁰⁰. Il existe généralement trois principaux risques encourus par toute banque lors de l'exercice de son activité : le risque de liquidité, le risque de contrepartie et le risque de marché, auxquels il convient toutefois d'ajouter deux autres types de risques, à savoir : le risque de solvabilité et le risque opérationnel, qui ont pris une importance significative grâce à la réforme de Bâle II (et récemment celle de Bâle III).

1- Risque de l'activité bancaire :

1-1-Risque de contrepartie/de crédit :

Le risque de contrepartie, aussi connu comme le risque de crédit ou encore risque de signature, est naturellement le premier et dernier risque auquel est confronté un établissement de crédit dont l'activité traditionnelle consiste à jouer un rôle d'intermédiation finançant l'économie. Il correspond au risque de perte lié à la défaillance d'un débiteur sur ses engagements.

La maîtrise ainsi que la minimisation de ce risque permet de jouer un rôle prépondérant sur le ratio suivant (de solvabilité) en impactant directement les fonds propres bancaires par le biais de la formation du résultat, lui-même tributaire des dotations nettes²⁰¹.

Celui-ci constitue en effet, la source principale de provisionnement des banques, car il correspond à une perte éventuelle partielle ou totale des montants engagés par la banque. Le risque de contrepartie peut être défini comme étant le risque de non recouvrement d'une créance ou d'un engagement détenu sur une contrepartie.

1-2- Risque de solvabilité :

Ce ratio, aussi appelé risque « d'insolvabilité », peut être défini comme étant le risque de ne pas disposer des fonds propres nécessaires pour absorber des pertes éventuelles que peut rencontrer un organisme bancaire au titre de son activité. En effet, l'insolvabilité d'une banque peut trouver son origine d'un côté dans le montant de ses fonds propres disponibles et des risques pris d'autre part, soit le risque de contrepartie, le risque de

²⁰⁰ Circulaire BAM N° 3/G/2002 du 27 Février 2001 relative au coefficient maximum de division des risques, revue le 11 Avril 2012

²⁰¹ Les dotations nettes augmentent proportionnellement au risque Crédit et font baisser le résultat

marché, de liquidité, risque opérationnel... Les fonds propres représentent pour les établissements de crédit un matelas de sécurité, le garant ultime de solvabilité face à l'ensemble des risques pondérés, car en cas de pertes conséquentes, celles-ci seront imputées sur le montant des fonds propres.

1-3- Risque de liquidité :

Le risque de liquidité (ou risque d'illiquidité), matérialise le fait qu'une banque, dont l'activité principale est de jouer un rôle d'intermédiation, se trouve dans l'incapacité d'honorer ses engagements à court terme, tout particulièrement ses dettes à vue (dépôts à vue et emprunts interbancaires au jour le jour). Sachant que les actifs détenus sont généralement à plus long terme, ces derniers ne seraient donc pas susceptibles d'être cédés sur un marché liquide.

Nous parlons même de transformation des échéances, car les établissements de crédits financent des emplois à terme (financement à moyen et à long terme) par des ressources à vue (dépôts à vue). Le risque de liquidité peut trouver son origine dans :

- ✓ Une faible manne financière (réserve monétaire insuffisante²⁰², faibles liquidités) ainsi que des difficultés temporaires et conjoncturelles d'accès aux fonds nécessaires pour se refinancer sur le marché interbancaire
- ✓ Une mauvaise gestion interne du risque de liquidité

Ceci dit, tout manquement à la bonne gestion des fonds détenus par un établissement bancaire peut avoir des répercussions néfastes sur l'ensemble du secteur bancaire, on assistera alors à l'avènement du risque systémique.

1-4- Risque opérationnel :

Le risque opérationnel porte sur l'ensemble des processus de gestion entrant dans le cadre de l'activité courante d'une banque. Il se définit comme « le risque de pertes résultant de carences ou de défauts attribuables à des procédures, personnels et systèmes internes ou à des événements extérieurs ». Ce risque comprend généralement les éléments suivants :

- ✓ Fraude interne/Externe (risques inhérents aux personnes et aux relations entre les personnes)
- ✓ Défaillances des systèmes d'information (risques informatiques)
- ✓ Erreurs de saisie
- ✓ Risques inhérents aux tiers.

²⁰² Réserve monétaire fixée par BAM à 4% minimum non rémunérée (La rémunération était de 0.75% jusqu'en 2012).

1-5- Risque de marché :

La notion de risque de marché se manifeste généralement par une évolution défavorable du prix d'un actif ou par la réalisation de moins-values latentes ou de pertes sur le marché. Ce risque regroupe différents types de risques qui sont : le risque de taux²⁰³, le risque de variation de titres de propriétés (position sur actions) et le risque de change. Il est défini comme suit : « Le risque de marché est celui de déviations défavorables de la valeur de marché des positions pendant la durée minimale requise pour liquider les positions »

2- Ratios prudentiels :

Comme exposé ci-dessus, les banques, dans le cadre de leur activité d'intermédiation bancaire, sont exposées à divers risques : risque pays, risque de change, risque de liquidité, risque de taux et risque de contrepartie ou de défaillance du débiteur. La réglementation bancaire intervient alors pour contrecarrer, mesurer et limiter les risques, moyennant des ratios prudentiels. Le Comité de Bâle, instauré en 1974, est une instance ayant pour but la sécurisation des relations bancaires, à travers l'harmonisation des dispositifs de contrôle en vigueur.

2-1- Ratio Cooke :

En 1988, le Comité de Bâle a proposé la mise en place du ratio Cooke qui impose aux banques de disposer d'un montant minimum de fonds propres nets proportionnel à leur risque de crédit, à hauteur de 8%. Il s'agit d'un ratio de solvabilité visant à limiter l'encours pondéré des prêts octroyés, relativement aux capitaux propres de la banque. Ainsi, ces dernières sont tenues de garder un volant de liquidité équivalent à 8 % de leurs fonds propres afin de faire face aux « impondérables », soit les :

- Accroissements des impayés
- Retournements conjoncturels ou structurels
- Retraits soudains de dépôts...

« Certaines banques continueront à adopter Bâle I, aménagé pour l'intégration des risques de marchés pendant une période transitoire, mais devront toutes se conformer aux dispositions de Bâle II, selon des plans d'action établis en concertation avec Bank Al-Maghrib »²⁰⁴.

²⁰³ Le risque de taux est un risque qui est inhérent à l'activité même d'un établissement de crédit. Celui-ci apparaît lorsque le coût des ressources devient supérieur aux produits perçus sur les emplois

²⁰⁴ Portail de Bank Al Maghrib. « Implémentation de Bales II au Maroc. »

Dans le cadre des préceptes établis par Bales II, les fonds propres réglementaires tels que définis par les circulaires BAM, sont répartis selon trois grandes masses :

2-1-1-Le noyau dur / TIER 1 :

« Les fonds propres de base sont obtenus par la différence entre le total des éléments énumérés à l’alinéa a) et celui des éléments énumérés à l’alinéa b) ci-dessous :

a) éléments à inclure :

- le capital social ou la dotation,
- les primes d’émission, de fusion et d’apport,
- les réserves,
- le report à nouveau créditeur,
- les résultats nets bénéficiaires annuels ou arrêtés à des dates intermédiaires, dans l’attente de leur affectation, diminués du montant des dividendes que l’établissement envisage de distribuer.

b) éléments à déduire :

- La part non libérée du capital social ou de la dotation,
- Les actions propres détenues directement ou indirectement évaluées à leur valeur comptable, les frais d’établissement et les actifs incorporels nets des amortissements et provisions pour dépréciation, à l’exclusion des logiciels et brevets informatiques,
 - Le report à nouveau débiteur,
 - Les résultats nets déficitaires annuels ou arrêtés à des dates intermédiaires,
 - Le montant des engagements de retraite et avantages similaires qui ne font pas l’objet de provisions pour risque et charge »²⁰⁵.

2-1-2-Les fonds propres complémentaires /TIER 2

« Les fonds propres complémentaires sont constitués des fonds propres complémentaires de premier niveau et des fonds propres complémentaires de deuxième niveau.

a) Les fonds propres complémentaires de premier niveau comprennent :

- L’écart de réévaluation,
- Les plus-values latentes sur les titres de placement,

²⁰⁵ BAM. « RECUEIL DES TEXTES LÉGISLATIFS ET RÉGLEMENTAIRES RÉGISSANT L’ACTIVITÉ DES ÉTABLISSEMENTS DE CRÉDIT ET ORGANISMES ASSIMILÉS »

- Les subventions,
- Les fonds spéciaux de garantie, dans les conditions fixées par Bank Al-Maghrib,
- Les provisions pour risques généraux,
- Les réserves latentes positives des opérations de crédit-bail ou de location avec option d'achat,
- Les dettes subordonnées à durée indéterminée intégralement versées et les intérêts capitalisés sur ces dettes. »

2-1-3-Les fonds propres sur complémentaires /TIER 3

- « Les dettes subordonnées de durée initiale supérieure ou égale à cinq ans, intégralement versées
- Les intérêts capitalisés sur ces dettes »²⁰⁶.

Signalons que les encours de crédit comprennent les engagements bilanciaux et hors bilan pondérés selon leur nature et en fonction de la nature du débiteur et la nature des engagements. Ainsi, le rapport des fonds propres (en tenant compte du quasi-capital), sur les encours pondérés doit être égal ou supérieur à 8 % avec un minimum de 4 % sur le TIER 1.

Ceci dit, il a été estimé que ce ratio, vivement critiqué par les banques elles-mêmes et les autorités, présente les faiblesses suivantes :

- Le ratio ne prend en compte que quatre classes de risque
- Les pondérations du risque de crédit ne sont pas suffisamment calibrées pour différencier adéquatement les débiteurs
- Le taux de 8 % ne prend pas en considération le fait que, même dans une classe de risque, certains emprunteurs sont plus risqués que d'autres.

2-2- Ratio McDonough :

Un nouveau ratio en remplacement du ratio Cooke, introduit par la réforme de Bales II ? a pour but de mieux aligner les exigences des établissements de crédit, en termes de fonds propres avec les risques sous-jacents (risques de contrepartie, opérationnel, de marché...)

$$\text{Fonds propres réglementaires} / \text{risque de crédits} + \text{risque de marché} + \text{risque Opérationnel} \geq 8\%$$

²⁰⁶ BAM. « RECUEIL DES TEXTES LÉGISLATIFS ET RÉGLEMENTAIRES RÉGISSANT L'ACTIVITÉ DES ÉTABLISSEMENTS DE CRÉDIT ET ORGANISMES ASSIMILÉS »

Le ratio McDonough reprend l'architecture du précédent ratio Cooke aussi bien en termes d'exigences minimales en fonds propres (Pilier I)²⁰⁷, de processus de surveillance (Pilier II)²⁰⁸ qu'en termes de discipline de marché (Pilier III)²⁰⁹.

La répartition des charges en termes de fonds propres se fait comme suit :

Tableau n°20 : Répartition des risques bancaires en termes de Fonds Propres

	Exigences en FP	Part
Risque de Crédit	6.4%	80%
Risque opérationnel	1.2%	15%
Risque de marché	0.4%	5%
Total	8%	100%

2-3- Coefficient maximum de division des risques :

« Les établissements de crédit sont tenus de respecter en permanence un coefficient maximum de division des risques défini comme étant un rapport entre d'une part, le total des risques encourus sur un même bénéficiaire affectés d'un taux de pondération en fonction de leur degré de risques, à l'exclusion des risques encourus sur l'État et, d'autre part, leurs fonds propres nets. »²¹⁰

Le coefficient maximum de division des risques²¹¹ stipule que les établissements de crédit respectent en permanence, un rapport de 20 % maximum entre :

- Le total des risques encourus sur base individuelle et consolidée, affectés d'un taux de pondération en fonction du degré de risque
- Les fonds propres nets.

Ce ratio est calculé aussi bien sur **une base individuelle que consolidée**²¹².

²⁰⁷ Fonds propres réglementaires / risque de crédits+ risque de marché+ risque Opérationnel >= 8%. Article « Actualités bancaires n°448 du 08 Février 2001

²⁰⁸ Exigence d'une meilleure information sur la concentration des risques, communication sur les encours compromis et les provisions, prise en compte du risque pays, gestion quantitative des risques de crédit, dispositif de notation interne... Article « Actualités bancaires n°448 du 08 Février 2001

²⁰⁹ Exigences et recommandations en termes de communication financière sur les allocations des fonds propres aux divers risques, la mesure de la rentabilité financière, la création de valeur..... Article « Actualités bancaires n°448 du 08 Février 2001

²¹⁰ Article 1er Arrêté du Ministre des Finances et des Investissements Extérieurs n° 174-97 du 22 Janvier 1997 relatif au coefficient maximum de division des risques des établissements

²¹¹ « Le CMDR est régi par l'arrêté du Ministre des Finances n° 174-97 du 22 janvier 1997, tel que complété par l'arrêté n° 1435-00 du 6 octobre 2000, dont les modalités d'application sont fixées par la circulaire de Bank Al-Maghrib n° 3/G/2001 du 15 janvier 2001 » BAM.

²¹² « Le calcul de ce coefficient sur base consolidée doit être effectué lorsqu'un établissement de crédit :

2-4- Coefficient minimum de solvabilité :

« Les établissements sont tenus de respecter en permanence, sur base individuelle et/ou consolidée, un coefficient minimum de solvabilité défini comme étant :

- Un rapport minimum de 12 % entre d'une part, le total de leurs fonds propres et d'autre part, le total de leurs risques de crédit et de marché²¹³ pondérés.
- Un minimum de 9% entre d'une part leurs fonds propres de base et d'autre part le total de leurs risques de crédit et de marché pondérés. »²¹⁴

Ces états de calcul du coefficient minimum de solvabilité sont communiqués de façon trimestrielle à Bank Al-Maghrib.

2-5- Coefficient minimum de liquidité :

« Les banques sont tenues de respecter de façon permanente un coefficient minimum de 100% entre :

- D'une part, leurs éléments d'actif disponibles et réalisables à court terme et engagements par signature reçus
- Et, d'autre part, leurs exigibilités à vue et à court terme et engagements par signature donnés. »²¹⁵

Par éléments d'actifs disponibles, Bank Al Maghrib entend les comptes à vue créditeurs et Dépôts à terme ainsi que les Comptes sur carnets et Cautions bancaires.

Par éléments d'actifs disponibles et réalisables les valeurs en caisse, les TCN, actions cotées en bourse et Bons du Trésor.

-
- contrôle de manière exclusive ou conjointe un ou plusieurs établissements de crédit ou exerce sur eux une influence notable ;
 - Exerce un contrôle exclusif ou conjoint sur une ou plusieurs Entreprises à caractère financier autres que les établissements de crédit »

Source : BAM « RECUEIL DES TEXTES LÉGISLATIFS ET RÉGLEMENTAIRES RÉGISSANT L'ACTIVITÉ DES ÉTABLISSEMENTS DE CRÉDIT ET ORGANISMES ASSIMILÉS »

²¹³ Soit risque de taux d'intérêt, risque de change, risque de position sur titres, risque sur options.

²¹⁴ Circulaire n° 25/G/2006. BAM

²¹⁵ Circulaire du Gouverneur de Bank Al-Maghrib n°31/G/2006 du 5 décembre 2006 relative au coefficient minimum de liquidité des banques

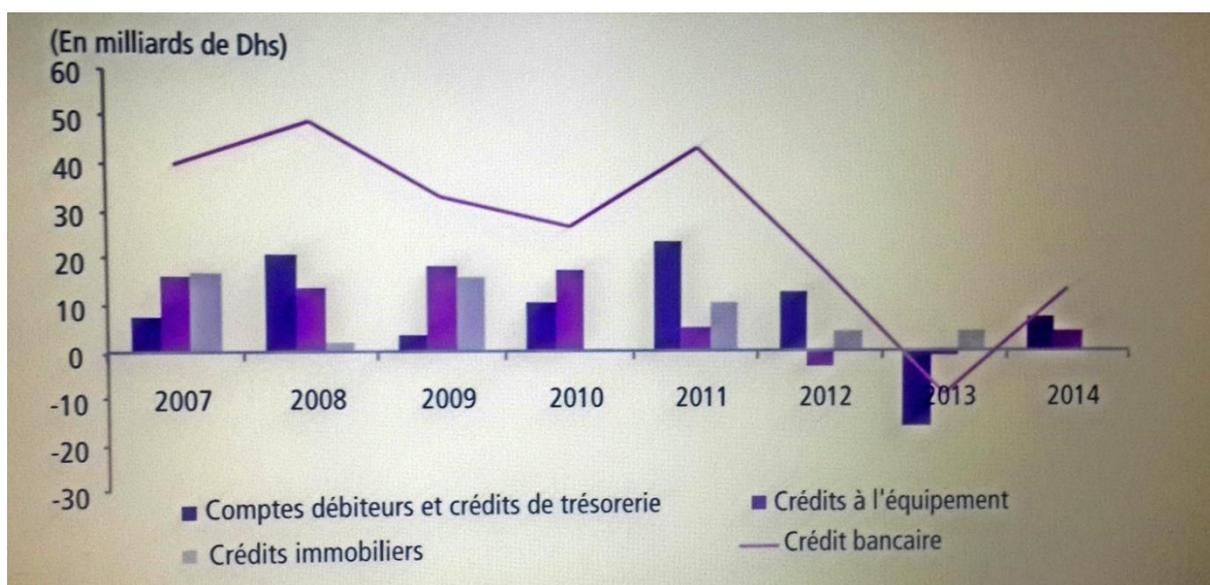
En substance, nous pouvons dire que le système bancaire marocain est un secteur fortement concentré et majoritairement positionné comme banque de l'Entreprise. Ayant subi nombre de réformes dont nous citons principalement la réglementation du secteur financier amorcée en 1993, celui-ci se caractérise par une relative stabilité en dépit de légers pics et quelques décélérations occasionnelles.

Les trois dernières années ont globalement été marquées par :

- La mise en œuvre de nombreux programmes destinés à soutenir le financement bancaire des TPME et ayant permis une injection de liquidités non négligeables sur le marché
- Un effort de provisionnement plus soutenu pour la couverture du risque de crédit.
- Un renforcement des matelas de fonds propres calculés selon les règles de Bâle III
- Des conditions monétaires relativement assouplies avec un léger retour à la liquidité et des taux débiteurs légèrement plus bas

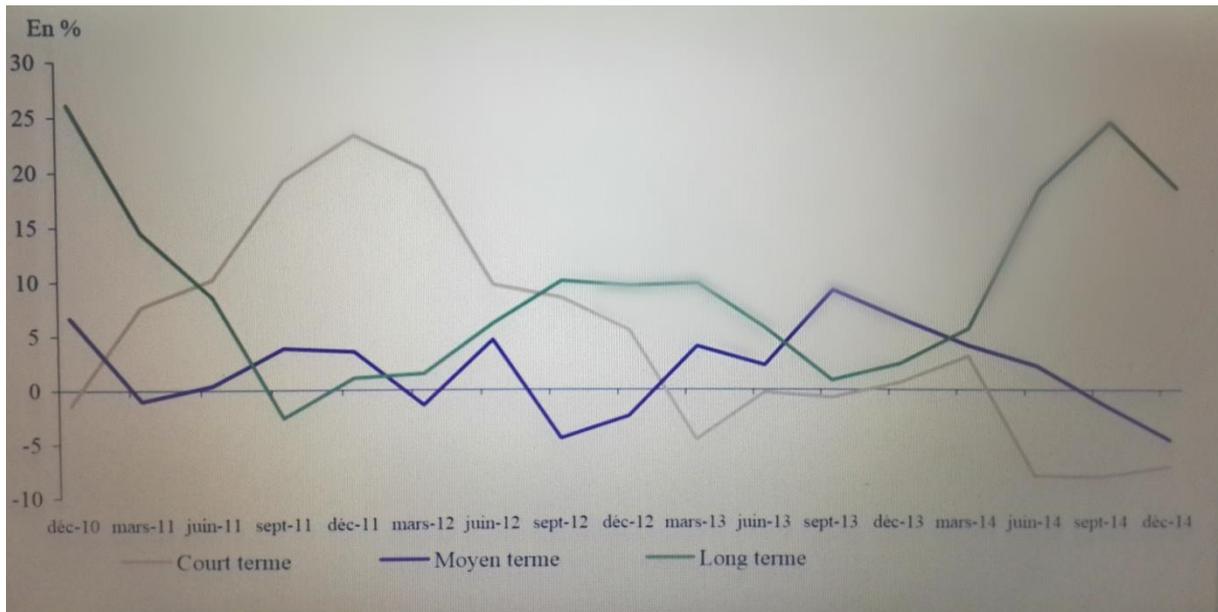
L'évolution globale du crédit bancaire entre 2007 et 2014 fait ressortir un certain ralentissement de la croissance avec une chute en 2013 et une reprise en 2014. Nous constatons comme cela ressort à travers la figure ci-dessous une recrudescence des engagements à long terme lesquels ont été substitués à la prépondérance historique des financements à court terme.

Figure n°8 : Flux nets des crédits bancaires accordés aux sociétés non financières



Source : Bank Al Maghrib/Rapport annuel 2014

Figure n°9 : Evolution du Crédit annuel par terme



Source : Bank Al Maghrib/statistiques monétaires (Février 2015)

Conclusion :

Nous concluons donc que les banques sont toujours contraintes dans leur offre de financement par leurs fonds propres (ratios Cooke, Mc Donough).

Une prise de connaissance plus rapprochée des contraintes rencontrées par le dispositif bancaire, permet donc de relativiser quant au prétendu rationnement de crédit, ou du moins alors, de donner une pondération différente aux autres facteurs expliquant la dette financière, facteurs très souvent de nature endogène aux Entreprises.

Tous ces éléments nous permettent ainsi de dresser un état des lieux quant à cet appareil bancaire qui n'obéit après tout qu'aux règles du marché, règles qui s'appliqueront par ricochet sur le financement des PME.

Conclusion de la 2^{ème} partie :

Nous pouvons résumer les principaux points que nous avons tirés de notre étude analytique de l'environnement marocain comme suit :

- Utilisation généralisée de la méthode des ratios, faible utilisation du risque d'exploitation comme moyen d'appréciation, faible utilisation des normes, et faible recours à l'analyse financière dynamique (Tableau de financement...) ²¹⁶
- Méthodes d'évaluation des demandes de crédit essentiellement chiffrées (Seulement 40% des banquiers interrogés lors d'une étude menée en 2004 s'intéressaient aux compétences du personnel et 40% s'intéressaient à l'efficacité de l'organisation) ²¹⁷ par oppositions aux méthodes anglo-saxonnes qui ont bifurqué vers une appréciation personnalisée de la personne du dirigeant, de sa moralité, son historique de paiement...
- Des PME marocaines présentes dans presque tous les secteurs économiques avec une prédominance dans le secteur manufacturier et de négoce
- PME marocaines ayant un accès limité aux marchés financiers
- PME se caractérisant généralement par une faiblesse relative des actifs immobilisés et la prédominance de l'actif circulant
- Importance des délais de règlement
- Système d'information des PME souffrant de nombreuses déficiences dont l'opacité et le manque de fiabilité
- Rôle dominant de l'entrepreneur : peu de délégation de pouvoirs
- Certaines Entreprises industrielles marocaines auraient tendance à utiliser leurs fonds propres internes pour financer leurs investissements (Citons notamment l'enquête FACS 2000 ayant porté sur 859 Entreprises)
- Marché du crédit bancaire marocain à tendance oligopolistique et réglementé par nombre de garde fous (coefficients minimum de solvabilité, de liquidité, coefficient maximum de division des risques...)

²¹⁶ Nabil Bouayad Amine (2004) « Diagnostic financier et prévention des Entreprises en difficultés : essai d'élaboration d'un guide à l'usage du banquier » *Faculté des Sciences juridiques économiques et sociales. Université Mohamed I. Oujda.* P : 296, P : 293, P : 295

²¹⁷ Nabil Bouayad Amine (2004) « Diagnostic financier et prévention des Entreprises en difficultés : essai d'élaboration d'un guide à l'usage du banquier » *Faculté des Sciences juridiques économiques et sociales. Université Mohamed I. Oujda.* P : 284

L'ensemble des éléments que nous avons vu plus haut sont autant de facteurs militant en faveur d'une approche risque plus pointue, mais qui demeure du moins, justifiée de la part du dispositif bancaire.

Cela permet de temporiser, d'observer l'autre côté du spectre, et peut être d'apporter une explication partielle à l'offre de crédit faite aux PME et aux caractéristiques principales de celle-ci.

Cela nous pousse à nous poser les questions suivantes :

- Les hypothèses d'auteurs que nous avons présentées au sein de la première partie peuvent-elles être réunies si l'on tient compte des spécificités du contexte marocain ?
- Comment ces éléments pourraient-ils nous aider dans l'explication du phénomène d'endettement chez les PME marocaines ?

Troisième partie

Etude Empirique sur le cas des PME marocaines :

*« Ce n'est pas assez
d'avoir l'esprit bon,
mais le principal
est de l'appliquer
bien. »²¹⁸*

*« Toute recherche s'applique à une certaine réalité.
Donc que l'on induise du terrain des observations pour les analyser (induction),
ou que l'on ait une stratégie de vérification d'une théorie et d'hypothèses (déduction),
à un moment ou à un autre,
l'observation sur le terrain est nécessaire »²¹⁹*

*« Jamais rien n'arrive, sans qu'il y ail une cause
ou du moins une raison déterminante,
c'est-à-dire quelque chose qui puisse servir
à rendre a priori, pourquoi cela est existant
plutôt que de toute autre façon. »²²⁰*

²¹⁸ René Descartes (1637) "Discourse on the Method of Rightly Conducting the Reason, and Seeking Truth in the Sciences". Cambridge University Press, edited Haldane and Ross

²¹⁹ Wacheux F. (1996) « Méthodes qualitatives et recherche en gestion ». Economica. pp.290.

²²⁰ Gottfried Wilhelm Leibniz (1710), « Essais de théodicée sur la bonté de Dieu, la liberté de l'homme et l'origine du mal ». Edition Paris : Garnier-Flammarion, 1969, 502 p. (Essai philosophique publié en français d'abord puis traduit en latin en 1712, auteur du texte : Gottfried Wilhelm Leibniz (1646-1716), préfacier : Jacques Brunschwig (1929-2010))

Introduction de la 3^{ème} partie :

Rappelons que l'objectif de notre travail de recherche est de décrire et d'expliquer le comportement des PME marocaines face à la dette financière. Pour y répondre nous avons mobilisé deux théories : La théorie du financement hiérarchique complétée par la théorie de l'agence. Cette troisième grande partie aura donc pour but de vérifier empiriquement l'ensemble des concepts théoriques énumérés précédemment sur la base des données collectées et analysées.

Aussi, cette partie sera scindée en trois chapitres :

1. Premier chapitre présentant le cadre théorique mobilisé :
 - Justification du cadre théorique choisi sur la base de nombre de questionnements préliminaires que nous nous poserons en plus des principales théories explicatives trouvées dans la littérature (**Objet de la section 1**)
 - Présentation et justification des hypothèses de recherches choisies sur la base des principales hypothèses de recherche trouvées dans la littérature, dont certaines seront écartées et d'autres retenues (**Objet de la section 2**)
2. Deuxième chapitre présentant la méthodologie de l'étude :
 - Définition et justification du plan échantillonnal, présentation des moyens d'analyse et constitution de notre de base de données (**Objet de la section 1**)
 - Présentation des variables explicatives après une revue des principaux facteurs explicatifs de l'endettement observés à partir de la littérature (**Objet de la section 2**)
3. Troisième chapitre présentant le modèle empirique de notre étude à travers :
 - Une présentation préalable des résultats des statistiques descriptives (**Objet de la section 1**)
 - Présentation et estimation du modèle empirique à travers une première estimation (modèle à 7 variables explicatives) puis une deuxième estimation (sélection du modèle optimal) et enfin la présentation de l'économétrie des données panel par secteur d'activités (**Objet de la section 2**)

Chapitre I : Cadre théorique mobilisé :

Introduction :

Au sein de ce chapitre, nous nous attèlerons à présenter le modèle théorique que nous avons choisi pour explorer notre question de recherche.

En effet, après avoir fait le tour de la littérature financière, nous avons pu nous rendre compte de la richesse de celle-ci, mais aussi et surtout de l'impossibilité ou la grande difficulté de la mobiliser en entier afin de répondre à une seule question de recherche.

Chaque école de pensée repose, en effet, sur son propre système de valeur, ses propres hypothèses et son propre paradigme.

L'angle d'attaque que nous prendrions si l'on essayait de répondre à notre problématique en émettant comme hypothèses de départ celles de Modigliani & Miller ne saurait être le même que si l'on adoptait une vision du monde et des objets de recherche selon une approche basée sur les asymétries d'informations, avec ce qu'elles impliquent.

Nous présenterons ci-dessous un ensemble de questionnements de départ qui nous ont permis de nous orienter, puis de procéder par élimination, avant de sélectionner le modèle théorique que nous choisirons comme cadre de référence dans l'appréhension de notre objet de recherche.

Puis nous justifierons celui-ci en citant les travaux déjà réalisés par les chercheurs, en nous basant sur les avantages présentés par ce modèle et surtout en observant son adéquation à notre réalité et notre contexte.

Section 1 : Justification du cadre théorique choisi :

Introduction :

L'évolution de la pensée financière a remis en cause la validité de nombre de modèles financiers progressivement confirmés/infirmés. De nombreuses études théoriques et empiriques se sont en effet intéressées au sujet.

« Une enquête menée par Norton (1991) auprès d'un échantillon de PME américaines en croissance révèle que les coûts de faillite, d'agence et d'asymétries d'information n'expliquent pas la structure du capital. Seul le modèle de préférence hiérarchique explique leurs choix financiers. A l'inverse, Colot et Michel (1996) considèrent que la théorie de l'agence est la seule théorie financière pouvant s'appliquer aux petites et moyennes Entreprises. Les variables identifiées divergent et ne font pas l'unanimité. Les résultats empiriques sur la structure du capital dans les PME n'autorisent pas à émettre des hypothèses claires sur la pertinence des théories mobilisées. Les conclusions quant à l'applicabilité de la théorie financière aux PME sont, par conséquent ambiguës. La recherche financière sur le sujet s'est souciée de rapprocher les modèles financiers fondateurs aux spécificités des PME. »²²¹

Quel cadre théorique permet alors d'expliquer au mieux le comportement des petites et moyennes Entreprises envers la dette financière ?

Avant de nous rattacher à un ou deux cadres théoriques à la lumière desquels nous analyserons notre objet de recherche, nous nous sommes posé un ensemble de questionnements, de pistes et de possibilités à explorer.

De manière plus spécifique, nous nous sommes d'emblée posé les questions suivantes :

Tableau n°21 : Questionnements préliminaires

²²¹ Asma TRABELSI (2006) « Les déterminants de la structure du capital et les particularités du financement dans les PME : une étude sur les données Françaises ». *Thèse de Doctorat. UNIVERSITÉ PARIS IX DAUPHINE EDOGEST*. P : 16

Cadre de référence		Questionnements
Théories classiques et néo-classiques du financement de la firme	Approche traditionnelle et prolongements	<ul style="list-style-type: none"> - Existe-t-il vraiment un niveau d'endettement optimal ? - Correspond-il au levier minimal (soit au minimum d'endettement) pour lequel le niveau de risque n'est pas discernable au regard des actionnaires (risque de position) et des créanciers (risque d'insolvabilité) ?
	<p>Ecole néoclassique. Apports de Modigliani & Miller</p> <p><i>Théorie de la neutralité (1958)</i> <i>Théorie de non neutralité (1963)</i></p>	<ul style="list-style-type: none"> - La rentabilité financière augmente-t-elle avec l'endettement de façon linéaire ? (proposition I) - Les dirigeants mesurent-ils leurs seuils de rentabilité économique et observent leur service de la dette afin d'agir sur l'effet de levier?
Théorie moderne de la firme	<p>Théorie de l'arbitrage</p> <p><i>Jensen & Meckling (1976)</i> <i>Myers (1984)</i></p>	<ul style="list-style-type: none"> - Les dirigeants arrivent-ils à effectuer un arbitrage calculé entre avantages de la dette et couts de détresse financière ? - Existe-t-il vraiment un niveau optimal d'endettement ?
	<p>Théorie de l'agence</p> <p><i>Jensen & Meckling (1976)</i></p>	<ul style="list-style-type: none"> - Les banquiers encouragent-ils une structure bilancielle à forte autonomie financière ? - Le dispositif bancaire ressent-il de plus en plus de réticence à financer les PME pour des raisons d'asymétries informationnelles ? - Les dirigeants, aussi souvent

		actionnaires sont-ils récalcitrants au maintien des bénéfices ? (conflits créanciers/actionnaires)
Théories basées sur l'asymétrie d'information	Rationnement du crédit <i>Guttentag et Herring (1986)</i> <i>Stiglitz, J., A. et Weiss (1981)</i>	- Les PME s'endettent-elles plus sur le court terme que sur le long terme ? - Souffrent-elles d'un rationnement du crédit ? - Les asymétries informationnelles amplifient-elles les risques d'aléas de moralité et d'anti-sélection ?
	Théorie du financement hiérarchisé <i>Myers & Majluf (1984)</i>	- Les dirigeants privilégient-ils vraiment les voies de financement bancaires ? - Tendent-ils vers une sous-capitalisation ? - Manquent-ils de liquidité ? - Peuvent-ils recourir aux marchés des capitaux aussi facilement que les grandes Entreprises ? - Existe-t-il une relation négative entre rentabilité et endettement ?
	Théorie du signal <i>Ross (1977)</i> <i>John (1987)</i> <i>Blazenko (1987)</i> <i>Narayanan (1988)</i>	- Les dirigeants s'endettent-ils afin de lancer un signal positif sur le marché ? - Une Entreprise endettée est-elle interprétée comme étant en bonne santé ?

1- Principales théories explicatives trouvées dans la littérature :

Avant de citer le cadre théorique que nous avons choisi de mobiliser, citons les thèses suivantes, qui se sont intéressées au financement de petites et moyennes Entreprises et qui nous ont confortés dans notre choix, en mobilisant les modèles théoriques suivants :

- Sidi Mohamed RIGAR (2003) « Contribution à l'étude des pratiques de financement des Entreprises marocaines. » *Faculté des Sciences Juridiques, Economiques et Sociales - As-Samlalia, Marrakech - Doctorat National* : Théorie de l'agence (impact d'un actionnariat familial) et rôle de la fiscalité
- Asma TRABELSI (2006) « Les déterminants de la structure du capital et les particularités du financement dans les PME : une étude sur les données Françaises ». *Thèse de Doctorat. UNIVERSITÉ PARIS IX DAUPHINE EDOGEST* : Asymétries d'information et coûts d'agence
- Ludovic Vigneron (2008) « Conditions de financement de la PME et relations bancaires ». *Thèse de Doctorat. Université de Lille 2* : Financement relationnel bancaire
- Safa BENTHABET (2009) « performance et Private Equity : une analyse approfondies des opérations de rachat avec effet de levier (LBO) ». *Thèse de Doctorat. Université de Reims.* : Conflits d'agence
- Ingrid BELLETTRE (2010) « Les choix de financement des Très Petites Entreprises » *Thèse de Doctorat. Université Lille Nord de France* : Pecking Order Theory
- Anais Hamelin (2010) « Contrôle, financement et croissance des petites et moyennes Entreprises ». *Thèse de Doctorat. Université de Strasbourg et Université Libre de Bruxelles* : Théorie de l'agence (contrôle familial) et « Cash Holdings »

Nous avons observé par la suite que la théorie de l'agence ainsi que la Pecking Order Theory dominaient dans l'explication du comportement financier des petites et moyennes Entreprises vis-à-vis de la dette, quoique pour d'autres, il s'agirait d'une combinaison de plusieurs courants qui permettrait d'apporter des éléments de réponse.

Nous citons à titre d'exemple Graham (1996)²²², Shyam-Sunder & Myers (1999)²²³, Carpentier & Suret (2000)²²⁴, Xueping Wu et al (2004)²²⁵ et Raj Aggarwal et al (2006)²²⁶ qui confirment cette tendance pour la Pecking Order Theory », sur divers échantillons allant de la petite à la grande Entreprise. Par ailleurs, plusieurs études empiriques ont testé la capacité de la POT à expliquer l'endettement financier chez les Entreprises comme suit :

- **Scherr et Al (1990)**²²⁷ : La POT permet de décrire les pratiques financières des PME de façon adéquate et la dette reste le moyen de financement externe le plus utilisé chez ces dernières
- **Holmes et Kent (1991)**²²⁸ : La POT permet d'expliquer la préférence des dirigeants, aussi souvent propriétaires, pour la dette au détriment d'une ouverture du capital, et ce de peur d'une dilution de leurs pourcentage dans le capital
- **Norton (1991)**²²⁹ : Confirme sur un échantillon de PME américaines en phase de croissance la pertinence de la POT dans l'explication de la structure financière.
- **Nekhili (1999)** : Confirme l'existence d'un ordre de financement hiérarchique à travers le lien négatif entre autofinancement et dette bancaire à long terme, et ce quelque soit la taille des Entreprises.
- **Michaelas, Chittenden et Poutziouris** : Démontrent sur des échantillons de PME australiennes et anglaises l'existence d'une relation négative entre rentabilité et endettement et par la

²²² Graham, J. R. (1996) "Proxies for the corporate marginal tax rate" *Journal of Financial Economics*, 42(2), 187-221.

²²³ Shyam-Sunder, L., & Myers, S. C. (1999) "Testing static tradeoff against pecking order models of capital structure" *Journal of Financial Economics*, 51(2), 219-244.

²²⁴ Carpentier, C., & Suret, J. (2000). « Pratiques et théories du financement: le cas de la France ». *Revue de l'Association Française de Finance*, 21(1), Pg 9-34

²²⁵ Xueping, Wu & Zheng Wang. (2004) "Equity financing in a Myers–Majluf framework with private benefits of control." *Journal of Corporate Finance*, 11(5), Pg 915-945.

²²⁶ Aggarwal, R & AungKyaw, N. (2006) "Leverage, Investment Opportunities, and Firm Value: A Global Perspective on the Influence of Financial Development." *2006 FMA Annual Meeting, Salt Lake city USA*

²²⁷ Scherr, F.C., Sugrue, T.F. and Ward, J.B., 1990, 'Financing the Small Firm Start-Up: Determinants of Debt Use', *paper to the 2nd Annual Small Firm Financial Research Symposium*, California State University, Fresno, California.

²²⁸ HOLMES. S, KENT. D, DOWNEY. D (1991), "The Australian differential Reporting Debate: A survey of Practitioners", *Accounting and Business Research*, Volume 21, Issue 82, Spring, Pg 125-132

²²⁹ NORTON. E (1991), "Capital structure and small public Firms", *Journal of Business Venturing*, New York, July, Volume 6, Issue 4, Pg 287-304

- (1999)²³⁰, Holmes et Cassar (2003)²³¹ même occasion un recours prioritaire aux fonds internes sur les ressources externes
- Shyam Sunder-et Myers (1999)²³² : Ont conclu, en reliant l'évolution de la dette aux déficits de financement par le moyen d'une fonction linéaire, en faveur de la pertinence du financement hiérarchique comme modèle explicatif de premier ordre de la dette
 - Chirinko et Singh (2000)²³³ : Ont avancé que le modèle de Shyam Sunder-et Myers (1999) penchant en faveur de l'existence d'un financement hiérarchique, ne permettait pas d'écarter l'existence d'arbitrages dans les choix de financement
 - Titman et Wessels (1988)²³⁴, Booth et Al (2001) et Abimbola (2002)²³⁵ : La taille et la rentabilité affectent le niveau d'endettement, et ce dans le respect des prédictions de la POT.
 - Fama et French (2002)²³⁶ : Relation négative entre la rentabilité et l'endettement.
 - Frank et Goyal (2003) : Attestent, en opposition aux résultats de Shyam Sunder et Myers, que la théorie du financement hiérarchique ne permet pas d'offrir une lisibilité aux tendances de financement de façon absolue, mais qu'il s'agirait plutôt d'une tendance retrouvée chez les firmes de taille importante, car plus les Entreprises sont petites, plus elles ont tendance à préférer les fonds propres à la dette.
 - Lemon et Zender (2004)²³⁷ : Les firmes émettent des dettes si leur capacité d'endettement n'est pas saturée alors qu'elles émettent des actions dans le cas contraire.

²³⁰ MICHAELAS. N, CHITTENDEN. F, POUTZIOURIS. P (1999), "Financial Policy and Capital Structure Choice in U.K SMEs: Empirical Evidence from Company panel Data", *Small Business Economics*, Volume 12, Issue 2, March, Pg 113-131

²³¹ CASSAR. G, HOLMES. S (2003) "Capital structure and financing of SMEs", *Accounting and Finance*, Volume 43, Issue 2, Pg 123-147.

²³² Shyam-Sunder, L., & Myers, S. C. (1999) "Testing static tradeoff against pecking order models of capital structure" *Journal of Financial Economics*, 51(2), 219-244.

²³³ Chirinko R.S. and Singha A.P., (2000) "Testing static tradeoff against pecking order models of capital structure: a critical comment", *Journal of Financial Economics* 58, Pg 417-425.

²³⁴ TITMAN. S, WESSELS. R (1988), "The determinants of capital structure choice", *The Journal of Finance*, Volume 43, Issue 1, Pg 1-19

²³⁵ ABIMBOLA A. (2002), "Cross-sectional test of pecking order hypothesis against static trade-off theory on UK data". University of Birmingham - Birmingham Business School. P. 1-29.

²³⁶ Fama, E and K.French (2002) «Testing Trade-off and Pecking Order Predictions about Dividends and Debt» *Review of financial studies*, vol 15.p 1-33.

²³⁷ Lemmon M. & ZENDER JF (2003) "debt capacity and tests of capital structure theories" *Washington DC Meetings*. P 144

- **Benito (2003)²³⁸, Duran et Ubeda (2005)²³⁹** : la structure financière des multinationales espagnoles s'explique par la POT.
- **Colot et Croquet (2007)²⁴⁰** : Validation empirique des prédictions de la POT en analysant les effets de neuf variables explicatives sur le niveau d'endettement global
- **Lemmon and Zender (2010)²⁴¹, Leary et Roberts (2010)²⁴²** : L'ordre hiérarchique de financement provient des conflits d'intérêt et non des asymétries d'information comme prédit par la POT
Les auteurs critiquent également la qualité du modèle utilisé par Shyam Sunder et Myers car ne prenant pas en compte les contraintes de financement. Ils proposent ainsi un test modifié, en insistant sur l'importance de l'impact des contraintes de financement sur les émissions de dette, car plus cet impact est important, moins il sera facile de s'endetter pour couvrir les déficits de financement considérables par opposition aux déficits de financements minimes. Le lien entre déficit de financement et variation de la dette n'apparaît donc, que tant que la limite due aux contraintes de financement n'a pas été atteinte.
- **Sheikh Jibrán, Shakeel Ahmed Wajid, Iqbal Waheed, Tahir Masood Muhammad (2012)²⁴³** : Les auteurs ont conclu sur la base d'un échantillon de 286 Entreprises entre 2001 et 2008, l'existence d'un financement hiérarchique mais pas dans sa forme absolue, car cette recherche demeurerait contextuelle et teintée de caractéristiques spécifiques telles que de grandes difficultés à lever des capitaux, des taux de rentabilités très faibles...
- **Ramdani M. et Vigneron L. (2013)** : Les auteurs se sont attelés à confronter la théorie de l'arbitrage au financement hiérarchique et ont obtenus des résultats mitigés car il a été démontré que les deux théories étaient pertinentes dans

²³⁸ BENITO A. (2003), "The capital structure decisions of firms: is there a pecking order?" *Documento de Trabajo*, 0310, Banco de España, p. 1-41

²³⁹ Duran J.J. & Ubeda F. (2005), "The capital structure of the Spanish multinationals firms. A pecking order strategy", *AIB 2005 Annual Meeting, Academy of International Business*, Québec, p. 1-21

²⁴⁰ Colot Olivier, Croquet Mélanie (2007) « L'endettement des moyennes Entreprises familiales est-il différent de celui des moyennes Entreprises non familiales ? Le cas de la Belgique », *Management & Avenir* 1 (n° 11), Pg 167-185

²⁴¹ Lemmon M.L. and Zender J. F., (2010) "Debt capacity and tests of capital structure theories", *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 45, Pg 1161-1187

²⁴² Leary, M., & Roberts, M. (2010) "The Pecking Order, Debt Capacity, and Information Asymmetry." *Journal of Financial Economics*, 95, Pg 332-355

²⁴³ Sheikh Jibrán, Shakeel Ahmed Wajid, Iqbal Waheed, Tahir Masood Muhammad (2012) "Pecking at Pecking Order Theory: Evidence from Pakistan's Non-financial Sector" *Journal of Competitiveness*, Vol. 4, Issue 4, Pg 86-95

l'explication des variations de dettes sans que celles-ci soient mutuellement exclusives et sans pouvoir se prononcer sur la prééminence d'une des théories sur l'autre.

- **Kühnhausen, F. and Stieber, Harald W. (2014)**²⁴⁴ : Les auteurs ont démontré, en basant leur modèle sur celui de Rajan et Zingales (1995), que la taille, le levier du secteur, le taux de croissance du secteur et le bouclier fiscal influent positivement sur la dette, alors que la rentabilité et la liquidité avaient des impacts négatifs sur celle-ci.

2- Théorie mobilisée :

La théorie que nous avons mobilisée est donc la **théorie du financement hiérarchique (Pecking Order Theory ou POT)**.

Afin d'enrichir notre étude, nous avons jugé utile d'affiner notre analyse en posant d'autres hypothèses complémentaires, dont nous avons pris le soin de vérifier qu'elles n'étaient pas contradictoires.

En effet, celles-ci nous permettront d'avoir une vue plus complète sur les éventuelles variables explicatives de l'endettement, ce qui nous permettra d'enrichir notre territoire d'action et notre champs d'analyse. Il s'agit de deux hypothèses de recherche relatives aux postulats de la théorie de l'Agence.

Conclusion :

Pour récapituler, nous pouvons dire que nous avons situé notre cadre théorique au niveau de **la théorie moderne de la firme**.

Nous avons ensuite choisi comme **cadre de référence les théories basées sur l'asymétrie d'information**.

Au sein de ce courant, la théorie que nous mobilisons **est la théorie du financement hiérarchique**, (cinq hypothèses de recherche) que nous avons choisi de compléter par **la théorie de l'Agence** (deux hypothèses de recherche) :

²⁴⁴ Kühnhausen, F. and Stieber, Harald W. (2014) "Determinants of Capital Structure in Non-Financial Companies". *Discussion Papers in Economics*, 2014-38

Théorie des Asymétries de l'information :

Financement hiérarchique:

« Les résultats des études empiriques présentés montrent que, dans une certaine mesure, la Pecking Order Theory semble capable d'expliquer plus ou moins partiellement la structure du capital des petites Entreprises. Néanmoins, il faut savoir qu'en 1995 et 1996, Rajan & Zingales ainsi que Graham dénonçaient déjà une insuffisance de clarté dans le degré d'application des théories. Par la suite, des auteurs tels que Shyam-Sunder & Myers (1999) ainsi que Chirinko & Singha (2000) ajoutent à leurs conclusions que, pour obtenir une plus grande robustesse des résultats, il serait intéressant d'effectuer une vérification alternative des méthodes en réalisant une étude méticuleuse des hypothèses associées à chacune des théories. »²⁴⁵

Théorie de l'agence :

« Many problems associated with the inadequacy of the current theory of the firm can also be viewed as special cases of the theory of agency relationships in which there is a growing literature. This literature has developed independently of the property rights literature even though the problems with which it is concerned are similar; the approaches are in fact highly complementary to each other. »²⁴⁶

Section 2 : Hypothèses de recherches

L'objectif de cette section sera de présenter dans un premier temps un référencement des diverses hypothèses de recherche trouvées dans la littérature. S'ensuivra la présentation, la justification puis la définition des hypothèses de recherche retenues, avant de finir par certaines hypothèses ayant été écartées pour des raisons qui seront spécifiées plus tard.

1- Principales hypothèses de recherche trouvées dans la littérature :

Avant de présenter les hypothèses retenues pour expliquer le comportement des PME face à l'endettement financier. Nous proposons de justifier nos choix par un petit aperçu des hypothèses qui ont été testées à partir de la littérature :

²⁴⁵ Ingrid BELLETTRE (2010) « Les choix de financement des Très Petites Entreprises ». *Thèse de Doctorat. Université Lille Nord de France.* P : 107

²⁴⁶ JENSEN. M C, MECKLING. W, (1976), "Theory of the firm managerial Behaviour, agency costs and ownership structure", *Journal of Financial Economics*, Volume 3, Issue 4, October P :4

Tableau n°22 : Récapitulatif des associations entre facteurs exogènes et endogènes par modèle théorique et résultats empiriques²⁴⁷

Modèle	Hypothèses	Références théoriques	Résultats empiriques
	H : Le niveau d'endettement augmente suite au manque d'opportunités de croissance	Jensen & Meckling (1976) Stulz (1990)	Oui : Kim & Sorensen (1986) ²⁴⁸ , Titman & Wessels (1988), Chaplinsky & Niehaus (1990) ²⁴⁹ Non : Kester (1986)
	H : La dette augmente avec le niveau de Cash Flow	Jensen (1986) ²⁵⁰ Stulz (1990) ²⁵¹	Non : Chaplinsky & Niehaus (1990) ²⁵²
	H : Le niveau d'endettement augmente avec l'augmentation de la valeur de liquidation	Williamson (1988) Harris & Raviv (1990a)	Oui : Bradley, et al. (1984) ²⁵³ , Long & Malitz (1985) ²⁵⁴ , Friend & Hasbrouck (1988) ²⁵⁵ , Friend & Lang (1988) ²⁵⁶ ,

²⁴⁷ Tableau constitué à partir de la revue de la littérature proposée par Harris et Raviv (1991) “ The theory of capital structure ”; *The journal of finance*, vol 46 n° 1, p 297-355.

²⁴⁸ Kim, Wi Saeng and Eric H. Sorensen (1986) “Evidence on the impact of the agency costs of debt in corporate debt policy” *Journal of Financial and Quantitative Analysis* 21, 131-144.

²⁴⁹ Chaplinsky, Susan and Greg Niehaus (1990) “The determinants of inside ownership and leverage” *Working paper, University of Michigan*.

²⁵⁰ Jensen, Michael C. (1986) “Agency costs of free cash flow, corporate finance and takeovers” *American Economic Review* 76, 323-339

²⁵¹ Stulz, René (1990), “Managerial discretion and optimal financing policies” *Journal of Financial Economics* 26, 3-27.

²⁵² Chaplinsky, Susan and Greg Niehaus (1990) “The determinants of inside ownership and leverage, *Working paper, University of Michigan*.

²⁵³ Bradley, Michael, Gregg Jarrell, and E. Han Kim, (1984) “On the existence of an optimal capital structure: Theory and evidence” *Journal of Finance* 39, Pg 857-878.

²⁵⁴ Long, Michael and Ileen Malitz (1985) “The investment-financing nexus: Some empirical evidence” *Midland Corporate Finance Journal* 3, Pg 53-59

²⁵⁵ Friend, Irwin and Joel Hasbrouck (1988) “Determinants of capital structure”, in *Andy Chen ed Research in Finance*, Volume 7, (JAI Press Inc., New York), Pg. 1-19.

Théorie de l'agence			Gonedes, et al. (1988) ²⁵⁷ , Titman & Wessels (1988), Chaplinsky & Niehaus (1990) ²⁵⁸ Non: Kim & Sorensen (1986) ²⁵⁹ , Titman & Wessels (1988)
	H : Le niveau d'endettement augmente avec la baisse des coûts de contrôle	Harris & Raviv (1990)	-
	H : Le niveau d'endettement augmente proportionnellement à l'importance de la réputation managériale	Hirshleifer & Thakor (1989)	-
	H : La dette est positivement corrélée à la valeur de la firme	Harris & Raviv (1990b), Stulz (1990), Hirshleifer & Thakor (1989)	Oui : Lys & Sivaramakrishnan (1988) ²⁶⁰ , Cornett & Travlos (1989) ²⁶¹ , Dann, et al. (1989) ²⁶²

²⁵⁶ Friend and Larry Lang, (1988) "An empirical test of the impact of managerial self-interest on corporate capital structure" *Journal of Finance* 43, Pg 271-281.

²⁵⁷ Gonedes, Nicholas J., Larry Lang, and Mathias Chikaonda, (1988) "Empirical results on managerial incentives and capital structure" *Working paper, The Wharton School, University of Pennsylvania*.

²⁵⁸ Chaplinsky, Susan and Greg Niehaus (1990) "The determinants of inside ownership and leverage" *Working paper, University of Michigan*.

²⁵⁹ Kim, Wi Saeng and Eric H. Sorensen (1986) "Evidence on the impact of the agency costs of debt in corporate debt policy" *Journal of Financial and Quantitative Analysis* 21, Pg 131-144.

²⁶⁰ Lys, Thomas and Konduru Sivaramakrishnan (1988) "Earnings expectations and capital restructuring: The case of equity-for-debt swaps" *Journal of Accounting Research* 26, 273-299

²⁶¹ Cornett, Marcia and Nickolaos Travlos (1989) "Information effects associated with debt-for-equity and equity-for-debt exchange offers" *Journal of Finance* 44, 451-468.

²⁶² Dann, Ronald Masulis, and David Mayers, (1989) "Repurchase tender offers and earnings information" *Working paper, University of Oregon*.

	H : Le niveau d'endettement est positivement corrélé à la probabilité de défaut	Harris & Raviv (1990a) Ross (1977)	Non : Castanias (1983) ²⁶³
	H : Le niveau d'endettement est positivement corrélé à la part détenue par les dirigeants dans le capital	Leland & Pyle (1977) Harris & Raviv (1988) Stulz (1988) ²⁶⁴	Oui : Kim & Sorensen (1986) ²⁶⁵ , Agrawal & Mandelker (1987) ²⁶⁶ , Amihud, et al. (1990) ²⁶⁷ Non: Friend & Hasbrouck (1988) ²⁶⁸ , Friend & Lang (1988)
	H : La dette est négativement corrélée au ratio de service de la dette	Harris & Raviv (1990b)	-
	H : La valeur de l'action augmente avec l'annonce d'un endettement	Harris & Raviv (1990a), Stulz (1990), Hirshleifer & Thakor	Oui : Kim & Stulz (1988) ²⁶⁹ Non : Dann & Mikkelsen

²⁶³ Castanias, Richard (1983) "Bankruptcy risk and optimal capital structure", *Journal of Finance* 38, 1617-1635.

²⁶⁴ Stulz, René (1988), "Managerial control of voting rights: Financing policies and the market for corporate control", *Journal of Financial Economics* 20, Pg 25-54.

²⁶⁵ Kim, Wi Saeng and Eric H. Sorensen (1986) "Evidence on the impact of the agency costs of debt in corporate debt policy" *Journal of Financial and Quantitative Analysis* 21, Pg 131-144.

²⁶⁶ Agrawal, Anup and Gershon Mandelker (1987) "Managerial incentives and corporate investment and financing decisions" *Journal of Finance* 42, Pg 823-837.

²⁶⁷ Amihud, Yakov, Baruch Lev, and Nickolaos G. Travlos (1990) "Corporate control and the choice of investment financing: The case of corporate acquisitions" *Journal of Finance* 45, Pg 603-616

²⁶⁸ Friend, Irwin and Joel Hasbrouck (1988) "Determinants of capital structure" in *Andy Chen ed Research in Finance*, Volume 7, (JAI Press Inc., New York), pp. 1-19.

²⁶⁹ Kim, Yong Cheol and Renk M. Stulz (1988) "The Eurobond market and corporate financial policy: A test of the clientele hypothesis" *Journal of Financial Economics* 22, Pg 189-205

		(1989)	(1984) ^{270,*} Eckbo (1986),* Mikkelson & Partch (1986) ^{271*}
	H : Les contrats de dette peuvent contenir des covenants interdisant la substitution des actifs	Jensen & Meckling (1976)	Oui : Smith & Warner (1979) ²⁷²
Théories basées sur l'asymétrie informationnelle	H : Le niveau d'endettement augmente proportionnellement au niveau d'asymétrie informationnelle	Myers & Majluf (1984)	-
	H : Le niveau d'endettement augmente avec la hausse de rentabilité	Ross (1977) Leland & Pyle (1977) Heinkel (1982) ²⁷³ , Blazenko (1987), John (1987), Poitevin (1989) ²⁷⁴ , Ravid & Sarig (1989) ²⁷⁵	Oui : Long & Malitz (1985) ²⁷⁶ Non : Kester (1986), Friend & Hasbrouck (1988) ²⁷⁷ , Friend & Lang (1988) ²⁷⁸ ,

²⁷⁰ Dann, Larry and Wayne H. Mikkelson (1984) "Convertible debt issuance, capital structure change and financing-related information: Some new evidence" *Journal of Financial Economics* 13, Pg 157-186.

²⁷¹ Mikkelson, Wayne H. and M. Megan Partch (1986) "Valuation effects of security offerings and the issuance process" *Journal of Financial Economics* 15, Pg 31-60.

²⁷² Smith, Clifford and Jerold Warner, 1979) "On financial contracting" *Journal of Financial Economics* 7, 117-161.

²⁷³ Heinkel, Robert (1982) "A theory of capital structure relevance under imperfect information" *Journal of Finance* 37, Pg 1141-1150

²⁷⁴ Poitevin M. (1989) "Financial signalling and the "deep-pocket" argument" *Rand Journal of Economics* 20, 26-40

²⁷⁵ Ravid Abraham and Oded H. Sarig (1989) "Financial signalling by precommitting to cash outflows, Working paper, Rutgers, The State University of New Jersey.

²⁷⁶ Long, Michael and Ileen Malitz (1985) "The investment-financing nexus: Some empirical evidence" *Midland Corporate Finance Journal* 3, 53-59

²⁷⁷ Friend, Irwin and Joel Hasbrouck (1988) "Determinants of capital structure" in *Andy Chen ed Research in Finance*, Volume 7, (JAI Press Inc., New York), pp. 1-19.

			Gonedes, et al. (1988) ²⁷⁹ , Titman & Wessels (1988)
	H : La dette augmente avec la baisse des Cash-flow	Myers & Majluf (1984)	-
	H : La dette est positivement corrélée à la valeur de la firme	Ross (1977), Noe (1988), Narayanan (1988) Poitevin (1989) ²⁸⁰	Oui : Lys & Sivaramakrishnan (1988) ²⁸¹ , Cornett & Travlos (1989) ²⁸² , Dann, et al. (1989)
	H : La dette est positivement corrélée à la probabilité de défaut	Harris & Raviv (1990) Ross (1977)	Non : Castanias (1983) ²⁸³
	H : La valeur de l'action augmente avec l'annonce d'un nouvel endettement	Ross (1977) Noe (1988), Narayanan(1988), Poitevin (1989)	Oui : Kim & Stulz (1988) ²⁸⁴ Non : Dann & Mikkelson (1984) ²⁸⁵ , Eckbo (1986), Mikkelson & Partch (1986)

²⁷⁸ Friend and Larry Lang (1988) "An empirical test of the impact of managerial self-interest on corporate capital structure" *Journal of Finance* 43, 271-281.

²⁷⁹ Gonedes, Nicholas J., Larry Lang, and Mathias Chikaonda (1988) "Empirical results on managerial incentives and capital structure" *Working paper, The Wharton School, University of Pennsylvania*.

²⁸⁰ Poitevin, M (1989) "Financial signalling and the "deep-pocket" argument" *Rand Journal of Economics* 20, 26-40

²⁸¹ Lys, Thomas and Konduru Sivaramakrishnan (1988) "Earnings expectations and capital restructuring: The case of equity-for-debt swaps" *Journal of Accounting Research* 26, 273-299

²⁸² Cornett, Marcia and Nickolaos Travlos (1989) "Information effects associated with debt-for-equity and equity-for-debt exchange offers" *Journal of Finance* 44, 451-468.

²⁸³ Castanias, Richard (1983) "Bankruptcy risk and optimal capital structure" *Journal of Finance* 38, 1617-1635.

²⁸⁴ Kim, Yong Cheol and Renk M. Stulz (1988) "The Eurobond market and corporate financial policy: A test of the clientele hypothesis" *Journal of Financial Economics* 22, 189-205

²⁸⁵ Dann, Larry and Wayne H. Mikkelson (1984) "Convertible debt issuance, capital structure change and financing-related information: Some new evidence" *Journal of Financial Economics* 13, 157-186.

	H : Il existe un financement hiérarchique	Myers & Majluf (1984) Krasker (1986) Narayanan (1988)	Oui : Chaplinsky & Niehaus (1990) ²⁸⁶ , Amihud et al. (1990) ²⁸⁷ Non: Korajczyk, Deborah Lucas, and Robert L. McDonald (1990) ²⁸⁸
	H : Il n'existe pas de financement hiérarchique	Brennan & Kraus (1987) Noe (1988) Constantinides & Grundy (1989) ²⁸⁹	-

²⁸⁶ Chaplinsky, Susan and Greg Niehaus (1990) "The determinants of inside ownership and leverage" *Working paper, University of Michigan*.

²⁸⁷ Amihud, Yakov, Baruch Lev, and Nickolaos G. Travlos (1990) "Corporate control and the choice of investment financing: The case of corporate acquisitions" *Journal of Finance* 45, 603-616

²⁸⁸ Korajczyk, Robert A., Deborah Lucas, and Robert L. McDonald (1990a) "Understanding stock price behavior around the time of equity issues" in R. Glenn Hubbard, ed.: *Asymmetric Information, Corporate Finance, and Investment*, (University of Chicago Press, Chicago), pp.257-277.

²⁸⁹ Constantinides, George M. and Bruce D. Grundy (1989) "Optimal investment with stock repurchase and financing as signals" *The Review of Financial Studies* 2, 445-466.

2- Hypothèses de recherches retenues :

Les principales méthodes empiriques utilisées dans la pratique consistent à régresser la dette sur les principaux facteurs déterminants. La variable expliquée diffère selon les études : Elle peut correspondre à la dette totale, la dette financière, les dettes d'exploitation, les dettes à long terme ou les dettes à court terme.

Les principales variables explicatives, à savoir : les opportunités de croissance, la rentabilité, les garanties proposées, la taille, l'âge de la firme...peuvent être regroupées en deux catégories :

- Les variables informant sur la capacité de la firme à générer des fonds internes
- Les variables dépendant du degré d'asymétrie d'information auquel est exposée la firme

2-1-Variables informant sur la capacité de la firme à générer des fonds internes :

2-1-1-Rentabilité et liquidités:

La rentabilité correspond à la capacité d'une firme à dégager des bénéfices à partir de son activité. Plus la rentabilité s'accroît, plus l'Entreprise dispose de financement interne, ce qui lui permet donc de s'autofinancer. Si les hypothèses de la Pecking Order Theory sont vérifiées, cela veut dire que les firmes préféreront naturellement le financement interne au financement externe car cela leur évitera de se soumettre au marché et donc de subir les différents coûts liés aux asymétries d'information.

A partir de là, nous pouvons avancer qu'à mesure que les bénéfices nés de l'activité s'apprécient, toute Entreprise devrait donc être capable de générer davantage de ressources internes, et donc de recourir dans une moindre mesure à l'endettement. La rentabilité devrait, selon ce raisonnement, être négativement corrélée à l'endettement en place, car les bénéfices accumulés peuvent être mis en réserve au cours des exercices.

Il convient de signaler que selon les tenants de la Pecking Order Theory, l'endettement en place comprend les dettes à long terme, mais également les dettes à court terme, quoique ces dernières demeurent moins risquées et moins soumises à l'asymétrie d'information que les dettes à long terme.

En substance, nous pouvons dire que même si la rentabilité constitue selon certains auteurs un bon signal quant aux perspectives de développement, car celle-ci rassure sur la présence d'un matelas de confort sécurisant le remboursement des échéances, d'autres travaux réalisés par Titman et Wessels (1988), Rajan et Zingales (1995), Booth et Al (2001), Abimbola (2002), et Panno (2003) ont démontré qu'une augmentation de

la rentabilité pouvait aussi diminuer le recours à la dette, affirmant ainsi l'existence d'une relation négative entre endettement et rentabilité.

Fathi & Gailly (2004)²⁹⁰, dans le cadre d'une enquête sur des PME innovantes, obtiennent également une relation négative entre rentabilité et endettement, les Entreprises les plus rentables remplaçant progressivement la dette par le financement interne ou à défaut, par des « recours non financiers » tels que les crédits commerciaux et les dettes sociales.

Concernant les liquidités, leur impact sur l'endettement peut être aussi bien positif que négatif. Intuitivement, nous pouvons avancer que toute augmentation des liquidités réduirait le risque de non-paiement et augmenterait donc les chances d'endettement.

D'un autre côté, sur la base de la théorie de la POT, une disponibilité abondante ou un matelas confortable constitué de fonds internes peut également inciter les Entreprises à se désendetter, car cette dette engendre un coût financier qui n'est plus nécessaire du fait de la présence de ces disponibilités.

Toujours du point de vue de la POT, il convient de signaler que la relation entre liquidités et dette financière est effectivement strictement négative.

Pourquoi ? Car les Entreprises profitables ont recours aux Cash-flow dégagés pour effectuer les remboursements d'annuités, puis pour accumuler des liquidités. Selon Opler et al. (1999)²⁹¹ une Entreprise peut avoir comme but d'atteindre un niveau d'endettement net défini comme étant égal aux dettes diminuées des liquidités.

Dès lors nous concluons que puisque les liquidités servent à rembourser les dettes, il est donc logique que la relation ressort donc négative²⁹². D'autre part, plus l'Entreprise dispose de liquidités moins elle sera encline à s'endetter car elle dispose déjà d'un moyen de financement.

Enfin, signalons que pour tester l'existence d'un ordre de financement hiérarchique, De Haan et Hinloopen (2003)²⁹³ ont formulé les deux hypothèses suivantes, que nous reprenons également :

H₁ : « L'endettement financier est négativement relié à la rentabilité. »

H₂ : « L'endettement financier est négativement relié aux liquidités disponibles. »

²⁹⁰ Fathi, T., & Gailly, B. (2004) « La structure financière des PME de hautes technologies » dans B. Quelin and L. Mezghani. *Perspectives en Management Stratégique* (pp. 111-132). Paris, EMS.

²⁹¹ Opler, T., Pinkowitz, L., Stulz, R. et Williamson, R., "The determinants and implications of corporate cash holdings", *Journal of Financial Economics*, Vol. 52, 1999, pp 3-46.

²⁹² JANI, Elion (2003) « Les déterminants des liquidités des Entreprises suisses » Cahiers de recherches. Université de Genève.

²⁹³ De Haan L. & Hinloopen J. (2003) "Preference hierarchies for internal finance, bank loans, bond and share issues: evidence for Dutch firms." *Journal of Empirical Finance* 10, Pg 661-681.

2-1-2-L'autofinancement :

Dans une logique de financement hiérarchique, les investissements de l'Entreprise sont toujours financés par les fonds disponibles, fonds internes (autofinancement), puis par émissions de titres d'emprunt, et enfin, par augmentation de capital. Celle-ci n'a lieu qu'en dernier ressort, lorsque l'Entreprise a saturé sa capacité d'endettement. Pourquoi cet ordre ?

1. Tout d'abord parce que se financer en interne permet de ne pas avoir à justifier ses décisions d'investissement.
2. Ensuite, l'arbitrage entre les deux autres modalités de financement dépendra de la différence entre les primes à payer, la prime relative à l'endettement étant moins coûteuse²⁹⁴.

Ainsi, une bonne capacité d'autofinancement servira de substitut à la dette, et au contraire, un déficit de financement aura tendance dans le contexte de la POT, à favoriser l'endettement car celui-ci restera préférable aux fonds propres externes.

En effet :

- Fama et French (1999)²⁹⁵ affirment que sur la période 1951-1996, les firmes américaines ont privilégié l'autofinancement et que 70% de leurs besoins de financement étaient couverts par fonds propres.
- Marone (2010)²⁹⁶ affirme que le taux d'autofinancement des Entreprises non financières françaises est d'à peu près 60% en 2006, tout en atteignant des pics conjoncturels sur certaines années, de l'ordre de 93,6%, de 98,6% et de 95,6%.
- Nekhili (1994)²⁹⁷ : Dans une étude réalisée en France, valide l'ordre de financement hiérarchique par l'existence d'un lien négatif entre autofinancement et dette bancaire LT, indépendamment de la taille des Entreprises.

Ceci dit et en dépit de son apport non négligeable dans le financement des Entreprises, l'autofinancement n'occupe finalement qu'une place résiduelle dans la littérature financière. En effet, les théories de financement s'intéressent principalement aux fonds externes en mettant davantage l'emphase sur les problèmes contractuels et informationnels.

²⁹⁴ L'émission de titres d'emprunt est une opération moins onéreuse parce que les créanciers exigent moins d'informations que les actionnaires sur les investissements, puisqu'ils ont droit à une rémunération fixe.

²⁹⁵ Eugene F. Fama & Kenneth R. French, (1999) "The Corporate Cost of Capital and the Return on Corporate Investment, *Journal of Finance, American Finance Association*, vol. 54(6), Pg 1939-1967

²⁹⁶ MARONE, M., (2010) « Systèmes financiers et canaux de transmission de la politique monétaire », *Thèse de doctorat en sciences économiques*, Université de Bourgogne.

²⁹⁷ NEKHILI M. (1994) « Choix entre la dette bancaire et la dette obligataire par les firmes françaises » *Thèse de doctorat*, Université de Bourgogne.

Nous proposons donc d'explorer cette piste en corrélant directement l'autofinancement de l'Entreprise à son endettement pour voir si l'hypothèse fondamentale de la POT est vérifiée ou non.

La troisième hypothèse de recherche est la suivante :

H₃ : « L'endettement financier est négativement relié à l'autofinancement. »

2-2-Variables dépendant du degré d'asymétrie d'information auquel est exposée la firme :

2-2-1-Les garanties :

Comme nous l'avons vu précédemment, l'asymétrie d'information est relativement amplifiée dans le cas d'une PME. L'une des solutions les plus courantes et souvent utilisée pour modérer l'impact de l'asymétrie informationnelle est la mise en place de garanties (Berger & Udell, 1998).²⁹⁸

Nous citons :

- Les travaux de Himmelberg et al. (1999) qui attestent de la facilité que procurent les immobilisations corporelles qui sont faciles à surveiller, atténuant ainsi les conflits d'agence de la dette entre Entreprises et prêteurs.
- Les travaux de Majumdar et Chhibber (1999), Margaritis et Psillaki (2007) et De Miguel et Pindado (2001) ont attiré l'attention sur l'impact de la tangibilité des actifs sur la valeur et la qualité des garanties proposées et la minimisation des coûts d'agence de la dette.

La composition de l'actif est donc un facteur non négligeable pouvant permettre d'expliquer les niveaux d'endettement, et notamment la présence d'actifs tangibles offrant à l'Entreprise de meilleures garanties et « sécurisant » ainsi la dette. Néanmoins, il convient de distinguer les dettes en fonction de leur maturité. En effet, la dette à long terme est plus risquée à cause :

- D'une durée de prêt plus longue
- De montants empruntés généralement plus importants que ceux à court terme.

« En cela, les actifs tangibles devraient majoritairement être utilisés pour garantir les dettes à long terme, la durée du prêt pouvant être associée à la durée de vie de l'actif utilisé comme garantie (Myers, 1977) »²⁹⁹.

²⁹⁸ Berger, A. N., & Udell, G. F. (1995). "Relationship lending and lines of credit in small firm finance." *Journal of Business*, 68(3), Pg 351-381

²⁹⁹ Ingrid BELLETTRE (2010) « Les choix de financement des Très Petites Entreprises ». *Thèse de Doctorat. Université Lille Nord de France*. P : 106

Dans le cadre de la théorie de l'agence, un point à souligner est l'importance de la taille, dans le sens où les conflits d'agence dans les petites Entreprises pouvaient être amplifiés à cause des risques d'opportunisme des dirigeants et de substitution des actifs. De plus, Titman et Wessels (1988) considèrent que l'augmentation de la rigidité du capital productif limiterait le risque de substitution des actifs, ce qui favoriserait à son tour l'offre de dette. Quant à Cassar et Holmes (2003), ceux-ci avancent qu'il existe une relation positive entre la dette bancaire et les garanties tangibles, Ce qui signifie que les banques seraient plus enclines à financer les Entreprises qui minimisent les risques de conflits d'intérêt. Sur la base de ces considérations, nous pouvons formuler l'hypothèse suivante :

H₄ : « L'endettement financier est positivement relié aux actifs tangibles dont dispose les PME ».

2-2-2- La taille :

« Fakhfakh et Ben Atitallah (2004) de même qu'Achy et Rigar (2005) affirment qu'une grande taille est généralement associée à un niveau d'endettement élevé. « ... » On peut, à juste titre, penser que dans un contexte de grande incertitude, comme au Cameroun, à défaut de pouvoir se fier aux indicateurs traditionnels de gestion, la taille devrait exercer un effet de leurre suffisamment convaincant pour motiver les décisions des bailleurs de fonds, l'idée sous-jacente étant que les grandes Entreprises sont trop grandes pour faillir. Certains auteurs (Harris et Raviv, 1991 ; Rajan et Zingales, 1995 ; Achy et Rigar, 2005) établissent une corrélation positive entre la taille et le ratio de structure financière. Pour Gellatly, Riding et Thornhill (2003), le capital des jeunes Entreprises de petite taille provient de sources internes, personnelles et d'investisseurs officieux. A mesure qu'elles croissent, elles ont besoin de capitaux supplémentaires et doivent se tourner vers des sources externes »³⁰⁰.

La taille des Entreprises semble être un indicateur quant informant sur la diversification et le niveau de risques de ces dernières. Les firmes les plus grandes étant habituellement vues comme plus diversifiées et moins risquées. Il est donc vu que plus l'Entreprise est petite, plus :

- Son domaine d'activité sera limité
- Sa probabilité de défaut sera importante (Ferrier, 2002)³⁰¹
- Les exigences réglementaires en matière de publication d'informations seront limitées, et plus la qualité de l'information fournie en pâtira.

³⁰⁰ Jules Roger Feudjo et Jean-Paul Tchankam (2012) « Les déterminants de la structure financière : comment expliquer le "paradoxe de l'insolvabilité et de l'endettement" des PMI au Cameroun ? » *Revue internationale P.M.E. : économie et gestion de la petite et moyenne Entreprise*, vol. 25, n° 2, 2012, P : 104

³⁰¹ Ferrier, O. et Piatecki C. (2002) « Les très petites Entreprises » *Edition De Boeck Supérieur*, 354 Pg.

Ces petites et moyennes Entreprises seront donc confrontées aux coûts liés aux asymétries d'information, ce qui agira négativement sur l'endettement (Pettit & Singer, 1985³⁰², Ang, 1992³⁰³).

En effet, les asymétries tendent à se dissiper au fur et à mesure du cycle de vie de la firme suite à la constitution d'une réputation et de relations de partenariat avec les différentes parties prenantes.

« Lopez-Garcia & Sogorb-Mira (2008) évoquent une relation positive entre la taille de la firme et son degré d'endettement, résultat déjà confirmé dans de multiples articles, tel que celui de Chittenden & al. (1996), de Burger & Udell (1998), ou encore de Michaelas & al. (1999). Burkart (1999) ou Ziane (2004) confirment que l'endettement augmente avec la taille de l'Entreprise sur des échantillons de PME françaises. »³⁰⁴

De plus, Holmes et Kent (1991) ont mis en évidence l'existence d'un « Pecking Order with financial constraints », soit un financement hiérarchique « contraint ». Les deux auteurs constatent en effet l'existence d'un écart entre financement des grandes Entreprises et des PME (Finance Gap).

Ce phénomène peut simplement être présenté comme étant la limitation dans les opportunités de ressources offertes aux PME. Beaudoin et ST-Pierre (1995)³⁰⁵ parlent également du Finance Gap en le définissant comme :

« Une étape du développement de la petite Entreprise où elle aurait fait un usage maximal des sources de financement à court terme, mais n'aurait pas atteint un stade qui lui permette d'accéder au financement à long terme offert par les banques ou par les marchés des capitaux (obligataire ou boursier) ».

Cet écart pouvant résulter selon ces mêmes auteurs soit :

- D'une connaissance imparfaite des différents moyens de financement existants
- Ou alors des coûts élevés de financement imposés aux PME comparativement aux grandes Entreprises et qui se retrouvent lésées dans l'offre de crédits bancaires (Holmes, Keitha et Dwyer. (1994)³⁰⁶)

³⁰² Pettit, R. R., & Singer, R. F. (1985) « Small Business Finance: A Research Agenda. » *Financial Management* (1972), 14(3), 47-60.

³⁰³ Ang, J. S. (1992), "On the theory of finance for privately held firms" *The Journal of Small Business Finance*, 1(3), 185-203.

³⁰⁴ Ingrid BELLETTRE (2010) « Les choix de financement des Très Petites Entreprises ». *Thèse de Doctorat. Université Lille Nord de France.* P : 107

³⁰⁵ BEAUDOIN. R, ST – PIERRE. J (1995), "L'évolution de la structure de financement après un premier appel public à l'épargne: une étude descriptive ", *Revue Internationale des PME*, Volume 8, Numéro 3-4 p. 181-203

Cet effet taille impactant le financement des Entreprises, vu à la lumière du Pecking Order with financial constraints, trouve sa justification dans l'existence de deux contraintes dans l'accès des PME aux ressources financières :

1. Attitude des dirigeants- propriétaires vis à vis du financement externe ayant pour but de conserver le contrôle de leurs Entreprises (risque de dilution des pouvoirs du dirigeant- propriétaire)
2. Coûts Importants subis par les PME dans l'accès au financement. Pour Holmes et Kent (1991)³⁰⁷, les asymétries d'information augmentent les coûts de transaction et limitent les possibilités de financement (coûts de financement bancaires plus élevés voire rédhibitoires)

Ces contraintes émanant du dirigeant et/ou du dispositif bancaire limitent les possibilités de financement externe. De ce fait, si au final :

1. S'avère une préférence accrue des PME pour les fonds internes suivis de la dette (affirmation principale de la POT), suite à la limitation dans l'accès au crédit et à l'aversion aux ouvertures de capital.
2. Plus la taille de celles-ci est importante, plus cette impression a tendance à s'estomper (soit l'impression de priorisation des fonds internes sur la dette)

Cela pourrait être la preuve de l'existence d'une contrainte dans le financement, d'où le concept d'un Pecking Order with financial constraints (Holmes et Kent, 1991).

De plus, nous n'avons pas manqué de constater que l'une des critiques formulées par Lemmon and Zender (2010) ainsi que Leary et Roberts (2010) à l'encontre de la théorie du financement hiérarchique était la faiblesse de son pouvoir prédictif en l'absence d'une prise en compte de l'impact des contraintes de financement sur les émissions de dette des Entreprises de petite taille.

C'est la raison pour laquelle, nous avons également choisi d'ajouter la variable taille, qui en ce sens serait positivement corrélée à la dette financière. Sur la base de ces considérations, nous pouvons formuler l'hypothèse suivante :

H₅: « Le niveau de dette financière est positivement relié à la taille de l'Entreprise ».

³⁰⁶ HOLMES. S, KEITHA. D, DWYER. D (1994), "The cost of debt for small firms: Evidence from Australia", *Journal of Small Business Management*, Volume 32, Issue 1, January, Pg 27- 35, Pg 9.

³⁰⁷ HOLMES. S, KENT. P (1991), "An Empirical Analysis of the Financial Structure of Small and large Australian manufacturing enterprises", *The Journal Of small Business Finance*, Volume 1, Issue 2, Pg 141-154

2-2-3- Les Crédits commerciaux :

Dans la relation de confiance née d'un endettement bancaire, les asymétries d'information jouent un rôle très important tout au long de la réalisation du contrat, car il peut en résulter des problèmes de sélection adverse, d'aléa moral et d'opportunisme.

Certaines Entreprises considérées comme amplifiant les asymétries informationnelles, telles que les PME, peuvent donc faire face à plus de vigilance de la part de l'appareil bancaire lors de la décision d'octroi d'un crédit. Ainsi, un montant de crédits commerciaux plus ou moins important pourrait constituer dans ce sens un bon indicateur de solvabilité, de fiabilité ou d'une relation de confiance vis à vis des partenaires de la PME. Ceci incitera les banques à lui accorder plus de crédits.

Ce raisonnement s'inscrit dans une logique de signalisation. Nous proposons toutefois d'aller dans l'autre sens, et ce dans une logique de hiérarchie dans le financement, en considérant la dette commerciale comme substitut à l'endettement financier (bancaire). C'est ce que l'on appelle des effets de substitution.

En effet, il est tout à fait possible de considérer la dette commerciale comme un substitut à la dette financière dans les Entreprises rationnées (Petersen et Rajan, 1994). La relation entre dette commerciale et financière apparaît donc négative (théorie du financement hiérarchique). Peut-être alors que le besoin ou une partie de ce besoin n'existe tout simplement pas ou plus, car celui-ci a déjà été financé par un crédit commercial.

Cela veut dire, qu'une Entreprise substituera un crédit commercial/interentreprises à une dette financière (bancaire). En effet, un crédit interentreprises qui ne nécessite pas d'intervention sur le marché des capitaux ni sur le marché bancaire reste toujours un choix financier plus pragmatique et moins coûteux pour n'importe quelle Entreprise. Nous nous proposons de tester la validité de cette proposition en supposant que la dette commerciale est substituable à la dette financière et vice versa. La relation ressort donc négative entre les deux variables. Nous citons l'article de Colombo³⁰⁸ qui a toutefois émis la même hypothèse avant de l'infirmier en trouvant que les crédits commerciaux étaient positivement liés à la dette, ce qui allait plutôt de pair avec la théorie du signal.

H₆ : « L'endettement financier est négativement relié à la dette commerciale »

³⁰⁸ COLOMBO. E (2001), "Determinants of corporate capital structure: Evidence from Hungarian Firms", *Applied Economics*, Volume 33, Issue 13, Pg 1689- 1701.

2-2-4-Les charges d'intérêt :

Rappelons que dans le cadre de la théorie de non neutralité de 1963, la déduction des charges d'intérêts peut être un facteur favorisant l'endettement bancaire. Par contre, selon la théorie de l'arbitrage, le recours bancaire augmente le risque d'insolvabilité et limite donc les avantages de la dette. De plus et suite à cela, rappelons qu'au-delà des arbitrages entre déductibilité des charges d'intérêts et les coûts de détresse financière, le risque de position des actionnaires et d'insolvabilités des créanciers, dans le cadre des coûts d'agence et d'asymétries informationnelles, pousse les Entreprises à surveiller leur niveau de service de la dette.

« Malgré les avantages fiscaux de la dette, certaines Entreprises ne sont pas très endettées à long terme, telles que les PME. Le risque élevé de banqueroute de ces Entreprises conduit à limiter les emprunts. Les avantages fiscaux de la dette financière sont réduits dans les PME, ce qui explique leur endettement limité (Michaelas et Al. 1999)³⁰⁹. »

En effet, selon la théorie de l'Agence, les conflits d'intérêts dirigeants/créanciers poussent l'appareil bancaire à prévoir des covenants au niveau des contrats, dont le non-respect pourrait légitimer l'exigibilité immédiate des dettes. Rappelons l'importance des clauses de sauvegarde, aussi appelées clauses restrictives ou comptables. Nous citons ci-après :

« En raison de l'importance des créanciers financiers dans l'activité de la firme, de nombreuses études se sont intéressées aux caractéristiques des contrats de prêts ainsi qu'à leur conséquences sur le comportement des dirigeants (Duke et Hunt, 1990³¹⁰ ; Press et Weintrop, 1990³¹¹ ; Beneish et Press, 1993³¹² ; Citron, 1992³¹³). Les créanciers cherchent à réduire les coûts d'agence en mettant en place des clauses contractuelles « clauses restrictives » dans les contrats de prêt. »³¹⁴

Signalons qu'une autre étude examinant les déterminants du recours aux clauses restrictives et reposant sur des données comptables, a fait ressortir l'importance de ces dernières et leur lien direct avec les caractéristiques du prêt et la qualité de l'emprunteur :

³⁰⁹ Michaelas, N., Chittenden, F., & Poutziouris, P. (1999) "Financial Policy and Capital Structure Choice in U.K. SMEs: Empirical Evidence from Company Panel..." *Small Business Economics*, 12(2), Pg 113-130.

³¹⁰ Duke JC., Hunt HG. (1990), "an empirical examination of debt covenants restrictions and accounting related debt proxies", *Journal of accounting and Economics*, volume 12, Pg 97-122.

³¹¹ Press E.G., Wintrop J. (1990), "Accounting based constraints in public and private debt agreements : their association with leverage and importance in accounting choice", *Journal of accounting and economics*, volume 12, Pg.65-96.

³¹² Beneish, M.D. et E. Press, (1993), "Costs of Technical Violation of Accounting-Based Debt Covenants", *The Accounting Review*, vol. 68 (April), Pg. 233-257

³¹³ Citron, D. (1992), "Financial Ratio Covenants in UK Bank Loan Contracts and Accounting Policy Choice". *Accounting and Business Research*, vol. 22, n°88, autumn, Pg 322-36.

³¹⁴ Marc-Hubert Depret Alain Finet; et al (2005) « Gouvernement d'Entreprise: Enjeux managériaux, comptables et financiers » *Edition De Boeck Supérieur*, 269 Pg

« Sur un échantillon canadien de 442 contrats de dettes cotées — sur la période 1978-2002 — il ressort que les caractéristiques de la dette telles que : la maturité du prêt, ses options de conversion et de rachat (au gré de l'émetteur) ; affectent significativement le recours aux clauses comptables et le degré de contrainte du contrat. En outre, la qualité de l'emprunteur (sa taille et son risque) est prise en considération lors de la définition des termes du contrat. D'une façon générale, les clauses comptables sont effectivement utilisées afin de protéger les intérêts de créanciers, et peuvent servir de substitut à certains paramètres du prêt »³¹⁵

Notre hypothèse suppose donc le recours aux clauses comptables dans les contrats de prêt. L'aspect auquel nous nous intéresserons concerne la surveillance du ratio de service de la dette.

En ce sens, les Entreprises devraient être plus susceptibles d'émettre des dettes lorsqu'elles restreignent l'endettement et le service de la dette (Goyal, 2003³¹⁶). Dans ce même ordre d'idées, si le service de la dette est important, l'offre de crédit peut se voir impactée à la baisse et vice versa.

La relation entre service de la dette et endettement ressort donc négative. Sur la base de ces considérations, nous pouvons formuler l'hypothèse suivante :

H₇ : « Les charges financières sont négativement reliées à l'endettement financier. »

NB : Rappel principales clauses de sauvegarde (selon la Théorie de l'Agence) :

	Problèmes de dividendes	Sous- investissement	Substitution des actifs	Dilution des créances
Clauses d'investissement/Production			X	X
Clauses de dividendes	X	X		
Clauses de financement				X
Autres clauses		X		

Nous résumons donc nos hypothèses de recherche comme suit :

³¹⁵ Julien Bilodeau, Idir Cherief, Real Labelle, Franck Missonier Piera. (2005), « LES CARACTERISTIQUES DES CONTRATS DE DETTE ET LES CLAUSES RESTRICTIVES COMPTABLES : QUELS LIENS ? ». *Comptabilité et Connaissances*, May 2005, France.

³¹⁶ Goyal, V., (2003), "Market discipline of bank risk: Evidence form subordinated bond contracts" *working paper*, Hong Kong University of Science and Technology.

Tableau n°23 : Hypothèses de recherche selon le courant de référence

Courant théorique de référence	Hypothèses	Variable expliquée	Variable explicative	Relation attendue
POT	H ₁ : «La relation entre l'endettement financier et la rentabilité est négative.»	Endettement	Rentabilité	-
POT	H ₂ : « La relation entre les liquidités et la dette financière est négative. »	Endettement	Liquidité	-
POT	H ₃ :« La relation entre l'autofinancement et la dette financière est négative»	Endettement	Autofinancement	-
Agence	H ₄ : « La relation entre l'endettement financier et les actifs tangibles de la PME est positive ».	Endettement	Garanties	+
POT	H ₅ : «La relation entre le niveau de dette financière et la taille de la PME est positive».	Endettement	Taille	+
POT	H ₆ : « La relation entre la dette commerciale et l'endettement financier est négative»	Endettement	Crédits commerciaux	-
Agence	H ₇ : « La relation entre les charges financières et la dette financière est négative. »	Endettement	Charges d'intérêts	-

3- Variables écartées du modèle :

Nous aurions voulu ajouter d'autres variables explicatives à notre modèle, variables qui auraient été toutes aussi enrichissantes. Mais nous nous sommes contentés des variables ci-dessus, notre échantillon n'étant que de 60.

En effet, un modèle à neuf ou dix variables, pour que celui-ci soit significatif, aurait nécessité un échantillon beaucoup plus consistant. Ci-dessous les trois variables : âge de la PME, opportunités de croissance et structure de propriété de la PME, qu'il aurait été intéressant d'explorer.

3-1-Variable Âge de l'Entreprise :

Le temps est une variable non négligeable qui permet à toute firme de se construire un portefeuille client, une réputation auprès de ses partenaires en plus d'une politique financière. Il semble donc logique de présumer que plus l'Entreprise est mature, moins elle est opaque et plus sa probabilité de se voir accorder un crédit s'accroît.

Ceci dit, en se référant à la théorie du financement hiérarchique, plus l'Entreprise est jeune, plus la probabilité de disposer des capitaux nécessaires pour réaliser ses investissements sera faible, l'Entreprise se tournera nécessairement vers le financement externe, le premier choix se portant naturellement sur la dette en premier lieu, puis les capitaux propres. Le lien entre âge et endettement financier serait donc supposé négatif³¹⁷.

“Firm age was selected as a variable, because one would anticipate that younger firms that are still growing would have a greater demand for capital than mature firms. Mature firms, having lower growth rates, are often able to use retained earnings as a source of financing, and thus do not require as much external financing. If this relationship proves to be the case, one would anticipate a negative sign for the variable “Firmage”.”³¹⁸

Dans le cadre de la théorie du financement hiérarchique, le raisonnement est le suivant: Les Entreprises se financent selon leurs moyens disponibles. Les jeunes Entreprises étant encore en phase de démarrage et nécessitant d'importants investissements, celles-ci n'ont d'autres choix que de se tourner, à défaut d'autofinancement (exemple : bénéfices maintenus), vers le moyen de financement de second choix, soit la dette. En effet:

³¹⁷ Car les Entreprises matures sont supposées disposer des réserves nécessaires pour investir et donc préférer dans le cadre de la POT recourir en premier lieu à ces réserves pour se financer

³¹⁸ Susan Coleman (2006): « Capital Structure in Small Manufacturing Firms: Evidence from the Data” of *Entrepreneurial Finance and Business Ventures*, Vol. 11: Iss. 3, Page : 112

*“Firms use different types of financing at different stages of their development. Younger firms that are still growing may require capital to fund product development, facilities, or expansion. Similarly, as younger firms, they are less likely to have earnings that could be used as a source of financing.”*³¹⁹

« Pour ce qui est de l'âge, les Entreprises les plus anciennes usent moins intensivement de la dette puisqu'elles sont censées avoir accumulé au cours de leur existence un montant important de fonds propres grâce à l'autofinancement. Ce postulat de la théorie financière est repris par Achy et Rigar (2005) pour expliquer l'endettement à long terme des Entreprises manufacturières marocaines, et par Colot et Croquet (2007a) pour les PME belges. Toutefois, ces auteurs rappellent que ces résultats ne sont valides que lorsque la conjoncture économique est relativement stable et sur une longue période.

*Dans un environnement instable, les problèmes de financement sont récurrents et l'asymétrie informationnelle plus forte. Dans ces conditions, l'âge de l'Entreprise, comme signal de sa maturité et de sa pérennité, devient un facteur discriminant important. »*³²⁰

Nous citons également les travaux ci-dessous :

- Weill (2001) et Romano et Al (2001)³²¹: L'âge n'a pas d'impact sur l'endettement
- Gellatly et Al (2004)³²² : L'âge de l'Entreprise a un impact sur les pratiques financières
- Gregory et Al (2005)³²³ : Les jeunes PME utilisent plus de dettes à long terme que de dettes à court terme.
- Coleman et Carsky (1999)³²⁴ : L'âge, la taille et la rentabilité sont les principaux déterminants de la dette
- Coleman (2006)³²⁵: « L'endettement est négativement corrélé à l'âge de l'Entreprise »

Sur cette base une autre hypothèse de recherche aurait consisté à dire que l'endettement financier est négativement lié à l'âge de la PME.

³¹⁹ Susan Coleman (2006): « Capital Structure in Small Manufacturing Firms: Evidence from the Data” of *Entrepreneurial Finance and Business Ventures*, Vol. 11: Iss. 3, page : 113

³²⁰ Jules Roger Feudjo et Jean-Paul Tchankam (2012) « Les déterminants de la structure financière : comment expliquer le "paradoxe de l'insolvabilité et de l'endettement" des PMI au Cameroun ? » *Revue internationale P.M.E. : économie et gestion de la petite et moyenne Entreprise*, vol. 25, n° 2, 2012, P : 104

³²¹ ROMANO C TANEWSKI G SMYRNIOS K (2001): “Capital structure decision making: a model for family business” *journal of business venturing*, volume16, Issue 3,May, Page 285-311

³²² GELLATLY G RIDING A THORNHILLS (2004) “Growth history, knowledge intensity and capital structure in small firms” *Venture capital, January*, volume 6, numéro 1, page 73-99

³²³ GREGORY BT RUTHERFORD MW OSWALD S GARDINER L (2005) “an empirical investigation of the growth cycle theory of small financing” *Journal of small Business Management*, volume 43, issue 4, October Pg : 382-392

³²⁴ Coleman et Carsky (1999) « sources of capital for small family owned businesses: evidence of the national survey of small Business Finance” *Family Business review*, volume 12, issue 1, Pg 73-85

³²⁵ Susan Coleman (2006): « Capital Structure in Small Manufacturing Firms: Evidence from the Data” of *Entrepreneurial Finance and Business Ventures*, Vol. 11: Iss. 3, pp. 105-122.

3-2- Variable opportunités de croissance :

Nous nous sommes également intéressés à la pertinence de la variable suivante : « opportunités de croissance ».

En effet, une Entreprise en croissance se caractérise par des besoins de financement élevés, car :

1. Le financement interne étant une ressource limitée, toute firme se verra dans l'obligation de faire appel au financement externe car celle-ci aura besoin de liquidités, ce qui va émettre une pression sur les réserves et pousser l'Entreprise à s'endetter.
2. Il va de soi que toute Entreprise ayant des opportunités de croissance importantes aura des espérances de rentabilité et des taux de rendement élevés, car ces efforts d'investissement présagent une forte capacité à générer des bénéfices.

L'influence positive des opportunités de croissance sur la rentabilité semble tout à fait logique et a même été confirmée par nombre de travaux, dont nous citons :

- Margaritis et Psillaki (2007)³²⁶
- Zeitun et Tian (2007)³²⁷
- Nunes et al. (2009)³²⁸

En effet, selon les tenants de la Pecking Order Theory, les firmes en croissance utiliseront davantage la dette car l'augmentation de capital n'est utilisée qu'en dernier recours.

« De plus, toujours selon les tenants de la Pecking Order Theory, la profitabilité devrait être négativement corrélée aux dettes à long terme, mais également aux dettes à court terme. Néanmoins, nous pouvons penser que la relation sera différente puisque les dettes à court terme sont moins risquées et moins soumises à l'asymétrie d'information que les dettes à long terme »³²⁹.

Ces résultats sont confirmés empiriquement sur des PME par :

- Michaelas & al. (1999)³³⁰
- Cassar & Holmes (2003)
- Jordan & al. (1998)³³¹

³²⁶ Margaritis D. ET Psillaki M. (2007): «Capital Structure and Firm Efficiency», *Journal of Business Finance & Accounting* (34), Pg. 1447-1469.

³²⁷ Zeitun R. et Tian G. (2007): «Capital structure and corporate performance evidence from Jordan», *Australasian Accounting Business & Finance Journal* (1), Pg. 40-53

³²⁸ Nunes P. J. M., Serrasqueiro Z. M. et Sequeira T. N. (2009) «Profitability in Portuguese service industries: a panel data approach», *The Service Industries Journal* (29), Pg. 693-707

³²⁹ Ingrid BELLETTRE (2010) « Les choix de financement des Très Petites Entreprises ». *Thèse de Doctorat. Université Lille Nord de France*. P : 104.

³³⁰ Michaelas, N., Chittenden, F., & Poutziouris, P. (1999) "Financial Policy and Capital Structure Choice in U.K. SMEs: Empirical Evidence from Company Panel..." *Small Business Economics*, 12(2), Pg 113-130

- Chittenden & al. (1996)³³²
- Daskalakisa & Psillaki (2008)³³³

Franck & Goyal (2003) parviennent toutefois à des conclusions opposées. Soulignons par ailleurs le fait que la notion d'opportunités de croissance doit être observée conjointement à la capacité de la firme à générer du financement interne, car selon Myers (1984) :

- Les firmes ayant d'importantes opportunités de croissance (+) et peu de financement interne (-), devraient avoir besoin de plus de ressources externes (+) et donc être plus endettées (+).
- Les firmes ayant de faibles opportunités de croissance (-) et suffisamment de financement interne (+), auront moins besoin de ressources externes (-) et s'endetteront donc moins (-).

Lopez-Garcia & Sogorb-Mira (2008)³³⁴ créent une variable (CFG0) représentant à la fois la croissance et la rentabilité, et obtiennent des résultats en accord avec la Pecking Order Theory. Quant à la théorie de l'agence, celle-ci considère que la structure financière optimale est celle qui contribue à résoudre les conflits opposant les différentes parties prenantes. Le choix d'un financement résulte donc de l'arbitrage entre coûts d'agence actionnaires-dirigeants et coûts d'agence dirigeants-créanciers.

« Myers (1977) considère que les coûts d'agence sont d'autant plus importants que les opportunités de croissance augmentent, ce qui diminue le financement par dettes. En effet, les opportunités de croissance engendrent un problème de flexibilité dans le choix des investissements (Barnea et Al, 1981). Il en résulte un risque de substitution des actifs qui augmente les coûts d'agence et réduit l'endettement à long terme. »³³⁵

Il en résulte que les Entreprises font plus appel à la dette à court terme. Ceci dit :

- Selon Myers (1977), les Entreprises en croissance substituent les dettes à long terme aux dettes à court terme.
- Selon Weill (2001)³³⁶, l'impact des opportunités de croissance sur les dettes à court terme est positif

³³¹ Jordan, J., Lowe, J., & Taylor, P. (1998) "Strategy and financial policy in UK small firms" *Journal of Business Finance & Accounting*, 25(1/2), Pg 1-27.

³³² Chittenden, F., Hall, G., & Hutchinson, P. (1996). Small firm growth, access to capital markets and financial structure: Review of issues and an empirical investigation. *Small Business Economics*, 8(1), 59-67.

³³³ Daskalakisa, N., & Psillaki, M. (2008) "Do country or firm factors explain capital structure? Evidence from SMEs in France and Greece" *Applied Financial Economics*, 18(2), 87- 97.

³³⁴ López-Gracia, J., & Sogorb-Mira, F. (2008) "Testing trade-off and pecking order theories financing SMEs" *Small Business Economics*, 31(2), 117-136.

³³⁵ Asma TRABELSI (2006) « Les déterminants de la structure du capital et les particularités du financement dans les PME : une étude sur les données Françaises » *Thèse de Doctorat. UNIVERSITÉ PARIS IX DAUPHINE EDOGEST*. P : 134.

- Selon Scherr et Hulburt (2001)³³⁷ l'impact des opportunités de croissance est en revanche négatif sur les dettes à long terme

Nous pourrions nous attendre donc à une relation positive entre opportunités de croissance et niveau de dette dans les PME (Voulgaris et Al, 2004³³⁸). Ce qui pourrait résulter de la primauté de la dette à court terme sur la dette à long terme. Sur la base de ces considérations, nous avons voulu formuler une dernière hypothèse de recherche comme suit : « Les opportunités de croissance sont positivement liées à la dette financière dans les PME. »

Ceci dit, en nous basant sur la littérature existante, nous avons trouvé commun d'utiliser la mesure suivante : variation de l'actif d'une année n sur la précédente n-1.

$$\text{Opportunités de croissance} = \frac{\text{Actif } n - \text{Actif } n-1}{\text{Actifs } n-1}$$

La difficulté a été de nature pratique car pour analyser une variation sur cinq années, il aurait fallu disposer de données sur six années, pour obtenir une analyse sur six années, il en faudrait sept, etc... Nous avons donc écarté cette hypothèse mais reconnaissons sa pertinence comme variable dans l'explication de l'endettement.

3-3-Variable structure de propriété:

« Since debt commits the firm to pay out cash, it reduces the amount of "free" cash available to managers to engage in the type of pursuits mentioned above. This mitigation of the conflicts between managers and equityholders constitutes the benefit of debt financing. »³³⁹

Selon la théorie de l'agence, la dette est un moyen de discipline du dirigeant (Harris et Raviv, 1990) car :

- Limitant les « ressources oisives » à la disposition du dirigeant (Jensen, 1986) et réduisant les coûts d'agence nés de l'existence de Free Cash-flow.
- Permettant aux actionnaires d'imposer une certaine discipline de gestion aux dirigeants qui doivent générer les liquidités permettant de faire face au service de la dette

³³⁶ WEILL. L (2001), "Determinants of Leverage and Access to Credit: Evidence on Western and Eastern Europe Countries", *Acte de Communication, Journées Internationales d'Economie Monétaire et Bancaire*, 6- 7 Juin.

³³⁷ SCHERR. F, HULBURT. H (2001), "The Debt Maturity structure of Small Firms", *Financial Management*, Volume 30, Issue 1, spring, Pg 85- 111.

³³⁸ VOULGARIS. F, ASTERIOU. D, AGIOMIRGIANAKIS. G (2004), "Capital structure, asset Utilization, profitability, and growth in the Greek manufacturing sector", *International Review of Applied Economics*, Volume 18, Issue 2, April, Pg 247- 262.

³³⁹ Harris M., Raviv A., (1991) "The theory of capital structure"; *The journal of finance*, vol 46 n° 1, mars 91, P : 302

En ce sens, la variable concernant la structure de propriété aurait été décomposée en variable binaire, prenant :

- La valeur 0 si le dirigeant n'est pas actionnaire
- La valeur 1 dans le cas du dirigeant/actionnaire

Ainsi, la relation attendue entre endettement et structure de propriété (actionnaire/dirigeant à la fois) aurait été négative. Citons :

- Olivier Colot et Mélanie Croque, (2007)³⁴⁰, qui en intégrant la variable structure de propriété ont montré que si le dirigeant de la PME passait du statut de non-actionnaire au statut d'actionnaire, le ratio d'endettement baissait significativement, de plus de 35,87 %.
- Hirigoyen G., (1982)³⁴¹ a fait ressortir une tendance à adopter des stratégies financières avisées de la part des dirigeants d'Entreprises familiales. Ce qui a également été confirmé par Ward J., (1988)³⁴². Cela nous pousse à nous attendre à une relation négative entre caractère familial et endettement.
- Ang (2000)³⁴³ a constaté sur une base de 1708 PME américaines que la structure propriétaire/dirigeant dans les PME limitait les conflits propriétaire/dirigeant au profit d'autres conflits.

Ces résultats viennent également corroborer les conclusions de la théorie de l'agence dans le sens où celle-ci considère l'endettement comme un compromis ayant pour vocation de faire rencontrer les intérêts des actionnaires et ceux des dirigeants.

³⁴⁰ Olivier Colot et Mélanie Croquet (2007) : « La contribution de variables propres aux PME et à leur dirigeant dans l'explication de la structure financière des PME » *La Revue des Sciences de Gestion* (n°228). Éditeur Direction et Gestion (La RSG). Page 61-72

³⁴¹ Hirigoyen G. (1982), « Le comportement financier des moyennes Entreprises industrielles familiales », *Banques*, n° 417, Pg 588-593.

³⁴² Ward J. (1988), « The special role of strategic planning for family business » *Family Business Review*, 1 (2), 105-117.

³⁴³ ANG. J.S, COLE. R, WUH LIN. J (2000), "Agency costs and ownership structure", *The Journal of finance*, Volume 55, Issue 1, February, Pg 81-107

Conclusion :

Nous clôturons ainsi ce premier chapitre dont l'objectif principal était tout simplement de :

1. Justifier le cadre théorique choisi sur la base :
 - Dun certain nombre de questionnements préliminaires
 - Des principales théories explicatives et hypothèses de recherche trouvées dans la littérature
2. Présenter et justifier les hypothèses de recherches choisies dont certaines seront écartées et d'autres retenues

Ainsi après une présentation de la littérature financière, nous nous sommes arrêtés sur un cadre théorique précis, dont nous avons tenté d'établir la légitimité et dont les postulats ne pourront être défendus qu'à la lumière des résultats obtenus.

En effet, une analyse extensive de la littérature, nous a permis, sans pour autant prétendre à une exhaustivité parfaite, de circonscrire notre cadre théorique au niveau de la théorie moderne de la firme, au sein de laquelle nous avons choisi comme cadre de référence les théories basées sur l'asymétrie d'information.

Au sein de ce même courant, la théorie que nous avons mobilisée est la théorie du financement hiérarchique dont nous nous sommes inspirés pour formuler cinq hypothèses de recherche et que nous avons cherché à compléter par la théorie de l'Agence par le moyen de deux autres hypothèses de recherches.

C'est donc ainsi, dans une logique d'entonnoir, que s'est faite l'instrumentation conceptuelle et théorique de notre travail de recherche. Et c'est à la lecture des travaux réalisés en la matière que nous avons dégagé les éléments nécessaires au choix puis à la justification de la théorie, des hypothèses puis des variables de recherche.

Chapitre II- Présentation de la méthodologie de l'étude

Introduction :

Afin de donner à notre travail une cohérence méthodologique, il est nécessaire de combiner harmonieusement entre l'étude des aspects théoriques et les investigations pratiques observées sur le terrain.

En effet, la première partie de cette thèse a permis de mettre en lumière l'évolution considérable qu'a connue la littérature financière en ce qui concerne les facteurs déterminants dans le choix du financement par dette.

D'une manière générale, notre problématique théorique a pour but de constater, d'observer, puis tenter d'expliquer la diversité des facteurs expliquant les choix financiers des Entreprises.

Ceci dit, malgré la multitude des travaux empiriques traitant de la chose, il reste tout de même délicat d'établir une signification claire et univoque du niveau d'endettement optimal ou du degré d'autonomie financière souhaité d'une entité...

Au niveau de cette partie empirique, notre objectif sera de faire appel à l'ensemble de ces idées théoriques pour pouvoir décrire et faire ressortir les déterminants de la dette au sein des PME de notre échantillon.

Nous tenterons alors de confronter les idées de la littérature aux caractéristiques financières de ces Entreprises.

Section 1 : Méthodologie de l'étude :

Introduction :

« Une méthodologie de recherche prend naissance à partir d'un problème à résoudre ou à partir d'un mythe de compréhension et d'action. Trois dimensions sont importantes lors de la conduite de la recherche : le statut philosophique du chercheur, l'objectif de la recherche et l'aspect technique du déroulement de la recherche. »³⁴⁴

Après une revue de la littérature financière existante, il nous est apparu opportun non pas de tester un modèle théorique ou un cadre conceptuel précis mais plutôt de présenter une succession d'hypothèses relatives aux deux théories explicatives choisies, et d'en vérifier le champ d'applicabilité et la validité en tant que variables explicatives de la dette financière.

En clair, nous tenterons de répondre à notre problématique, qui rappelons-le, est la suivante :

« Comment décrire et expliquer le comportement des PME marocaines envers la dette financière ? »

Pour y répondre, l'élaboration d'un cahier des charges à ce niveau s'est révélée nécessaire. En effet, celui-ci nous aidera à clairement définir l'approche méthodologique à adopter, les instruments de recherche à utiliser, le plan d'échantillonnage et les sources d'information à disposition.

En substance, nous avons choisi de mener une étude quantitative que nous réaliserons par :

- La récolte des Etats de synthèse des PME sélectionnées et leur saisie
- Le dépouillement de ces Etats de synthèse
- Le diagnostic financier de ces Entreprises (partie descriptive)
- L'élaboration d'un modèle statistique explicatif sur la base de ces données (partie explicative)

Nous avons effectué ce choix en posant comme point de départ les postulats suivants :

³⁴⁴ Hazem BEN AISSA (2001) « *QUELLE METHODOLOGIE DE RECHERCHE APPROPRIEE POUR UNE CONSTRUCTION DE LA RECHERCHE EN GESTION ?* ». Papier présenté à la « conférence de l'association internationale de management stratégique ». P : 5

Hypothèses de départ :

- L'inférence³⁴⁵ choisie est hypothético-déductive
- L'analyse statistique sera descriptive, explicative et causale
- Nous tenterons d'analyser de manière chiffrée les phénomènes et de faire ressortir les relations entre les variables
- La construction de l'échantillon sera raisonnée et les conditions d'acceptabilité seront respectées

1- Méthodologie de l'étude empirique:

Savall et Zardet (1998)³⁴⁶ admettent que la qualité scientifique de toute recherche s'apprécie à travers la solidité du corps d'hypothèses émises ainsi que leur degré de validation concernant :

- L'expression et le positionnement de la problématique (qualité et intérêt scientifique de la recherche)
- La pertinence des hypothèses émises pour y répondre
- La mise en œuvre de la recherche (résultats et suivi)
- La qualité des solutions proposées
- L'évaluation de la recherche (critique et ajustement des solutions testées).

Répondre à une certaine rigueur ne peut se faire que dans le respect des points soulevés ci-haut à telle enseigne que trois critères et types de validité (Lee, 1999) soient vérifiés :

- **La validité interne** : Il faut que le processus de recherche soit adapté pour tester les hypothèses posées.
- **La validité externe** : les résultats de la recherche se doivent d'être généralisables. Le dialogue entre théories et observation doivent permettre la généralisation, soit le critère d'inférence statistique .
- **La validité écologique** : toute recherche doit intégrer et décrire les caractéristiques du milieu qu'elle étudie.

³⁴⁵ L'inférence est un mouvement de la pensée allant des principes à la conclusion, et constitué d'une ou de plusieurs assertions, suivies par d'autres assertions menant à une conclusion. Nous citons les inférences déductives, inductives et abductives.

³⁴⁶ SAVALL H. et ZARDET V. (1998), « La dimension cognitive de la recherche-intervention : la production de connaissances par interactivité cognitive », *Revue Internationale de Systémique*, Vol. 10, n°1-2, Pg 157-189.

1-1-Une vocation descriptive/explicative :

Le but de cette première partie est de mettre un point sur la cohérence entre les objectifs de notre recherche et la démarche que nous souhaitons mettre en œuvre pour tester notre problématique sur le terrain. Nous ne cherchons pas ici à donner l'impression que nous maîtrisons entièrement la mise au point de notre plan de recherche dès le départ, bien au contraire, celui-ci s'est construit au fur et à mesure.

Notre démarche de recherche sera :

1. Tout d'abord descriptive. On cherche avant tout à donner une représentation exacte des événements sans essayer de les expliquer dans un premier temps.
2. S'ensuit une logique d'explication (quelle est l'origine de ?). Notre posture sera alors explicative puisqu'elle repose sur des hypothèses que l'on testera empiriquement.

1-2- Définition et justification du plan échantillonnal :

L'un des points les plus critiques dans un travail de recherche est celui du choix d'une base de données, car cela impactera les méthodes d'analyse, la fiabilité et la représentativité des résultats.

Nous avons eu dès le départ deux possibilités, chercher à accéder à :

1. Une base de données recelant les PME marocaines que celles-ci soient endettées ou non. Pour cela, les Fournisseurs de données sont principalement l'OMPIC (Office Marocain de la Propriété Industrielle et Commerciale) et Inforisk.

Nous avons écarté cette piste dès le départ pour les raisons suivantes :

- Cette base de données ne permet pas de répondre à notre question de recherche qui était de décrire et expliquer le comportement des PME envers la dette financière. En effet cela nous a imposé un critère de sélection supplémentaire : l'existence préalable d'un engagement bancaire.
 - Indisponibilité des données (coûts exorbitants et délais de négociation longs entre notre école doctorale et les établissements en questions)
2. Une base de données ne fournissant que les PME ayant déjà un engagement bancaire. Pour cela, la base donnée BAM (Bank Al Maghrib) centralisant toutes les Entreprises marocaines ayant déjà un engagement bancaire aurait été la

solution idéale afin de répondre à notre objectif de recherche. Toutefois le caractère confidentiel de ces données et l'impossibilité d'accéder à ces informations nous a empêchés de recourir à cette option.

Confrontés à cet état des faits, et suite à l'indisponibilité d'une base de données, nous avons donc été amenés à constater que cela nous imposait deux contraintes :

1. La méthode d'échantillonnage sera forcément non probabiliste (voir paragraphe ci-dessous)
2. La taille de l'échantillon en sera impactée, car celui-ci devra être construit manuellement (voir 2-2-1- Définition et justification de l'échantillon et de sa taille)

Concernant la justification de la méthode d'échantillonnage, lorsque nous nous sommes intéressés aux conditions qui sous-tendent la construction d'un échantillon dit « scientifiquement valide », nous avons constatés que les échantillons probabilistes étaient ceux qui présentaient les meilleures estimations car permettant de maximiser la possibilité de pouvoir conclure pour toute la population.

« La définition d'échantillon représentatif diffère selon que le plan d'échantillonnage est probabiliste ou non probabiliste :

- *un plan probabiliste fournit un échantillon représentatif dès lors que chaque individu de la population a une probabilité connue et non nulle d'être inclus dans l'échantillon.*
- *un plan non probabiliste fournit un échantillon représentatif si la structure de l'échantillon pour certaines variables clés est similaire à celle de la population cible. Par exemple, on peut vouloir construire un échantillon pour lequel les proportions de catégories d'individus soient similaires dans l'échantillon à celles de la population cible (c'est le principe de la méthode dite des quotas). »³⁴⁷*

« Il faut admettre que le choix d'un échantillon aléatoire pose un problème réel ; par ailleurs la théorie de l'échantillonnage est un modèle dont il n'est pas toujours possible de satisfaire toutes les exigences. Mais il ne faut pas en conclure pour autant que ce modèle peut être ignoré. »³⁴⁸

« On dit qu'un plan de sondage est représentatif ... lorsque, pour la méthode d'échantillonnage choisie, l'estimateur estime parfaitement bien (c'est-à-dire avec un biais nul et une variance nulle) l'expression donnée en question. Ce terme ne s'applique pas de façon satisfaisante à un échantillon. »³⁴⁹

³⁴⁷ Vaillant J. (2005), « Initiation à la théorie de l'échantillonnage », Web. (lien électronique : http://econometrie.ish-lyon.cnrs.fr/IMG/pdf/Initiation_theo_echantillonnage_-_J_Vaillant.pdf dernière consultation du 02/12/2014)

³⁴⁸ Djavid Ajar, Clément Dassa et Hélène Gougeon (1983) : « L'échantillonnage et le problème de la validité externe de la recherche en éducation ». Revue des sciences de l'éducation, Volume 9, numéro 1, 1983, p. 3-21

³⁴⁹ Ardilly P. (2006), « Les techniques de sondage », Edition TECHNIP.

« Un échantillon n'est jamais représentatif "en soi", il est représentatif par rapport à certaines variables»³⁵⁰

Ceci dit, après identification au niveau de la population mère de certaines caractéristiques (que nous citerons ci-dessous, voir techniques d'échantillonnage) et que nous avons considérées comme critères de répartition significatifs, nous avons tenté de construire l'échantillon le plus représentatif possible sur la base de la méthode d'échantillonnage empirique³⁵¹ (non probabiliste).

« Cette catégorie comprend toutes les méthodes d'échantillonnage où aucune probabilité de sélection n'est assignée aux éléments de la population. Il en découle que les inférences établies à partir des résultats obtenus relèvent plutôt de l'intuition que d'une démarche objective et scientifique. Parmi ces techniques, citons les échantillonnages accidentel, intentionnel, par expert, par quota, etc. Selon ces méthodes, la détermination d'un échantillon dit «représentatif» dépend fondamentalement de l'accessibilité des éléments échantillonnaux, de l'habileté ou de l'expertise du chercheur. »³⁵²

Il aurait été bien entendu souhaitable, d'opter pour un échantillonnage probabiliste, mais cette démarche aurait été difficile à mettre en pratique dans notre contexte. Nous justifions donc notre recours à un échantillonnage empirique comme suit :

- Nous avons constaté qu'il était très délicat, voire impossible, d'accéder à une base de données offrant une toutes les conditions d'accessibilité et de viabilité ayant trait aux PME marocaines.

D'autant plus que nous ne disposons toujours pas de véritable base de sondage (car toutes les Entreprises et/ou PME ne sont forcément pas fédérées auprès de la CGEM) et encore moins une base de donnée qui recèle uniquement les PME ayant un engagement bancaire, objet de notre recherche). Nous ne pouvons donc pas désigner aléatoirement et avec équiprobabilité les unités de sondage.

- Il s'agit de la méthode qui nous est apparue la plus appropriée compte tenu des contraintes (indisponibilité de l'information)
- Notre choix a aussi été quelque peu conforté par l'idée que les techniques non probabilistes étaient souvent les plus utilisées. En effet, une étude réalisée par Ajar, Dassa et Gourgeon sur un échantillon de 104 thèses dans le but d'estimer la proportion de thèses utilisant des techniques

³⁵⁰ Sautory O. (2010), « Journée d'études sur la représentativité », ENS Paris.

³⁵¹ On dit qu'un échantillon est constitué selon une méthode empirique quand on ne connaît pas à priori la probabilité de chaque individu de la population concernée d'appartenir à l'échantillon

³⁵² Djavid Ajar, Clément Dassa et Hélène Gougeon (1983) : « L'échantillonnage et le problème de la validité externe de la recherche en éducation ». Revue des sciences de l'éducation, Volume 9, numéro 1, 1983, p. 3-21

probabilistes et non probabilistes a fait ressortir comme résultat que 74% de celles-ci avaient opté pour des techniques d'échantillonnage empirique, car ne disposant « pas toujours des ressources nécessaires à la détermination d'un échantillon selon les techniques probabilistes ».

En clair, voilà pourquoi nous avons opté pour un échantillon non probabiliste. De plus, signalons que celui-ci a été constitué par la méthode des quotas qui est l'une des formes les plus communes d'échantillonnage empirique et une méthode fondée sur la sélection des unités d'échantillonnage jusqu'à ce qu'un nombre précis de quotas pour les sous-populations ait été sélectionné.

L'avantage de cette méthode de sélection est qu'elle nous permettra d'effectuer nos analyses non seulement au niveau de l'échantillon global de PME mais également par secteurs d'activités, lesquels ont été représentés dans le respect des quotas que l'on retrouve au niveau de la population mère.

En substance, l'échantillon que nous avons donc obtenu a donc été constitué de manière rationnelle et le choix des individus a été basé sur des critères à la fois pratiques et permettant de respecter les caractéristiques descriptives de la population étudiée (quotas). Ceci étant dit, nous devons rappeler que :

- L'on ne peut invoquer aucune marge d'erreur ou tests sur la valeur significative ou statistique des écarts (car l'échantillonnage est empirique)
- Nous tenons compte dès à présent des limites statistiques éventuellement imposées par des données tirées d'un échantillon non probabiliste, ainsi que des limites quant à l'extrapolation des résultats à la population cible (soit l'inférence statistique ou encore le critère de validité externe). Raison pour laquelle les observations que nous pourrions faire à partir des résultats qui seront présentés par la suite seront interprétées avec prudence, même si en théorie, un échantillon non probabiliste peut toujours être représentatif de la population, il est toutefois très difficile de l'évaluer
- Nous supposons que la distribution des caractéristiques à l'intérieur de la population cible étudiée est égale.
- Les inférences statistiques seront basées sur des déductions logiques par opposition aux méthodes probabilistes qui établissent les inférences à partir d'une interprétation purement statistique des résultats, de ce fait la validité des inférences n'est pas parfaitement vérifiable

1-2-1- Définition et justification de l'échantillon et de sa taille :

Dans les sciences humaines, la constitution d'un échantillon a pour but de désigner un certain nombre d'individus sélectionnés à partir d'une population mère de manière à la représenter de la manière la plus fidèle possible. La question qui se pose alors à propos de tout échantillon est celle de sa représentativité, car il existe toujours une incertitude. Signalons concernant notre échantillon que :

- Nous avons choisi de cibler une taille suffisante pour espérer une représentativité correcte tout en étant réalisable d'un point de vue pragmatique. Nous nous sommes donc arrêtés à un échantillon d'une taille de 60 PME répondant aux critères d'acceptabilité. La taille choisie repose notamment sur la variabilité des caractéristiques que l'on mesure.
- Les unités de sondage retenues sont les PME ayant déjà un engagement bancaire depuis 2009 au moins (pour obtenir une période d'observation sur cinq exercices).
- Les données ont été collectées manuellement à partir d'une « base de données » physique d'un organisme bancaire³⁵³ de la place. Cette « base de données » est constituée de dossiers physiques contenant tout l'historique, la signalétique et les Etats de synthèse des Entreprises ayant un engagement auprès de cet établissement.
L'avantage de cette base de données est qu'elle nous a permis de sélectionner avec beaucoup plus de facilité les PME ayant déjà un engagement bancaire³⁵⁴, critère primordial afin de répondre à notre objectif de recherche.

Toutefois, il pourrait nous être reproché deux choses :

1. Une taille d'échantillon d'apparence insuffisante, ceci dit :

1.1. Signalons que la taille dépend principalement du nombre de variables du modèle et/ou du nombre de relations émanant du construit de ce modèle. En effet, l'estimation par la méthode des moindres carrés (notre modèle de régression linéaire a été estimé par le moyen de la méthode des moindres carrés) peut être réalisée sur de petits échantillons³⁵⁵.

³⁵³ Nous n'avons pu accéder à cette base de données physique que du fait de l'exercice d'une activité professionnelle auprès de cette banque et après autorisation de la part des personnes responsables.

³⁵⁴ Il convient de préciser, afin de connaître les raisons derrière le choix de cet échantillon, que puisque notre objectif de recherche était de décrire et d'expliquer le comportement de PME envers la dette financière, il faudrait naturellement que cet échantillon soit, tout d'abord, entièrement constitué de PME bénéficiant d'ores et déjà d'engagements. Nous avons donc, de facto, écarté de la population mère puis de notre échantillon toutes les PME n'ayant pas d'engagements.

³⁵⁵ Cette caractéristique est essentielle dans les sciences de gestion, car il est parfois délicat de constituer des échantillons très importants.

Il s'agit d'une méthode bien adaptée aux recherches dans lesquelles les chercheurs ne bénéficient pas toujours d'un échantillon conséquent (Sosik & al, 2009)³⁵⁶. Selon cette méthode, plus le nombre de paramètres à estimer est important, plus la taille d'échantillon devra être conséquente.

Il s'agit alors :

- D'exiger par variable un nombre de 5 observations au minimum, ou encore de 10 sujets³⁵⁷ pour améliorer la représentativité et un idéal de 15 observations par variables. (Roussel & al 2002)³⁵⁸
- De maintenir un ratio nombre d'observations/nombre de variables indépendantes d'au moins 5:1 ou alors de préférence 15:1 afin de garantir la puissance du modèle et permettre la généralisation des résultats (Hair et al., 2005)³⁵⁹
- Bentler et Chou (1987)³⁶⁰ recommandent un ratio minimum de 5:1 entre taille de l'échantillon et nombre de paramètres libres à estimer.

Cela en opposition avec :

- L'approche Lisrel ³⁶¹ pour lesquelles un échantillon minimum de 200 observations est exigé
- La méthode ML (Maximum Likelihood) qui impose d'avoir un minimum de 100/150 observations ou idéalement, 200/300 observations.
- Les méthodes ADF (Asymptotic Distribution Free) qui nécessitent un nombre d'observations d'au moins 1000 sujets.

De ce fait, et compte tenu du nombre de variables explicatives retenues dans notre modèle (sept), le nombre requis d'observations est donc minimalement de 35 et de préférence de 105. Le nombre de cas dans notre échantillon étant de 60, nous obtenons donc un ratio de 7 : 60 ou encore de 8.6 : 1.

³⁵⁶ Sosik, J., Kahai, S., & Piovosio, M. (2009). "Silver Bullet or Voodoo Statistics? A Primer for Using the Partial Least Squares Data Analytic Technique in Group and Organization Research". *Group & Organization Management*, 34(1), 5-36.

³⁵⁷ Chinn a également mis en place des recommandations concernant les règles empiriques à suivre, telles qu'un nombre d'observations égal à 10 fois le nombre de variables à expliquer. (Chin W.W. (1998) "The partial least squares approach to structural equation modeling" In G. A. Marcoulides (Ed.), *Modern methods for business research* (pp. 295-336). Mahwah, NJ: Lawrence Erlbaum.)

³⁵⁸ Roussel, P., Durieu, F., Campoy, E., & El Akremi, A. (2002) « Méthodes d'équations structurelles: recherche et application en gestion ». Paris, Economica. Coll. Gestion.

³⁵⁹ Hair, J., Black, B., Babin, B., Anderson, R. and Tatham, R. (2005) "Multivariate data analysis." *Upper Saddle River, NJ, Pearson*, Prentice Hall Inc.

³⁶⁰ Bentler P. M., Chou C.-P. (1987) "Practical issues in structural modeling". *Sociological Methods & Research*, 16, 78-117

³⁶¹ Il s'agit d'une approche développée par Jöreskog en 1970 et fondée sur l'analyse de la structure de la covariance. Cette méthode à la « modélisation dure » est souvent opposée à l'approche PLS (Partial Least Squares) aussi dite à la « modélisation douce ».

Rappelons toutefois que nombre de travaux en la matière sont réalisés en mobilisés des échantillons plutôt conséquents, dont notamment :

- Myers (1984)³⁶² : Explication de la structure financière par le moyen de la théorie du financement hiérarchique (POT) sur un échantillon de 871 PME industrielles faisant ressortir une préférence avérée pour le financement interne.
- Colombo (2001)³⁶³ : Explication de la dette à court terme auprès d'un échantillon de 1100 Entreprises en effectuant une Régression sur données de panel. Les résultats ont permis d'infirmer la POT et de confirmer la théorie du signal
- Weill (2001)³⁶⁴ : fait ressortir les déterminants de la dette sur un échantillon de 1800 Entreprises manufacturière (PME et GE) entre 1996 et 1997. La méthode utilisée est la régression sur données de Panel

Mais il ne serait pas vain de citer par ailleurs d'autres travaux de recherches privilégiant de plus petits échantillons et nous réconfortant dans notre démarche. Nous citons notamment :

- Voulgaris et Al (2004) : L'objectif de ce travail de recherche était d'expliquer l'endettement financier à la lumière de 25 ratios de solvabilité, rentabilité performance managériale, et de croissance sur un sous échantillons de 143 PME Grecques en utilisant la méthode des Moindres carrés ordinaires
- Graham et Harvey (2001)³⁶⁵ : Explication de la politique d'endettement en administrant un questionnaire de 15 questions auprès d'un échantillon aléatoire de 392 Entreprises (PME et GE) en 1999 avec un taux de réponse de 9%
- Nékhili (1999)³⁶⁶ : Explication de l'endettement en effectuant une Régression à trois équations (trois variables à expliquer : Dettes financières / Total Bilan ; Dettes court terme / Total Bilan ; Dettes obligataires / Total Bilan) sur un échantillon de 84 entreprises entre 1979 et 1987

³⁶² Myers, S.C., 1984, 'The Capital Structure Puzzle', *The Journal of Finance*, 39 (3), pp. 575-592.

³⁶³ COLOMBO. E (2001), "Determinants of corporate capital structure: Evidence from Hungarian Firms", *Applied Economics*, Volume 33, Issue 13, Pg 1689- 1701.

³⁶⁴ WEILL. L (2001), "Determinants of Leverage and Access to Credit: Evidence on Western and Easter Europe Countries", *Acte de Communication, Journées Internationales d'Economie Monétaire et Bancaire*, 6- 7 Juin.

³⁶⁵ John R. Graham, Campbell R. Harvey (2001), "The theory and practice of corporate finance: evidence from the field" *Journal of Financial Economics* 60 (2001) 187-243

³⁶⁶ NEKHILI. M (1999), "Le choix du type et de la maturité de la dette par les firmes françaises", *Revue Finance, contrôle, stratégie*, Volume 2, Numéro 3, Pg 179-206

- McMahon et Al (1996)³⁶⁷ : Expliquer les pratiques financières des petites entreprises en réalisant une étude quantitative par administration de questionnaires complétée par des entretiens semi directifs auprès d'un échantillon de 53 petites Entreprises avec un taux de réponse de 57% (30 réponses)
- Keasey McGuinness (1992)³⁶⁸ : Expliquer la capitalisation boursière en mobilisant la théorie du signal. L'étude a consisté à effectuer une Régression sur données de panel (par le moyen de la méthode de la moyenne des carrés ordinaires MCO) sur un échantillon de 199 Entreprises Anglaises

Nous déduisons donc que la notion de « petit échantillon » est une notion relative et à nuancer et que les tendances visant à opposer petits contre gros échantillons ne peuvent se faire sans la prise en compte de nombre d'autres facteurs (impossibilité pratique de disposer d'une base de données, nombre de variables à expliquer, choix de la méthode statistique...).

« Pour analyser les résultats obtenus sur petit échantillons et en tirer des conclusions valables, il est nécessaire d'utiliser largement les techniques de l'analyse statistique. Or il se trouve que ces techniques ont été particulièrement développées pour les petits échantillons...D'autres ont trait à la notion de corrélation. Elles utilisent divers coefficients de corrélation paramétriques et non paramétriques. On peut y assimiler la technique d'ajustement selon la méthode des moindres carrés et les calculs des coefficients de régression et de corrélation partiels et multiples (...) Les petites enquêtes peuvent répondre d'une manière très efficace à beaucoup de problèmes, surtout lorsque ceux-ci sont clairement posés. Les techniques d'analyses existent qui permettent de tirer des conclusions qui ne soient pas hasardeuses »³⁶⁹

1.2. On pourrait aussi reprocher qu'un échantillon de 60 soit insuffisant dans l'absolu, ce qui n'est pas faux dans le cas d'une base de données préexistante où le travail du chercheur se limitera à la collecte des informations déjà saisies et traitées.

Ceci étant dit, constituer manuellement un échantillon de 60 PME (ce qui a été notre cas) revient à :

- Sélectionner physiquement les dossiers individuels de chaque Entreprise
- Retranscrire les informations relatives aux Etats de synthèse pour chacune des 60 Entreprises sélectionnées, et ce pour chacun des cinq exercices observés

³⁶⁷ LeCORNU. M.R, McMAHON. R, FORSAITH. D, STANGER. A (1996), "The Small Enterprise Financial Objective Function", *Journal of Small Business Management*, Volume 34, Issue, PP 1- 14.

³⁶⁸ KEASEY. K, MC GUINNESS. P (1992), "An empirical investigations of the role of signaling in the valuation of seasoned equity issues", *Accounting and Business Research*, Volume 122, Issue 86, Spring, Pg133-142, 10pg.

³⁶⁹ Lucien Boucharenc (1962) « Playdoyer pour les enquêtes sur petits échantillons ». Les Cahiers de la publicité , volume 3, numéro 3. P:78

- Les dépouiller puis les traiter par le biais des outils statistiques appropriés (statistiques descriptives et modèle de régression linéaire).

Au final, il aura fallu beaucoup de patience au vu de la difficulté pratique de la chose, du temps et de l'effort que cette partie a nécessité pour aboutir au final à un échantillon de 60 unités. Par ailleurs, il nous est apparu que la taille de l'échantillon était finalement un souci récurrent pour de nombreuses recherches quantitatives en sciences de gestion. Pour notre cas, ce sont principalement les contraintes et difficultés liées à l'échantillonnage qui nous ont amenés à revoir à la baisse nos ambitions de départ.

(Roussel et Wacheux 2005, p : 255)³⁷⁰ ont d'ailleurs également constaté un décalage entre les recommandations et la pratique dans de nombreuses recherches empiriques concluant que la mise en œuvre des techniques d'échantillonnage (principalement les méthodes d'échantillonnage aléatoires) avec constance était assez rare dans la vraie vie des chercheurs.

2. Le fait d'avoir puisé dans les informations relatives à un seul organisme bancaire et non deux organismes ou plus. Nous sommes effectivement conscients que cela peut éventuellement conduire à un biais. Toutefois, il convient de rappeler que :

- Le fait d'accéder à une autre base de données aurait tout simplement été impossible étant donné le caractère confidentiel de ces informations.
- Le fait qu'au fur et à mesure de la collecte, nous nous sommes rendu compte, à partir des signalétiques obtenues, que les PME collectées avaient des engagements diversifiés partagés entre la plupart des banques de la place³⁷¹. En effet, notre échantillon au moment de la finalisation a effectivement été constitué à hauteur de :
 - 85% de PME (soit 51 PME) ayant des engagements auprès d'au moins³⁷² deux organismes de Crédit (soit seulement 15% de PME ayant des engagements uniquement auprès de l'organisme de Crédit choisi)
 - 63.3% de PME (soit 38 PME) ayant des engagements auprès de trois organismes de Crédit.

³⁷⁰ Roussel.P et Wacheux.F (2005) : « Management des ressources humaines : méthodes de recherche en sciences humaines et sociales », *de boeck*.

³⁷¹ Il s'agit d'une politique qui confère une certaine aisance aux Entreprises, car cela leur permet de négocier les conditions d'utilisation même si les lignes octroyées ne sont pas toujours utilisées

³⁷² Nous n'avons pas ajouté comme critère de sélection le fait d'être client auprès d'au moins deux organismes bancaires, car cela aurait conduit à l'élimination des 15% de PME clientes uniquement auprès de l'établissement bancaire que nous avons choisies. Chose qui aurait quelque peu biaisé l'échantillon final, ceci nous a donc aidé à préserver la meilleure représentativité que nous avons pu nous permettre étant donné les conditions de départ.

- 21.6% de PME (soit 13 PME) ayant des engagements auprès de quatre organismes de Crédit.

Le choix des unités de l'échantillon a été rationné selon les critères ci-dessous (voir techniques d'échantillonnage).

1-2-2- Technique d'échantillonnage :

Nous supposons que la distribution des caractéristiques à l'intérieur de la population cible étudiée est égale, et prenons comme méthode, l'échantillonnage non probabiliste par la méthode des quotas.

Nous admettons que cette méthode n'est pas d'un point de vue statistique la plus sûre, mais elle pourrait présenter, pour nous, de meilleures chances de réussite.

Nous avons choisi d'opérer la sélection de l'échantillon à étudier selon les critères suivants :

1. L'Entreprise est installée au Maroc.
2. Le Chiffre d'Affaires réalisé (pendant au moins deux exercices consécutifs) a été compris entre 10 Millions et 175 Millions DHS (définition de l'ANPME)
3. L'Entreprise bénéficie d'ores et déjà d'un engagement bancaire depuis 2009 au moins
4. Toute PME figurant au niveau de l'échantillon opère dans un secteur d'activité, de façon à ce que cet échantillon respecte au final la répartition des PME par secteurs d'activité au niveau de la population mère (par le moyen des quotas)

1-2-3-Descriptif de l'échantillon :

Notre échantillon non probabiliste a été constitué par la méthode des quotas. Les quotas peuvent être fondés sur les proportions de la population opérant des secteurs d'activité différents. Ces quotas sont les suivants :

Tableau n°24 : Quotas appliqués à l'échantillon

Secteurs	Quotas	Nombre d'unités n	Nombre d'unités n arrondies	Quotas effectifs ³⁷³
PME opérant dans le secteur industriel	31.8%	19.06	19	31.6%
PME opérant dans le secteur commercial	37%	22.2	22	36.6%
PME opérant dans le secteur des services	31.2%	18.71	19	31.6%
Total échantillon	100%	100%	60	100%

Avant de justifier nos quotas, nous présentons ci-après par ordre chronologique trois études statistiques :

1. La direction de la statistique relevant du Haut commissariat au Plan (HCP) lors d'une enquête effectuée en 1998 qui a fait ressortir sur 39.200 PME recensées :
 - Secteur primaire : 1%
 - Secteur secondaire : 27%
 - Secteur tertiaire : 72%
2. Etude³⁷⁴ réalisée par le Ministère de l'économie et des Finances en 2000 :
 - Secteur industriel : « la PME représente près de la moitié répartie comme suit : textile et habillement (35%), chimie et Parachimie (26%), agro-alimentaire (24%), mécanique et la métallurgie (12%), électrique et électronique (3%). »
 - Secteur artisanal : « la PME prédomine encore plus dans la pêche, la sylviculture, l'élevage, et surtout dans les métiers traditionnels à forte valeur ajoutée culturelle et sociale (tapis, produits de terre, métaux, cuir, couture traditionnelle, etc.). »
 - Secteur du commerce : constitué dans presque son intégralité de PME.

³⁷³ Il s'agit des pourcentages nous donnant la répartition sectorielle la plus proche de la réalité tout en obtenant des chiffres ronds.

³⁷⁴ Ministère de l'économie et des Finances (2000) « Les PME au Maroc, éclairages et propositions ». Document de travail n°50.

Les résultats obtenus en 2000 étaient comme suit :

Industrie	
BTP	11%
Electricité et Gaz	0%
Industries manufacturières	15%
Industries extractives	1%
TOTAL	27%
Commerces	
Commerces et réparation	30%
Pêche et aquaculture	1%
Agriculture, chasse et sylviculture	1%
TOTAL	32%
Services	
Transports et communications	3%
Hôtels et restauration	4%
Autres services	10%
Immobilier, locations et services rendus aux Entreprises	22%
Activités financières	2%
TOTAL	41%

Source : Ministère de l'économie et des Finances

3. Une étude réalisée par Inforisk en se basant sur la définition de la charte de la PME (soit les Entreprises réalisant un CA inférieur à 75 Millions DH) a recensé un total de 57.754 PME en 2008 avec une prédominance dans le secteur manufacturier et les commerces.
4. Une étude réalisée par Inforisk en 2010 sur un total de 94.000 PME recensées a fait ressortir ce qui suit :
 - Secteur industriel : 31.8%
 - Secteur commercial : 37%
 - Secteur des services : 31.2%

Cette répartition s'effectue plus exactement comme suit :

Secteurs d'activité	Total
Affaires immobilières	1 262
Autres services (y compris jeunesse et sports)	16 129
Commerce	28 683
Hôtellerie et restauration	4 937
Hygiène	2 145
Intermédiaires et auxiliaires du commerce et de l'industrie	4 730
Matériaux de construction et travaux publics	13 573
Services domestiques	34
Transports et communications	6 109
Bois et ameublements divers	720
Cuir et chaussures	546
Extraction et préparation de minéraux et minerais divers	524
Industrie alimentaire. boissons .tabacs	3 760
Industrie chimique, para chimique et pharmaceutique	946
Papier et carton. imprimerie. presse et édition	1 447
Pêche	151
Pétrole et carburant combustibles minéraux solides	50
Textiles et confections	3 188
Transformation de métaux	5 186
TOTAL	94 120

Industrie	Total	%
Matériaux de construction et travaux publics	13 573	14,4%
Bois et ameublements divers	720	0,8%
Cuir et chaussures	546	0,6%
Extraction et préparation de minéraux et minerais divers	524	0,6%
Industrie alimentaire boissons tabacs	3 760	4,0%
Industrie chimique Para chimique et pharmaceutique	946	1,0%
Papier et carton. imprimerie. presse et édition	1 447	1,5%
Pétrole et carburant combustibles minéraux solides	50	0,1%
Textiles et confections	3 188	3,4%
Transformation de métaux	5 186	5,5%
TOTAL	29 940	31,8%

Commerces	Total	%
Affaires immobilières	1 262	1,3%
Commerce	28 683	30,5%
Intermédiaires et auxiliaires du commerce et de l'industrie	4 730	5,0%
Pêche	151	0,2%
TOTAL	34 826	37,0%

Services	Total	%
Autres services (y compris jeunesse et sports)	16 129	17,1%
Hôtellerie et restauration	4 937	5,2%
Hygiène	2 145	2,3%
Services domestiques	34	0,0%
Transports et communications	6 109	6,5%
TOTAL	29 354	31,2%

Source : Inforisk/OMPIC

Nous nous sommes basés sur cette enquête réalisée par Inforisk en 2010 pour la détermination de nos quotas. Cette enquête a le mérite d'être l'une des plus récentes tout en étant celle qui nous permettra de cerner au mieux la répartition sectorielle des PME de notre échantillon au moment où nous l'analysons.

En effet, l'horizon temporel que nous avons pris pour cadre d'analyse est de 2009-2013.

Les caractéristiques de notre échantillon ressortent comme suit :

Tableau n°25 : Répartition de l'échantillon par activité, actionnariat et par taille

<u>Activité</u>		<u>Actionnariat</u>		<u>Taille</u>	
Industrielle (31.6%) - BTP - Chimie - Equipements électroniques et électriques - Mines - Sylviculture et papier - Télécommunication - Textile - Industrie légère - Agroalimentaire	19 2 2 2 1 3 1 4 2 2	Actionnaire majoritaire Personne physique	26 (43.3%)	Entre 10 et 50 Millions DHS	35 (58.3%)
Services (31.6%) - Enseignement supérieur - Assurances - Santé - Loisirs - Logiciels et services informatiques - Transport - Intérim (services divers)	19 1 2 2 3 3 6 2	Actionnaire majoritaire famille	25 (41.6%)	Entre 50 et 100 Millions DHS	18 (30%)
Commerciales (36.6%) - Automobile - Matériel/mobilier de bureau - Fourniture de bureau - Horlogerie/bijoux - Négoce matériaux de construction - Distribution électronique/électrique	22 4 2 6 4 3 3	Groupe	9 (15%)	Entre 100 et 175 Millions DHS	7 (11.6%)
Total	60		60		60

1-2-4-Unité d'analyse de la recherche, constitution et analyse d'une base de données financière :

Rappelons que selon Cavana, Delahaye, and Sekaran (2001)³⁷⁵, l'unité d'analyse doit être clairement définie, délimitée et cohérente avec l'objet de recherche.

Notre base de données financière sera constituée des Bilans, Comptes de Résultats, Etats des Soldes de Gestion (sans oublier les Etats des Informations Complémentaires) qui seront utilisés pour :

- Etablir un diagnostic financier par le moyen de statistiques descriptives
- L'élaboration d'un modèle explicatif sur la base de la saisie, du dépouillement des états de synthèse et de leur traitement (opérationnalisation des variables, mesure des relations entre les variables, régression multiples...).

L'analyse de ces données sera dynamique, en analysant sur une période 5 années (2009-2013) les variables impactant le niveau d'endettement des PME choisies.

Conclusion :

En substance, nous pouvons dire que notre méthodologie de recherche est tout d'abord passée par une première phase qui est une phase de développement conceptuel, théorique et méthodologique.

S'agissant de la conception du protocole expérimental, nous avons choisi de réaliser une étude statistique quantitative où la population mère est constituée de PME, soit des Entreprises réalisant un CA compris entre 10 et 175 millions DH selon la définition de l'ANPME, et qui bénéficient d'ores et déjà d'un engagement bancaire.

Nous avons ensuite opté pour un échantillonnage empirique par la méthode des quotas, puisque nous ne disposons de véritable base de données. Ceci nous a également poussés à fixer la taille de notre échantillon à une taille de soixante PME et une période d'observation de cinq années.

³⁷⁵ Cavana, R. Y., Delahaye, B. L. & Uma Sekaran (2001): "*Applied Business Research: Qualitative and Quantitative*," Australia: John Wiley & Sons.

Section 2 : Présentation des variables explicatives :

Rappelons que l'objectif principal de notre travail de recherche est de connaître les facteurs impactant les niveaux d'endettement chez la PME marocaine. Avant de lister les différentes variables explicatives que nous avons choisies pour expliquer l'endettement, nous proposons de justifier notre choix, tout d'abord, par une petite revue de la littérature.

1- Revue des principaux facteurs explicatifs de l'endettement à partir de la littérature :

Tableau n°26 : Variables explicatives de l'endettement, revue de la littérature

Facteurs	Mesures	Influence positive	Influence négative
Taille	Chiffre d'affaires: Total bilan, Logarithme des ventes (log sales)	Validation Théorique: TOT et théorie de l'agence Validation empirique: Dubois (1985) Titman & Wessels (1988) ³⁷⁶ Rajan & Zingales, (1995) ³⁷⁷ Booth et al (2001) Gaud & Elion, (2002) ³⁷⁸ Huang & Song, (2006) Abimbola (2002) ³⁷⁹	Validation Théorique: POT Validation empirique: Bourdieu & Sedillot (1993) ³⁸⁰ Johnson (1997) ³⁸¹ Carpentier & Suret (1999)

³⁷⁶ Titman and Roberto Wessels (1988), "The determinants of capital structure choice", *Journal of Finance* 43, Pg 1-19.

³⁷⁷ Rajan, G.R. et L. Zingales (1995) « What do we Know About Capital Structure? Some Evidence From International Data », *The Journal of Finance*, 1421-1460.

³⁷⁸ GAUD P. & ELION J. (2002), « Déterminants et dynamique de la structure du capital des Entreprises suisses : une étude empirique », *Cahiers de recherche – HEC Genève*, 12, p. 32.

³⁷⁹ ABIMBOLA A. (2002), "cross-sectional test of pecking order hypothesis against static trade-off theory on UK data", [en ligne], disponible sur World Wide Web: <http://ssrn.com/abstract=302827>, Pg. 1-29.

³⁸⁰ BOURDIEU J. & COLIN-SEDILLOT B. (1993), « Structure du capital et coûts d'information : le cas des Entreprises françaises à la fin des années 80 », *Économie et Statistique*, 268/267, Pg. 87-100

³⁸¹ JOHNSON S.A. (1997), "An empirical analysis of the determinants of corporate debt ownership structure", *European Economic Review*, 44, Pg. 281-304.

Fiscalité	Taux d'imposition effectif	Validation Théorique: TOT Validation empirique: De Jong & Van Dijk (1998) ³⁸²	Validation empirique: Huang & Song, (2006) ³⁸³
Avantages non liés à la dette	Amortissement/ total actif Provisions/total actif: Dépenses R&D/total actif.	-	Validation empirique: De Angelo & Masulis (1980) ³⁸⁴ Abimbola, 2002 Hovakimian <i>et al</i> , 2004
Opportunités de croissance	Croissance annuelle du chiffre d'affaire; Q de Tobin Dépenses en R&D Market-to-book ratio	Validation Théorique: POT et théorie du signal Validation empirique: Shuetrim <i>et al</i> , (1993) ³⁸⁵ Kremp et Stoss, (2001) Abimbola (2002)	Validation Théorique: Théorie de l'agence, TOT Validation empirique: Titman & Wessels (1988) Nekhili (1994) Rajan & Zingales (1995) Johnson (1997) Gaud & Elion, (2002) Hovakimian <i>et al</i> , 2004 , Huang & Song, (2006)
Tangibilité	Actif tangible/actif total	Validation Théorique: TOT et POT Validation empirique: Bourdieu & Sedillo (1993)	

³⁸² DE JONG A. & VAN DIJK R. (1998), "Determinants of leverage and agency problems", *Working Paper, Tilburg University, Center for Economic Research*.

³⁸³ HUANG G. & SONG F.M. (2006), "The determinants of capital structure: Evidence from China", *China Economic Review*, 17, p. 14-36.

³⁸⁴ DE ANGELO H. & MASULIS R. (1980), "Optimal Capital Structure Under Corporate and Personal Taxation", *Journal of Financial Economics*, vol. 8, Pg 3-29

³⁸⁵ SHUETRIM G., LOWE P. & MORLING S. (1993), "The determinants of corporate leverage: a panel data analysis", *Research Discussion Paper*, 9313, Reserve Bank of Australia, Pg 1-52.

		<p>Shuelrim el <i>al</i>, (1993) Biais et <i>al</i>, (1995) Rajan & Zingales, (1995) Bédué (1997) De Jonk & Van Dijk (1998) Gaud & Elion, (2002) Hovakimian et <i>al</i>, (2004) Huang & Song, (2006)</p>	
Rentabilité	<p>EBIT ROE</p> <p>Résultat avant intérêt et impôt / total actif</p>	<p>Validation Théorique :</p> <p>TOT et théorie du signal</p>	<p>Validation Théorique: POT</p> <p>Validation empirique :</p> <p>Dubois (1985) Nekhili (1994) Mulkay & Sassenou (1995)³⁸⁶ Rajan & Zingales (1995) Suret (1999) Booth et <i>al</i>, (2001)</p>
	<p>ROA</p>	<p>Validation Théorique: TOT</p> <p>Validation empirique:</p> <p>Bourdieu & Sédillot (1993) Johnson (1997)</p>	<p>Validation Théorique: POT</p> <p>Validation empirique:</p> <p>Titman & Wessels (1988) Biais et al (1995) Rajan & Zingales (1995) Kremp et Stoss. (2001) Huang & Song, (2006)</p>
		-	<p>Validation empirique : Bourdieu & Collin-Sédillot, (1993)</p>

³⁸⁶ Mulkay B. & Sassenou M. (1995), « La hiérarchie des financements des investissements des PME », *Revue économique*, 46 (2), p. 345-363.

Autofinancement	Degré d'autofinancement		Nekhili (1994) Mulkay & Sassenou (1995)
-----------------	-------------------------	--	--

Source: -Colot O. et Croquet M., Les déterminants de la structure financière des Entreprises Belges. Étude exploratoire basée sur la confrontation entre la théorie de préférences de financement hiérarchisées et la détermination d'un ratio optimal d'endettement, Reflets et perspectives de la vie économique 200712-3, Tome XLVI, p. 177-198

1-1- Impact attendu des variables explicatives :

Tableau n°27 : Impact attendu des variables explicatives selon le modèle théorique de référence³⁸⁷

Auteurs	Taille	Croissance	Impôts	Garanties	Dettes commerciales	Volatilité du profit	rentabilité
Modigliani et Miller (1958)	NS	NS	NS	NS	NS	NS	NS
Modigliani et Miller (1963)			+				
Miller (1977)			NS				
Stiglitz (1969) (Coûts de faillite)	+			+		-	
Myers (1984) Coûts d'accès	-						
Jensen et Meckling (1976) Coûts d'agence		-		+	+		
Ross, Leland et Pyle (1977) Théorie du signalement		+		+	+	-	+
Myers (1977) et Myers et Majluf (1984) Hiérarchie		+				+	-

³⁸⁷ Tableau inspiré des données de Kremp, Stoss et Gerdesmeir (1999) : «Modes de financement des Entreprises allemandes et françaises », BDF et Deutsche Bank

1-2- Revue des principales études françaises sur les facteurs impactant l'endettement :

Tableau n°28 : Synthèse de quelques études françaises sur les facteurs impactant l'endettement³⁸⁸

Auteurs	Var expliquée	Var explicatives	Résultats
Bourdieu, Colin-Sédillot (1993)	1/ Dette totale/ Passif 2/ Dette à LT/ Capitaux permanents	1/Secteur 2/Age 3/Taille 4/Cotation 5/Garantie : immobilisations corporelles / actif 6/Présence d'une institution financière dans l'actionnariat. 7/Investissement : investissement corporel/ valeur ajoutée 8/Rentabilité : excédent brut/ immobilisations corporelles 9/Autofinancement : capacité d'autofinancement valeur ajoutée	Relation positive : taille, garanties, taux d'investissement, présence d'une institution financière Relation négative : cotation
Biais, Hillion et Malécot (1995)³⁸⁹	1/ Dette bancaire/ Actif 2/ Dette commerciale/ Actif 3/ Autres dettes/ Actif	1/Garantie : actifs tangibles/ total du bilan ; dépenses salariales/ revenu d'exploitation ; frais de R&D/ total du bilan 2/Rentabilité : revenu d'exploitation/ total du bilan 3/Impôt: économie	Relation positive : Importance des actifs, dettes commerciales Relation négative : Rentabilité

³⁸⁸ Ressources collectées à partir de : « LA STRUCTURE D'ENDETTEMENT DES PETITES ET MOYENNES ENTREPRISES FRANÇAISES : UNE ETUDE SUR DONNEES DE PANEL » Ydriss Ziane, Université Paris X Nanterre.

³⁸⁹ BIAIS B., HILLION P., MALECOT J.F, (1995) « La structure financière des Entreprises, une investigation empirique sur données françaises », *Economie et Prévisions*, n°4, P : 15-28

		<p>d'impôts non liés à la dette (NDTS)</p> <p>4/Dette commerciale/ total du bilan</p> <p>5/Participations financières/ total du bilan</p> <p>6/Taille et Secteur</p>	
<p>Kremp, Stöss et Gerdesmeier (1999)³⁹⁰</p>	<p>1/Dette CT+LT+commerciale/ total du bilan moins le capital non libéré.</p>	<p>1/Taille</p> <p>2/Croissance : croissance du total du bilan et du CA</p> <p>3/Garantie : (immob. corp. +stocks)/ total du bilan.</p> <p>4/Profit : bénéfice net/ total du bilan</p> <p>5/Risque : différence relative au carré entre le bénéfice net/C.A et le bénéfice moyen de toutes les firmes.</p> <p>6/Coût de financement : dépenses d'intérêt/ dettes financières</p>	<p>Relation positive :</p> <p>Croissance</p> <p>Relation négative :</p> <p>Rentabilité, Coût du financement</p>
<p>Carpentier et Suret (1999)</p>	<p>1/Dette LT/ total bilan</p> <p>2/Dette Fin. CT/ bilan</p> <p>3/Dette Fin. Totale/ bilan</p> <p>4/Dette CT/ bilan</p> <p>5/Dette totale/ bilan</p> <p>6/Capitaux propres/ bilan</p>	<p>1/Rentabilité : moyenne sur 9 années de la rentabilité économique.</p> <p>2/Taille : moyenne sur 9 années</p> <p>3/Croissance : taux de croissance de l'actif total</p> <p>4/Levier : écart entre la dette fin. totale / actif en 1987 et la moyenne sur les 9 années</p> <p>5/BFR : BFR/ chiffre d'affaires</p>	<p>Relation négative :</p> <p>Taille, rentabilité</p> <p>Existence d'un ratio cible</p>

³⁹⁰ KREMP E., E STOSS, D. GERDESMEIER, (1999) «Modes de financement des Entreprises allemandes et françaises », *BDF et Deutsche Bank*

		6/Investissement : Taux d'investissement brut (dépenses de capital/ actif brut)	
Nekhili (1994)	1/Dette bancaire à plus d'un an / actif 2/Dette bancaire à moins d'un an / actif 3/Dette obligataire / actif	1/Garantie : immob. corp. nettes / actif et dépenses de R&D/ C.A et Q de Tobin (valeur de marché des actifs / coût de remplacement) 2/Autofinancement : taux de croissance du taux d'autofinancement 3/Taux d'investissement 4/Taux de rentabilité 5/Crédit interentreprises 6/Taille (2) : +/- 2050 employés 7/Structure de propriété	Relation négative : Rentabilité, dettes commerciales, R&D, autofinancement
Mulkay et Sassenou (1995)	1/Autofinancement 2/Apports d'associés 3/Crédit à long terme 4/Crédit à moyen terme 5/Crédit-bail	1/Caractéristiques structurelles (date de l'enquête, secteur d'activité et taille 2/Rentabilité : opinion des chefs d'Entreprises 3/Trésorerie : idem 4/Perspectives : idem	Relation négative : Rentabilité, autofinancement

2-Variables sélectionnées :

2-1- Mesure et codage des variables :

Tableau n°29 : Variables, codage et mesures

Variable expliquée	Codage	Variable	Mesure
Variables explicatives	END	Levier financier	Endettement net (LT + CT - Disponibilités)/FP
	ROI	Rentabilité (Retour sur investissement)	Résultat Net/ Total Actif
	LQD	Liquidités	(TVP + Cash)/FP
	AUT	Autofinancement	Autofinancement = Fonds propres/Capitaux engagés
	GAR	Garanties	Immobilisations corporelles nettes/ Total Actif
	CA	Taille (CA)	Log(CA)
	CRCM	Crédits commerciaux	Dettes Fournisseur/Endettement global
	INT	Taux d'intérêt	Charges financières/CA

« We believe that our work suggests two lines for future research. On the one hand, it is necessary to strengthen the relationship between theoretical models and empirical specifications of those models. In other words, there is a need that for sharper tests able to identify why some factors "work". On the other hand, a deeper understanding of the effects of institutional differences is necessary. »³⁹¹

³⁹¹ Rajan & Zingales (1995) "What do we know about Capital Structure? Some Evidence from International data", NBER Working Paper. P :1458

2-1-1-Variable dépendante/à expliquer : (Endettement)

Pour expliquer un certain niveau d'endettement, plusieurs mesures peuvent être envisagées tel que cela apparait au niveau de la littérature empirique. Nous citons les mesures choisies par les auteurs suivants :

- Jensen et al. (1992)³⁹² : Dettes à long terme / Total Actifs
- Eckbo et Verma (1994)³⁹³ : Dettes globales/ Valeur comptable des actifs
- Rajan et Zingales (1995) : Dettes financières/ Passif total diminué des dettes fournisseurs
- Kremp et Al. (1999)³⁹⁴ : Dettes financières / Total Bilan
- Suto (2003)³⁹⁵ : Dettes Financière (LT +CT)/ Total Passif
- Ziane (2004)³⁹⁶ : Levier financier (Dettes financières LT + CT / Total Bilan)

D'autres approches visent à distinguer la dette à court terme de la dette à long terme, ce qui permettrait de cerner de façon plus pointue l'impact de certains phénomènes financiers de façon séparée sur les deux variables tels que :

- Voulgaris et Al (2004) : Le levier financier, soit : Dettes / FP ;
DLT/ FP et DCT/ FP
- Holmes et : (Dettes à court terme / Total Bilan),
- Cassar (2003) (Dettes long. terme / Total bilan)

Nous choisissons de considérer le ratio suivant, aussi connu sous le nom de « levier Gearing », soit la somme des dettes financières nettes³⁹⁷ par rapport au total des fonds propres. Le but étant de mesurer le poids de la dette par rapport aux sources de financement propres des PME sélectionnées.

La mesure de la dette retenue est la suivante : Endettement net (Dettes LT + CT - Disponibilités)/ Fonds Propres.

³⁹² JENSEN. M R, SOLBERG. D P, ZORN. T S (1992), "Simultaneous Determination of Insider Ownership, and Dividend policy", *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, Volume 27, Issue 2, June, Pg 247-264

³⁹³ Eckbo, B. and S. Verma, (1994), "Managerial Share ownership, Voting Power, and Cash Dividend Policy," *Journal of Corporate Finance*, 1, Pg 33-62

³⁹⁴ KREMP E., E STOSS, D. GERDESMEIER, (1999) «Modes de financement des Entreprises allemandes et françaises », *BDF et Deutsche Bank*

³⁹⁵ SUTO. M (2003), "Capital structure and Investment behaviour of Malaysian firms in the 1990s: A study of corporate governance before the crisis", *Corporate Governance*, Volume 11, Issue1, January, Pg25-39, 15pg.

³⁹⁶ ZIANE (2004), « La structure d'endettement des PME françaises : une étude sur données de panel », *Revue Internationale des PME*, Volume 17, Numéro 1 (16 pages)

³⁹⁷ Dettes long terme + court terme - disponibilités

2-1-2-Variables explicatives :

2-1-2-1-La rentabilité :

Selon la littérature, la rentabilité et la profitabilité peuvent être appréciées par le moyen de plusieurs méthodes. Dans le cadre de notre étude statistique descriptive, nous les avons mesurées à travers trois variables :

- Marge nette ou marge bénéficiaire : Résultat net / Chiffre d’Affaires (profitabilité)
- Retour sur investissement (ROI) : Résultat net/Total Actif (rentabilité)
- Rentabilité financière (ROE) : Résultat Net/Capitaux Propres (rentabilité)

Ceci dit, la mesure de rentabilité retenue comme variable explicative dans le cadre de notre modèle est le ROI, soit : Résultat Net/Total Actif, mesure permettant d’apprécier le retour sur investissement. Citons par ailleurs les travaux suivants où la rentabilité a été mesurée comme suit:

- Kremp, Stöss et Gerdesmeier (1999) : Bénéfice net/ Total du bilan
- Biais, Hillion et Malécot (1995) : Revenu d’exploitation/ total du bilan
- Dubois (1985)³⁹⁸, Rajan & Zingales (1995), Carpentier et Suret (1999), Booth et al, (2001) : Résultat avant intérêt et impôt / Total actif
- Nekhili (1999) : Bénéfice Net/Valeur de marché des Capitaux Propres
- Voulgaris et Al (2004) : Résultat net/Total Actif

2-1-2-2-La liquidité :

Les liquidités indiquent une disponibilité des ressources internes de toute firme. D’un point de vue comptable, elles constituent la différence entre FDR et BFR, lorsque celle-ci est positive.

Nous avons principalement retenu l’acception présentée par Myers and Majluf (1984) concernant les liquidités comme étant du « financial slack » et qui consiste à prendre en compte les liquidités et les actifs disponibles (« cash and liquid assets »).

Nous mesurerons donc les liquidités par le ratio : (Cash + TVP) / Fonds Propres.

³⁹⁸ DUBOIS. M (1988), “La sous-évaluation des actions lors de leur introduction en bourse : motifs et conséquences ”, *Economie et Société*, Numéro 12.

2-1-2-3-Autofinancement :

Nous citons les mesures suivantes trouvées dans la littérature :

- Bourdieu, Colin-Sédillot (1993) : Capacité d'autofinancement/Valeur ajoutée
- Nekhili (1994) : Taux de croissance du taux d'autofinancement
- Bédué (1997) : marge d'autofinancement
- Ziane (2004) : Capacité d'autofinancement/Valeur ajoutée

La capacité d'autofinancement désigne l'ensemble des ressources internes générées par l'Entreprise dans le cadre de son activité normale et qui devraient permettre de financer:

- Le remboursement des emprunts
- Les investissements de renouvellement et de capacité
- Le versement des dividendes

Celle-ci représente le flux potentiel de trésorerie à la disposition de l'Entreprise. Nous mesurons l'autofinancement de notre échantillon par le ratio : Fonds propres/Financement permanent (Total des capitaux engagés).

2-1-2-4-Variations du CA (taille) :

Les variations de CA, observées sur une certaine période, donnent une certaine visibilité sur l'évolution de l'activité d'une Entreprise et sur les fluctuations de ses cycles économiques (Gilchrist et Gertler, 1994). Une PME faisant l'objet d'un passage à perte ou d'une mauvaise conjoncture économique pourrait donc voir son offre de crédits bancaires diminuée à la faveur d'autres Entreprises peut être plus grandes.

- Dubois (1985) : Total de l'actif comptable
- Carpentier (1997)³⁹⁹ : Log des ventes / moyennes des observations en t
- Bédué (1997) : Effectifs salariés

Nous avons constaté que plusieurs mesures étaient possibles pour appréhender la taille d'une Entreprise. La variable choisie, pour notre part, est la suivante (Log Chiffre d'affaires).

2-1-2-5-Garanties :

Les garanties proposées au moment du montage d'un dossier de crédit peuvent jouer un rôle significatif dans la décision d'octroi de celui-ci. Ce simple fait peut sembler banal, mais il serait toutefois intéressant de voir dans quelles mesures les garanties peuvent jouer en la faveur d'une PME en quête de légitimité.

³⁹⁹ CARPENTIER C (1997) 'Choix de financement dans une optique de ratio-cible', Thèse de doctorat, Université de Lille.

Nous citons les travaux de :

- Bourdieu, Colin-Sédillot (1993) ayant pris pour mesure le ratio suivant : immobilisations corporelles/Total Actif
- Biais, Hillion et Malécot (1995) ayant pris pour mesure : Somme actifs tangibles/Total Bilan
- Bédué et Levy (1997)⁴⁰⁰ ayant pris la mesure suivante : Immobilisations corporelles nettes/ Total Bilan
- Kremp et Stöss (2001) ayant considéré le ratio : Immobilisations corporelles+stocks)/ Total Bilan

Pour la mesure de ce ratio (Gar), nous choisissons, pour notre part, de rapporter la somme des immobilisations corporelles nettes à l'actif total.

2-1-2-6-Crédits commerciaux :

Les délais de paiements accordés par les fournisseurs dans le cadre des relations commerciales sont des facilités, des crédits interentreprises, permettant de soulager la trésorerie, en relais sur les encaissements à recevoir de la clientèle.

Nous citons les mesures suivantes trouvées dans la littérature :

- Biais, Hillion et Malécot (1995) : Dette commerciale/ Total Bilan
- Nekhili (1999) : Dettes fournisseurs/Total Bilan
- Ziane (2004) : Dettes commerciales/Total Bilan

Pour notre part, le crédit fournisseur sera mesuré par le rapport Dettes fournisseurs/ Endettement global.

2-1-2-7-Taux d'intérêts :

L'intérêt de cette variable est de voir si l'alourdissement ou la maîtrise du ratio de service de la dette aboutit de façon systématique à plus de chances d'accéder au financement par dettes.

Bien que la mesure la plus conventionnelle pour estimer la couverture des charges financières soit celle rapportant ces dernières à l'Excédent Brut d'Exploitation⁴⁰¹ (soit le Résultat avant Impôts et charges financières) notre choix a porté sur le ratio dynamique suivant : Charges d'intérêt/Chiffre d'Affaires⁴⁰².

⁴⁰⁰ BEDUE A. et LEVY N. (1997) « Relation Banque- Entreprise et coût du crédit », Revue d'Economie Financière, n° 39, pp. 124-141.

⁴⁰¹ Car celui-ci permet de mesurer clairement la richesse de l'Entreprise hors charges fiscales et subsides éventuels.

⁴⁰² Ce ratio est également le plus couramment utilisé par les banquiers/homme du terrain et est considéré comme étant correct entre 2.5% et 3%.

En effet, ce ratio peut également s'avérer utile pour déterminer le poids des frais financiers. Nous justifions ce choix par les éléments ci-après :

Les charges financières sont une fonction des financements d'exploitation et d'investissement octroyés aux Entreprises, lesquels dépendent à leur tour du niveau d'activité⁴⁰³. Dans cette optique, rapporter les charges financières à l'EBE ne peut toujours être significatif dans la mesure où celui-ci dépend du poids des autres charges d'exploitation.

Cela implique qu'un EBE insuffisant pour couvrir les charges financières ne veut pas forcément dire que ces dernières (charges financières) sont excessives mais que les charges d'exploitation (avant EBE) ne sont peut être pas maîtrisées⁴⁰⁴ ou que l'Entreprise souffre d'un problème de gestion.

Conclusion :

Après la présentation de la méthodologie de l'étude, nous avons procédé, lors de cette deuxième section, à une revue des principaux travaux empiriques en la matière, afin d'en faire ressortir les variables explicatives les plus récurrentes. Nous avons, suite à cela, sélectionné celles que nous incorporerons à notre modèle.

Après justification et choix des mesures appropriées, les variables sélectionnées sont comme suit : rentabilité, liquidités, autofinancement, garanties, taille de la PME, Crédits commerciaux et taux d'intérêt.

Concernant l'instrument de recherche pour lequel nous avons opté pour la réalisation de notre étude empirique, il convient de rappeler que nous avons deux objectifs de recherche: un objectif de description et un deuxième d'explication. Les résultats seront donc présentés en deux temps:

- Un diagnostic financier de l'échantillon en étudiant ses caractéristiques financières principales
- Un modèle de régression linéaire multiple nous permettant d'évaluer la fiabilité des relations théoriques présumées par la méthode des moindres carrés

Ces éléments seront abordés lors de notre troisième chapitre.

⁴⁰³ Car plus le niveau d'activité est important, plus les besoins d'exploitation et de financement le sont aussi.

⁴⁰⁴ A titre d'exemple, une Entreprise qui dégage un EBE de 1.000 Dhs et supporte des charges financières de 2.000 Dhs avec un CA de 100.000 Dhs pourrait ressortir déficitaire sans pour autant pouvoir dire que les frais bancaires sont lourds ou excessifs. Nous avons donc choisis de rapporter les charges financières au Chiffre d'Affaires car c'est le niveau d'activité qui semble être le plus à même de conditionner le niveau d'endettement et donc le poids des frais bancaires.

Chapitre 3 : Présentation et estimation du modèle empirique

Section 1 : Présentation des Résultats (statistiques descriptives)

Tableau n°30 : statistiques descriptives (2009-2013)

	Moyenne	Médiane	Min	Max	Ecart type
Chiffres d'affaires	52 065	43 066	0	405 560	41 875
Taux de Variat° du CA	0,57	0,182	-0,783	12,24	1,882
Charges fin/CA	0,027	0,021	0,000	0,310	0,033
Charges fin/EBE	0,335	0,270	-5,576	20,25	1.375
Résultat net/Total Actif	0,026	0,021	-0,395	0,200	0,056
Résultat net/ Chiffres d'affaires	0,020	0,021	-1,520	0,242	0,106
Résultat net/ Fonds Propres	0,102	0,094	-4,199	4,088	0,438
CAF	3 193	1 967	-20 987	24 575	4 638
CAF/total Passif	0,060	0,046	-0,337	0,308	0,071
CAF/Fonds Propres	0,251	0,186	-1,025	4,372	0,359
CAF/ Chiffres d'affaires	0,064	0,049	-1,296	0,459	0,112
DT LT / CAF	-1.406	0,596	-29.625	56,522	5,565
Fonds propres/Passif	0,281	0,254	0,071	0,833	0,153
FP/Fin permanent	0,787	0,892	-5,977	1,251	0,450
Imb Corp nettes/ total actif	0,188	0,131	0,002	0,920	0,176
Imb Corp nettes/FP	0,887	0,579	-12,948	39,874	2,556
Taux de Var de l'actif	0,679	0,250	-0,440	6,856	1,405
Dettes CT/End global	0,216	0,207	0,000	0,795	0,161
Dettes exp°/End global	0,674	0,664	0,134	1,000	0,207
Dettes Frns/End global	0,416	0,421	0,019	0,940	0,194
Dettes Frns/ FP	2,03	1,12	-5,31	90,57	5,62
Dettes Frns/Total Passif	0,303	0,299	0,011	0,784	0,159
Dettes CT/End global	0,216	0,207	0,000	0,795	0,161
Dettes CT/total Passif	0,157	0,153	0,000	0,618	0,121
Dettes LT/End global	0,110	0,046	0,000	0,787	0,153
Dettes LT/ FP	0,504	0,119	-1,167	40,294	2,402
Dettes LT/Total Passif	0,077	0,029	0,000	0,662	0,106
Liquidités/total actif	0,039	0,012	0,000	0,753	0,082
Liquidités/ FP	0,19	0,05	-0,02	4,54	0,45
Endettement net/ FP	1,365	0,683	-7,607	63,471	4,682

1-Présentation de l'échantillon :

Les descriptions effectuées ci-dessous comprennent les éléments que nous avons jugés les plus probants pour la compréhension de notre étude et l'interprétation des résultats. Le traitement de nos données (cf. figures 8, 9, 10, 11 et 12) fait ressortir les principaux traits caractéristiques obtenus.

Le profil type des PME de notre échantillon peut être dressé comme suit :

- SARL (58%)
- Détenue majoritairement par une personne physique (43%) ou par une seule et même famille (42%), ce qui pourrait confirmer le particularisme de l'Entreprise familiale marocaine généralement réticente à l'ouverture du capital et à la dilution des droits de vote.
- Dirigée dans 87% des cas soit par le propriétaire ou l'un des propriétaires. Cette caractéristique pourrait également refléter un comportement d'enracinement propre aux structures familiales.
- Société commerciale (37%)
- Réalisant un CA entre 10 et 50 Million DH (58%)
- Agée en moyenne de 22 ans (valeur médiane de 18 ans). La PME la plus âgée ayant 106 années d'existence et la plus jeune, une année.
- Dont l'activité évolue favorablement avec une moyenne annuelle d'augmentation de 6.5%.
- Entreprise dont les ressources employées sont en moyenne à 71.8% constituées de dettes (à long terme, à court terme et dettes d'exploitation)

Notons également que :

- 27% de ces PME sont entièrement financées par Fonds propres
- 63% sont peu ou moyennement endettées (capitaux propres supérieurs aux dettes). (Il se trouve que ce schéma de réflexion sied à l'entrepreneur que l'on veut prudent et rationnel ou alors qui dispose des capitaux nécessaires et suffisants).
- 10% peuvent être considérées comme étant sinistrées ou surendettées.

2- Signalétique des PME de l'échantillon :

Figure n° 10 : PME de l'échantillon selon la structure du capital

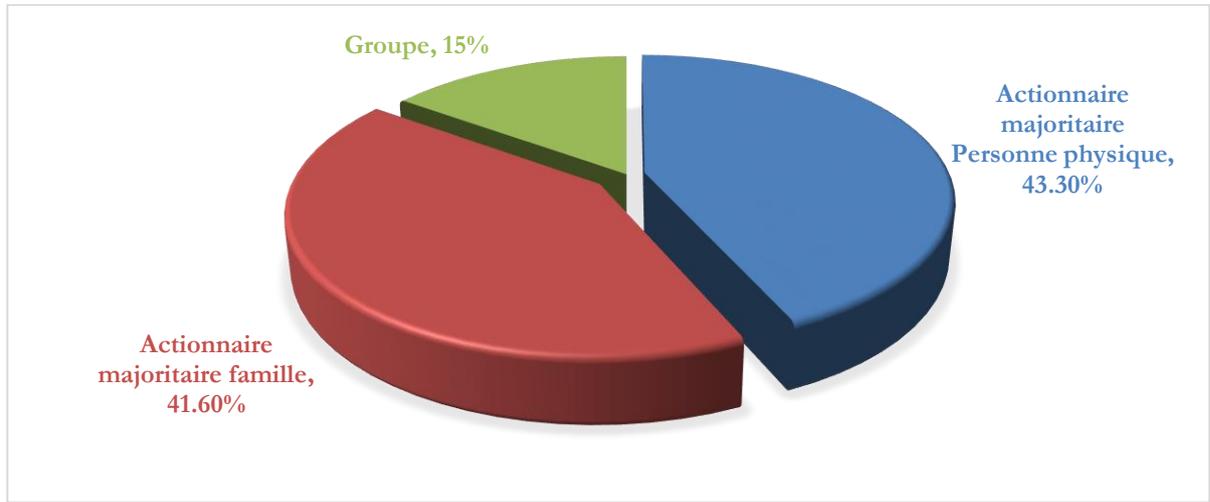


Figure n° 11 : PME de l'échantillon selon la forme juridique

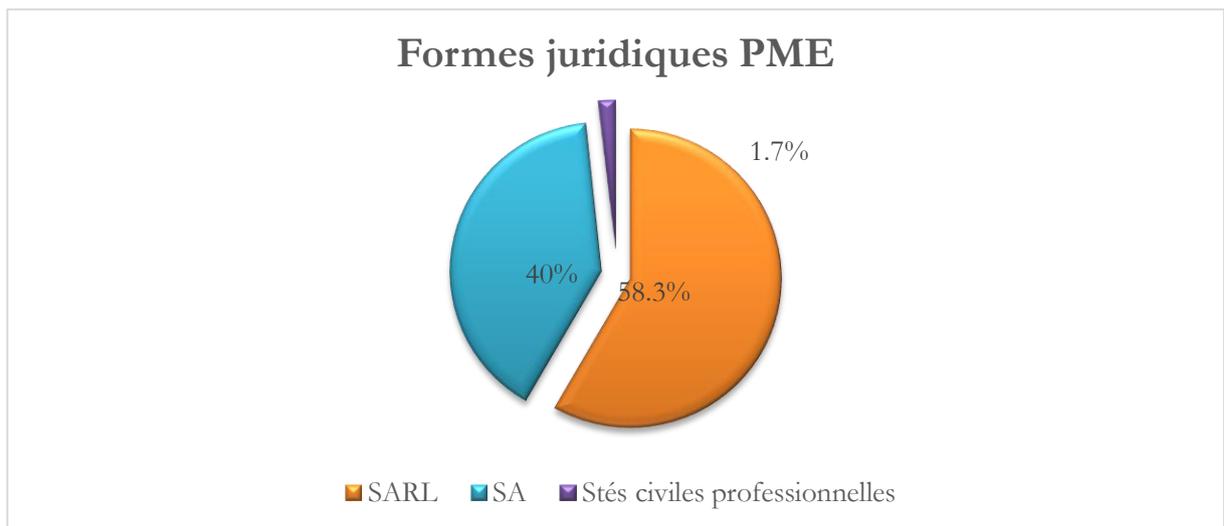


Figure n° 12 : PME de l'échantillon par secteur d'activité

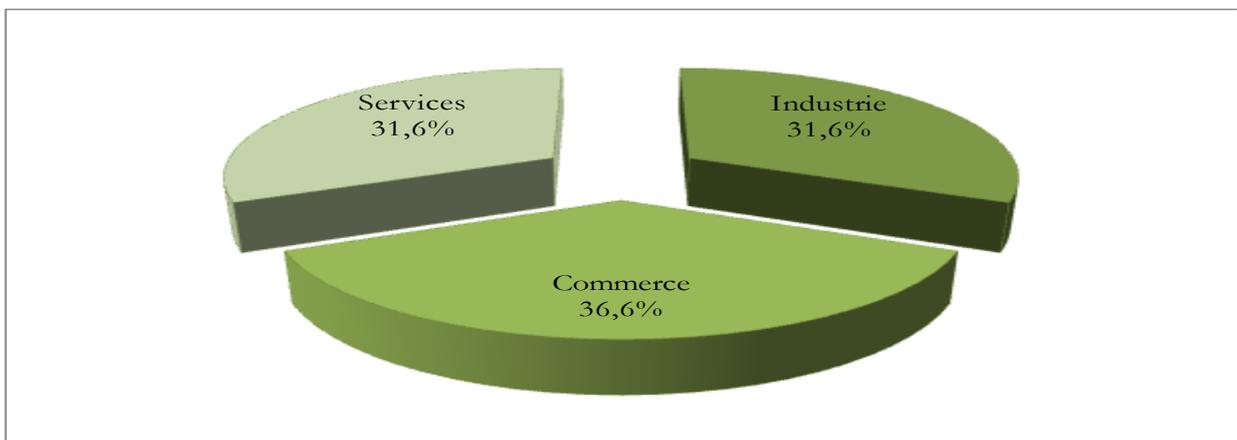
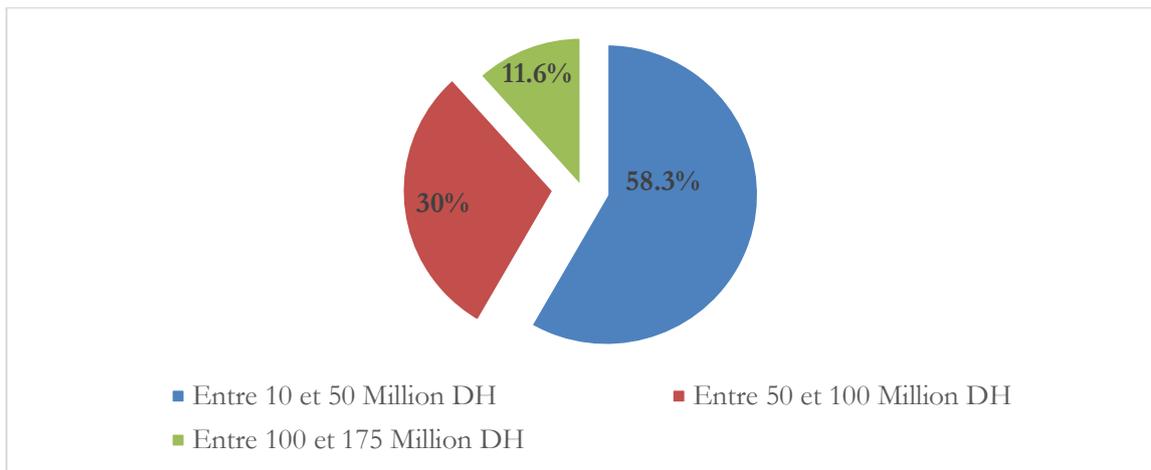


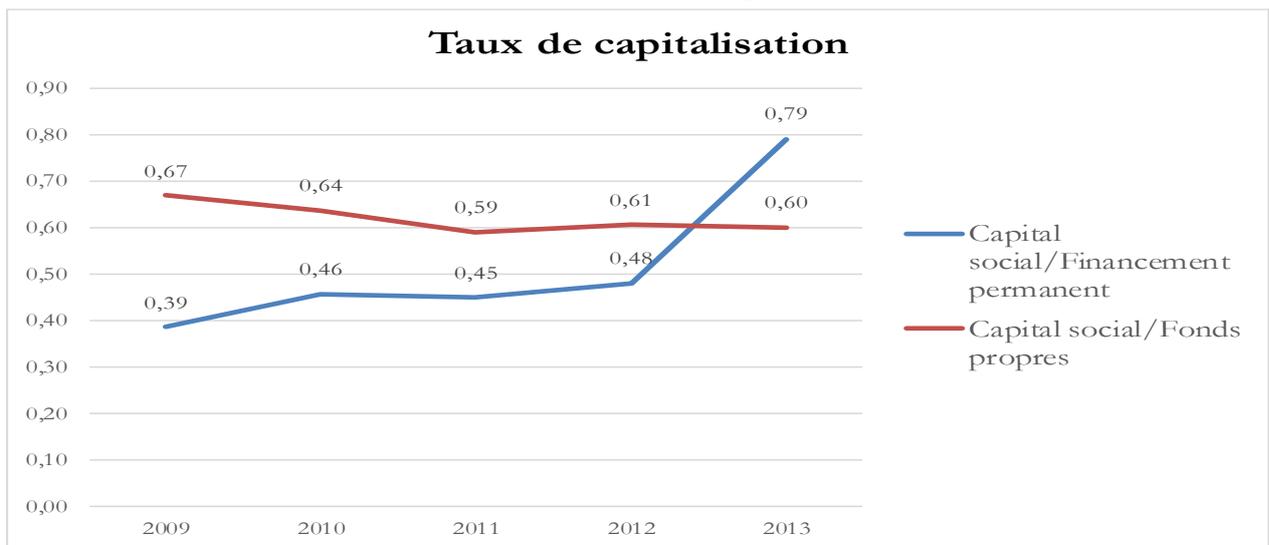
Figure n° 13: PME de l'échantillon par niveau d'activité



3- Fondamentaux bilanciers :

3-1-Capital social :

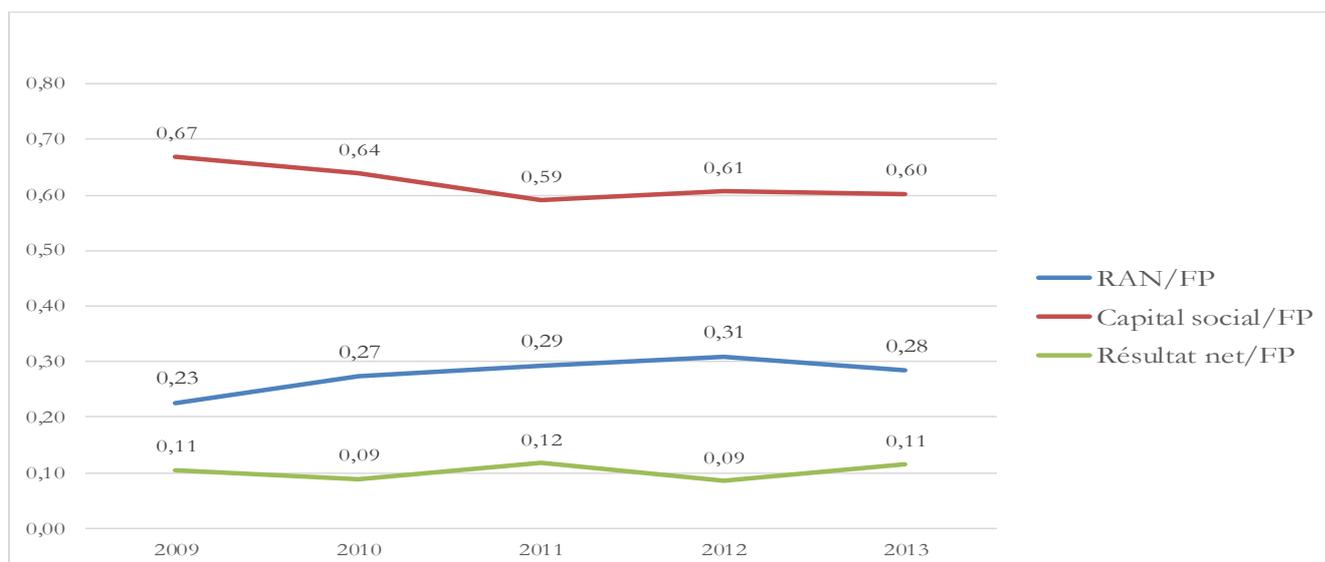
Figure n°14 : Taux de capitalisation



- Le taux de capitalisation (capital social/financement permanent) est en moyenne sur l'échantillon de 51.3% avec comme valeur médiane 39.2% et pour écart type 1.063. Nous notons donc un effort de capitalisation considérable et en trend haussier sur la période. Ceci permet donc de nuancer les choses et nous pousse à nous poser plus de question sur la « prétendue sous-capitalisation » dont souffriraient les PME marocaines.
- Nous remarquons que le ratio capital social/Financement permanent a connu une hausse notable sur la période observée (de 39% à 79% des FP). Nous nous posons donc deux questions :

1. Quelle est l'origine de cette capitalisation ? S'agit-il d'apports par argent frais ou d'augmentations de capital par incorporation de réserves ?
 2. Cette évolution favorable s'est-elle faite au détriment d'un recours à l'endettement ? ou encore parallèlement à une baisse de l'endettement à terme ? Nous aurons la réponse en observant l'évolution du levier financier
- Le ratio capital social/Fonds propres connaît un très léger recul. Peut-être cela a-t-il eu lieu à la faveur d'une hausse des reports à nouveau. C'est ce que l'on remarque effectivement au niveau de la figure 15 :
 1. Recul du ratio Capital social/FP
 2. Augmentation de la part des Reports à nouveau dans les Fonds propres
 3. Croissance erratique de la rentabilité financière

Figure n°15 : Evolution des différents postes des Capitaux Propres



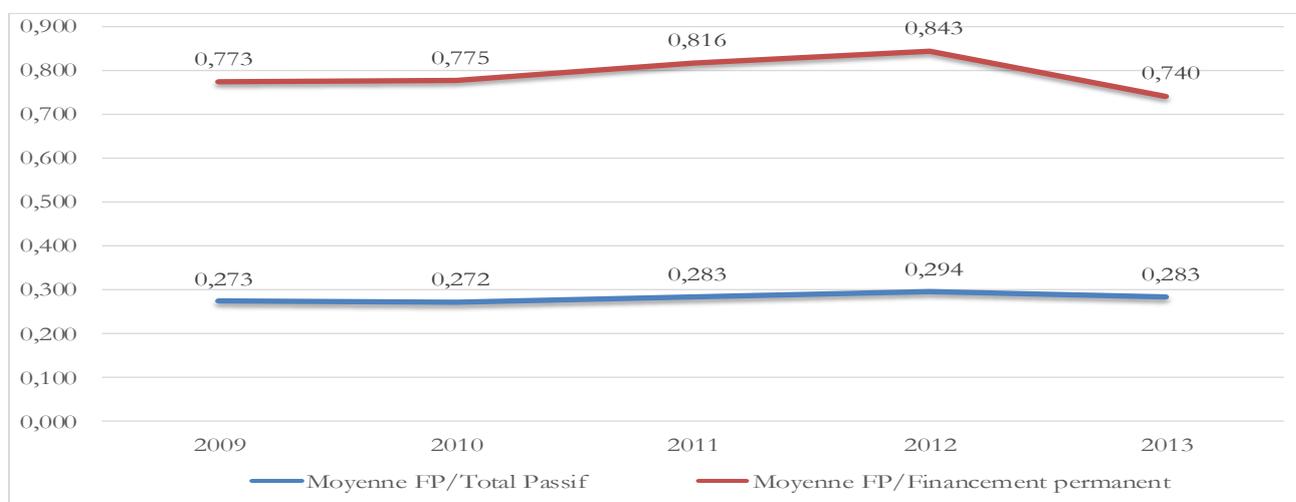
- Concernant la décomposition des fonds propres, ceux-ci sont majoritairement constitués du capital social, suivi des bénéfices maintenus dans l'affaire. Les premiers ressortent toutefois en baisse alors que les reports à nouveaux (bénéfices maintenus) suivent un trend haussier.
- Peut-être cela pourrait-il refléter un effort de la part des PME dans le cadre des conditions imposées par l'appareil bancaire, notamment en ce qui concerne le respect des covenants (ratios de solvabilité et d'autonomie financière).
- Celles-ci semblent en effet, généralement observer le maintien des bénéfices.

3-2-Fonds propres :

Les Fonds propres représentent :

- En moyenne 28.1% du total passif, avec comme valeur médiane 25% et pour écart type 15.3%.
- En moyenne 79% du financement permanent, avec une valeur médiane de 89.3% et un écart type de 0.447

Figure n°16: Autofinancement (FP/Total Passif et FP/Financement permanent)



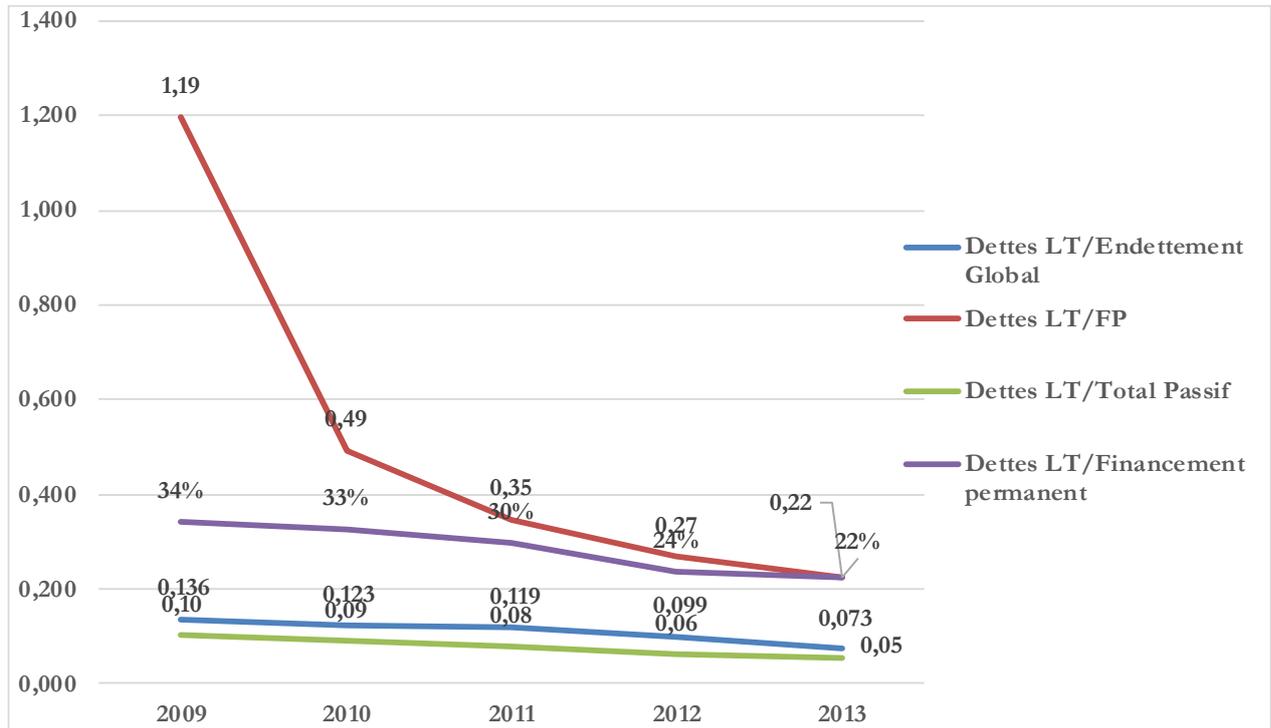
- Il en ressort que les capitaux engagés dans les PME (Fonds propres + Dettes à terme) de notre échantillon sont en moyenne majoritairement constitués de fonds propres (une moyenne de 79%) ce qui leur confère une autonomie financière satisfaisante et pourrait constituer un indicateur de taille sur leur capacité d'autofinancement.
- Stabilité des Fonds propres dans les ressources globales des PME

3-3- Endettement :

Les dettes à long terme représentent en moyenne :

- 50.4% des fonds propres
- 11% de l'endettement global
- 7% du total passif

Figure n°17 : Dettes financières à long terme



Nous constatons :

- Une chute considérable du ratio Dettes LT/Fonds propres
- Une Diminution continue des dettes LT dans le Financement permanent
- La Faible part des Dettes à long terme dans l'endettement global (en moyenne de 11%)

Les dettes à terme étant peu importantes, ceci signifierait-il que ces dernières financent principalement leurs investissements par des ressources d'exploitation et par le bas de bilan ?

Qu'en est-il de l'autofinancement ?

Dégagent-elles suffisamment de résultats ? Si oui, vient-il en premier lieu ?

Quels sont les déterminants de l'endettement sur l'ensemble de la période ?

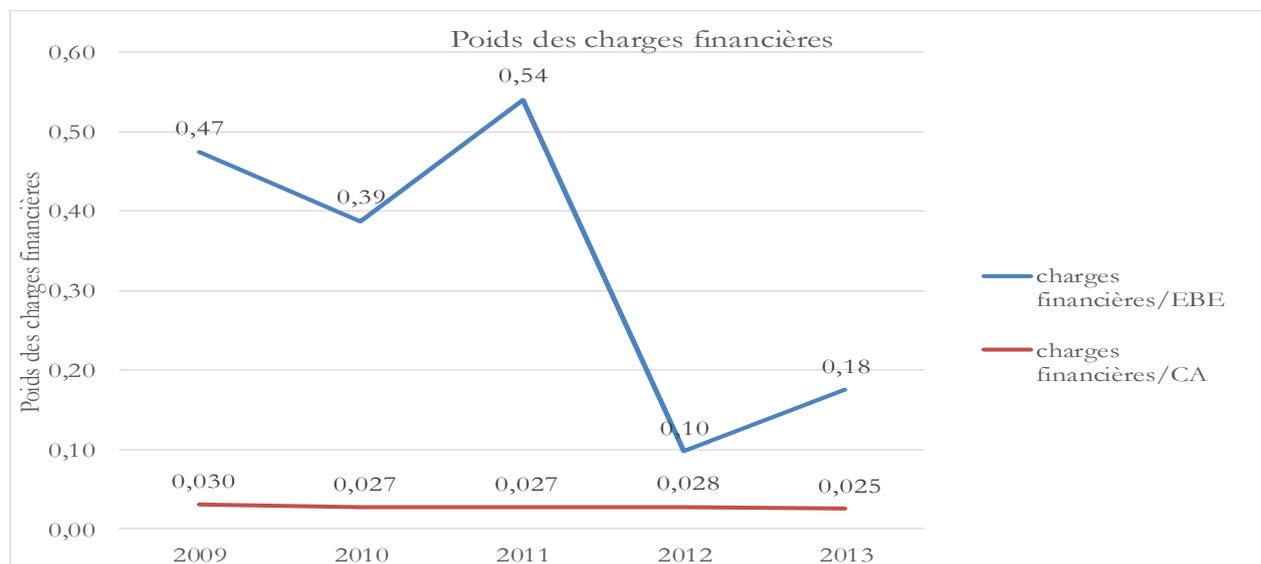
Figure n°18 : Levier financier



De même, le poids des charges d'intérêts financiers que nous avons mesuré par les deux ratios suivants semble maîtrisé :

- Charges financières/CA en moyenne de 2.7%
- Charges financières/EBE en moyenne de 33.5%

Figure n°19 : Charges financières



- Les charges financières rapportées au CA marquent un léger recul sur la période observée. En effet, celles-ci sont de 2.5% du CA au lieu de 3% du CA en 2009
- La part allouée aux charges financières au niveau de l'Excédent Brut d'exploitation connaît une baisse substantielle en 2012. Celle-ci s'établit à 18% de l'EBE contre 47% en 2009.

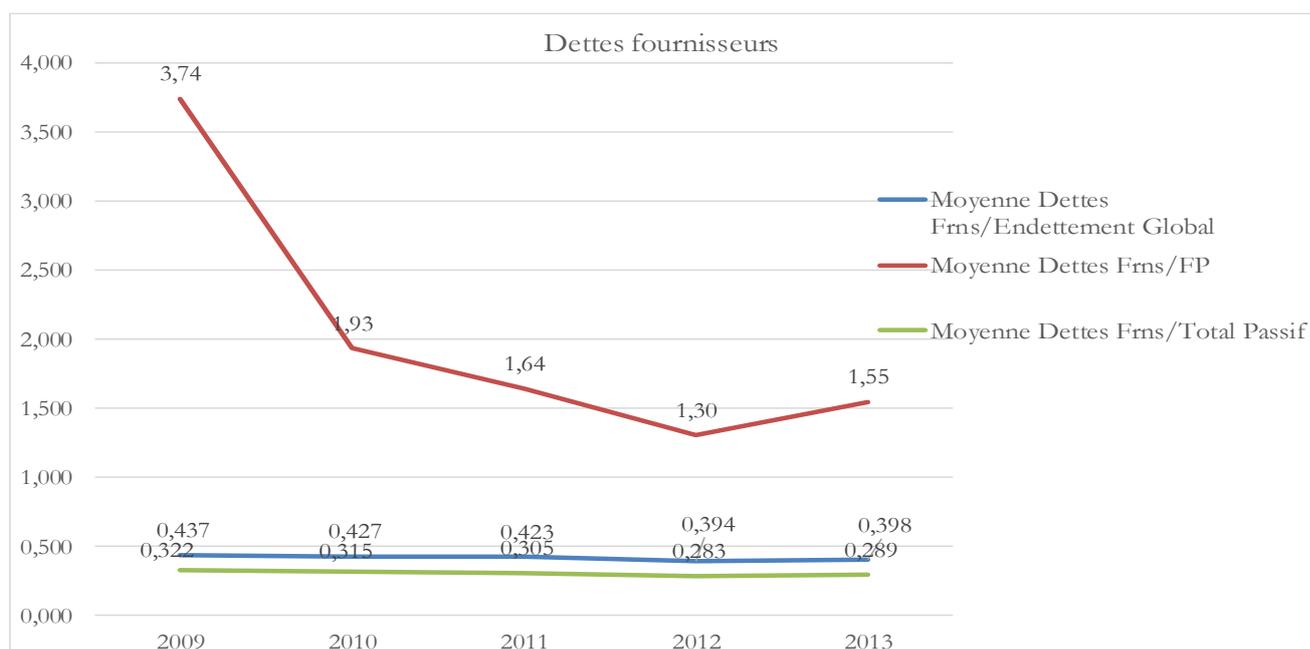
Ces valeurs témoignent d'un l'endettement à long terme plutôt limité à la faveur de :

1. Crédits fournisseurs représentant :
 - 41.6% de l'endettement global
 - 30.3% du total passif
 - 2.03 fois les fonds propres
2. Dettes à court terme représentant :
 - 21.6% de l'endettement global
 - 15.3% du total passif

Cet endettement à long terme peu important pourrait s'expliquer par :

1. Une capacité à s'autofinancer plus importante et/ou par la présence de disponibilités (2)
2. Des crédits interentreprises conséquents que les PME observées substitueraient à l'endettement financier. (1)

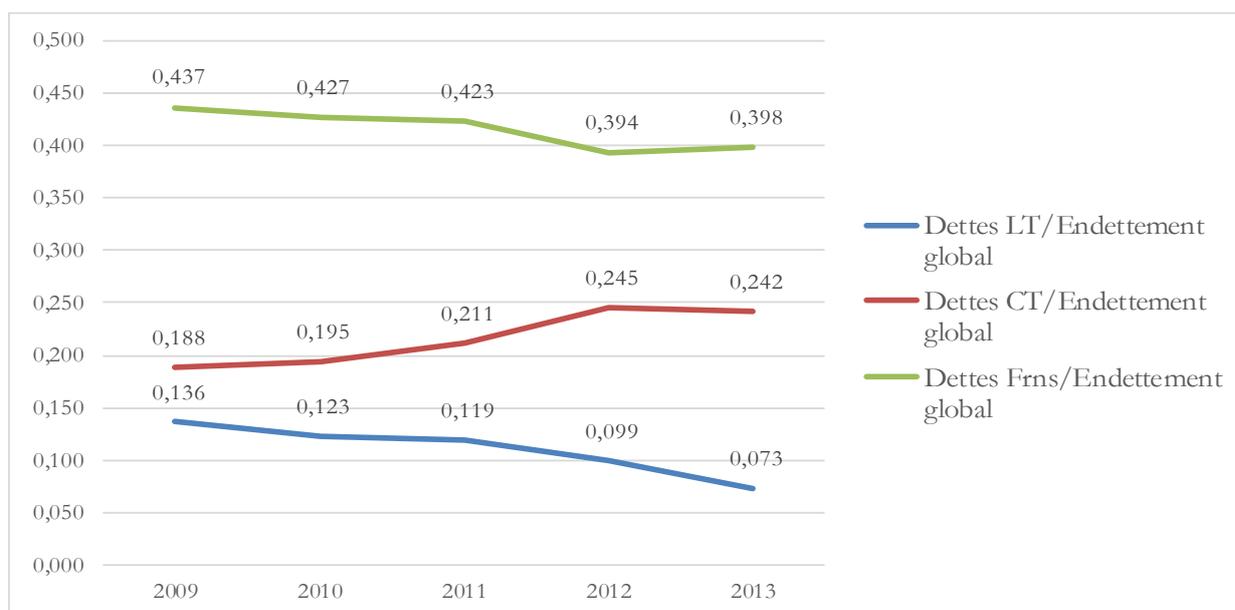
Figure n°20: Poids des dettes commerciales



Etant donné l'importance des Crédits Fournisseurs dans les Bilans des PME observées, nous nous interrogeons sur leur pertinence dans l'éventuelle explication de l'endettement. Nous remarquons toutefois, la baisse de l'ensemble des ratios :

- Dettes Frns/Endettement global de 43.7% à 39.8%
- Dettes Frns/FP de 3.74 fois les FP à 1.55 fois les FP (Signalons que les FP sont restés stables)
- Dettes Frns/Total Passif de 32.2% à 28.9%

Figure n°21 : Poids des dettes LT, CT et Frns dans l'endettement global



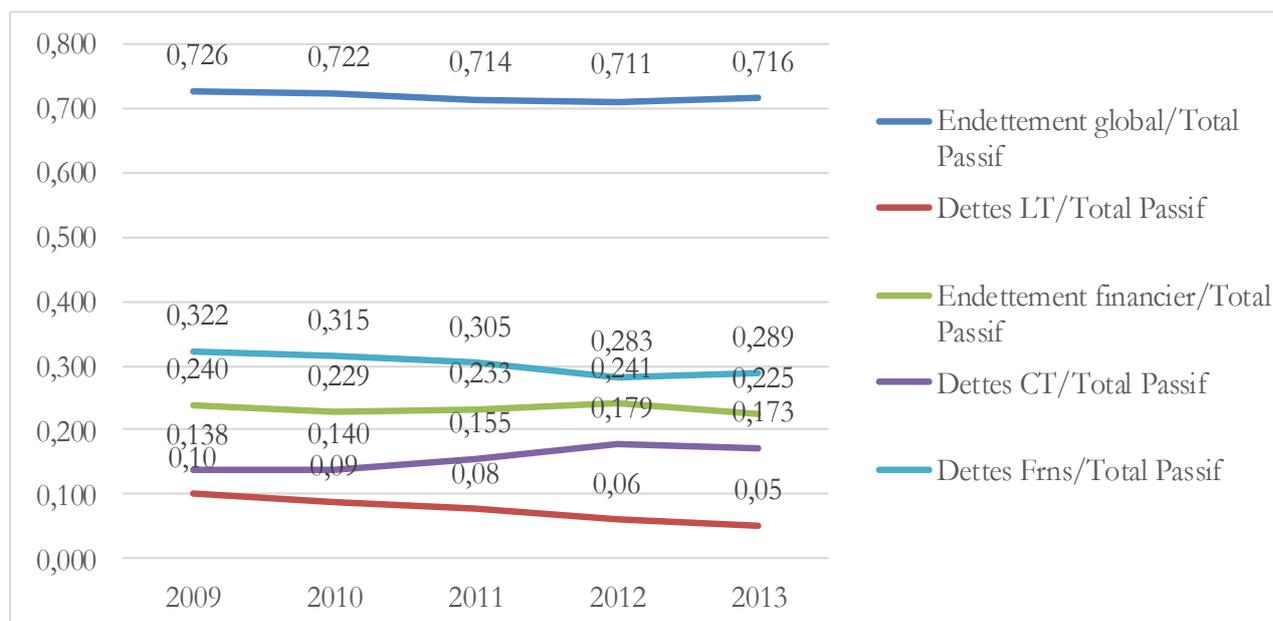
Signalons que :

- Les dettes Fournisseurs ressortent en baisse mais constituent toutefois la majorité de l'endettement global (en moyenne 41.58%)
- Les dettes à court terme ressortent en hausse ce qui nous donne une indication sur un recours plus soutenu des PME aux appoints financiers à court terme (nous pouvons appuyer ce point par le fait que la trésorerie nette ressorte également en dégradation). Celles-ci constituent en moyenne 21.62% de l'endettement global.
- Recul de la part des dettes à long terme dans l'endettement global de 13.6% en 2009 à 7.3% en 2013, avec comme moyenne un taux de 11%.

Signalons également que cela apparaît au niveau du graphe ci-dessous (Figure 22) que :

- Le Passif des PME de notre échantillon est en moyenne constitué à hauteur de 71.8% de dettes (comprenant dettes à court terme, d'exploitation et à long terme).
- La part la plus faible dans les ressources allouées aux PME revient aux dettes long terme

Figure n°22: Poids des dettes LT, CT, Frns et global sur total Passif



(1) En effet, comme nous l'avons relevé ci-dessus, nous remarquons la prépondérance des dettes fournisseurs et des dettes à court terme qui représentent conjointement 63.2% de l'endettement global (contre 11% uniquement pour les dettes à long terme et le reliquat ventilé entre les différents postes du passif circulant).

- D'où l'importance du bas de bilan et du passif d'exploitation. Les dettes d'exploitation représentent effectivement à elles seules 67% de l'endettement global.
- Nous constatons également l'importance de l'endettement dans le bilan (en moyenne de 72% du total Bilan)
- Nous observerons plus bas ce qu'il en est pour la capacité d'autofinancement.

4- Activité et rentabilité :

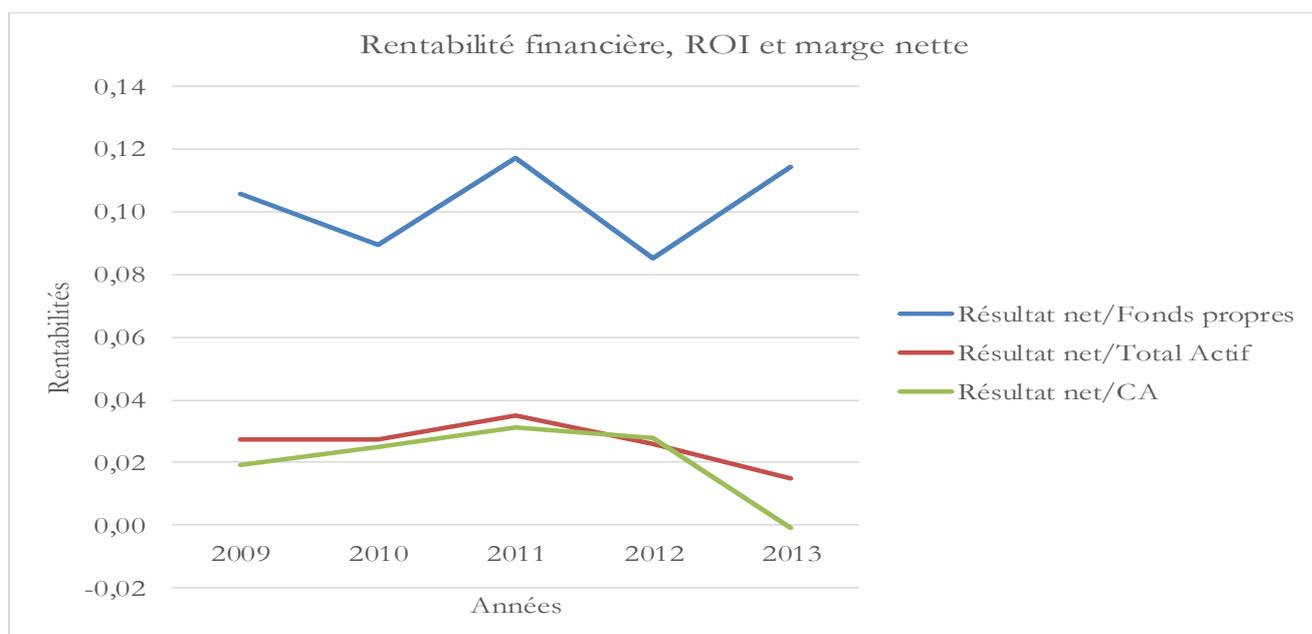
4-1- Chiffre d'Affaires :

Le CA des PME observées entre 2009 et 2013 est en moyenne de 52 065 mdhs, avec pour moyenne 43 066 mdhs et une importante dispersion. Il observe un trend haussier avec un taux de croissance de 57% sur la période 2009-2013. Quant à la rentabilité, celle-ci a été mesurée par :

4-2-Le résultat net :

- Résultat net/Total Actif (Return on Investment, ROI), en moyenne de 2.6%
- Résultat net/ Chiffres d'affaires (marge nette), en moyenne de 2%
- Résultat net/ Fonds Propres (rentabilité financière, en moyenne de 10%)

Figure n°23: Résultat Net



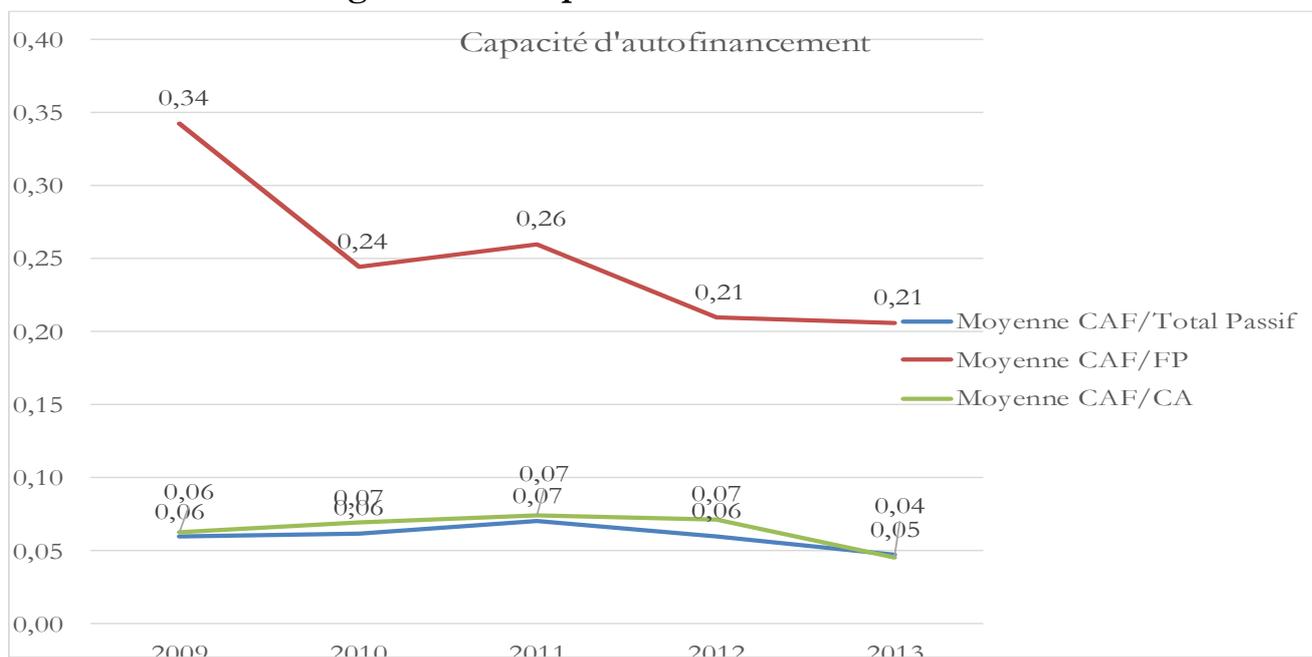
4-3-La Capacité d'autofinancement :

Celle-ci est en moyenne de 52 065 mdhs avec comme valeur médiane 43 066 mdhs et écart type 14 875 mdhs. Il en ressort une très forte dispersion dans les capacités à générer du bénéfice.

(2) Nous avons par la suite mesuré la CAF à travers les ratios suivants :

- CAF/Total Passif, en moyenne de 6%
- CAF/Fonds propres, en moyenne de 2,5%
- CAF/CA, en moyenne de 6,4%

Figure n°24: Capacité d'autofinancement

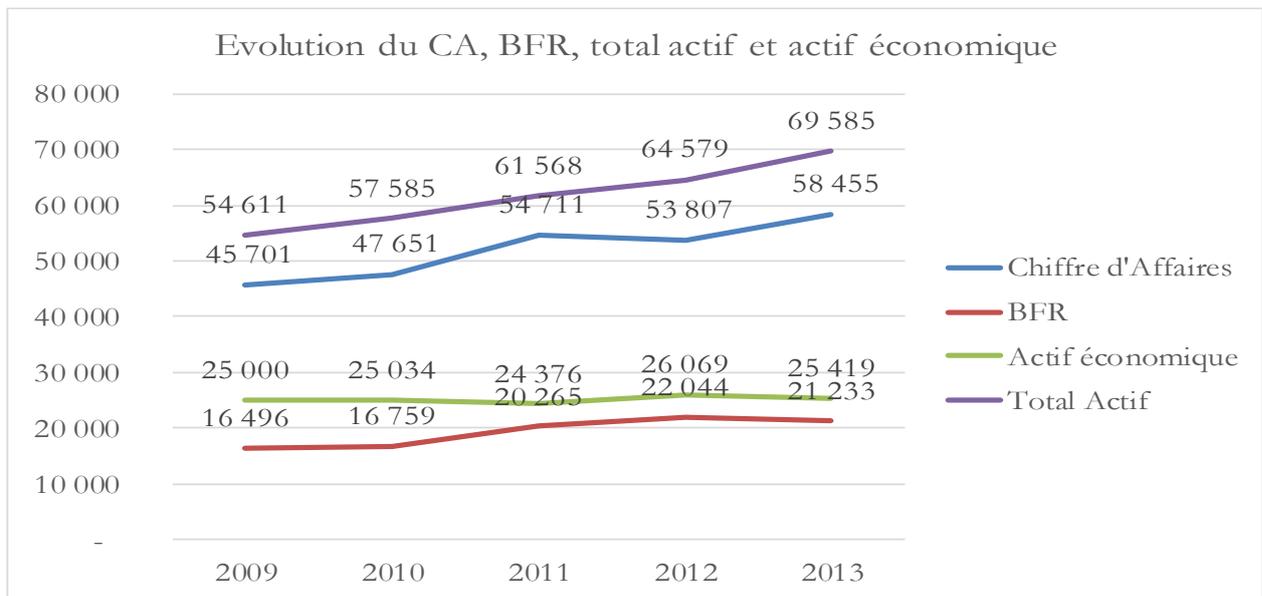


La capacité d'autofinancement ressort donc dans l'ensemble en trend baissier. Cela pourrait refléter la faible capacité des PME à dégager du résultat, quoique nous considérons que ce résultat ressort mitigé, vu la forte dispersion du dernier ratio (DT LT/CAF).

De même, dans le même ordre d'idées, nous constatons que la trésorerie active ne couvre en moyenne que 3.9% de l'actif total.

4-4-Perspectives d'activité et opportunités de croissance :

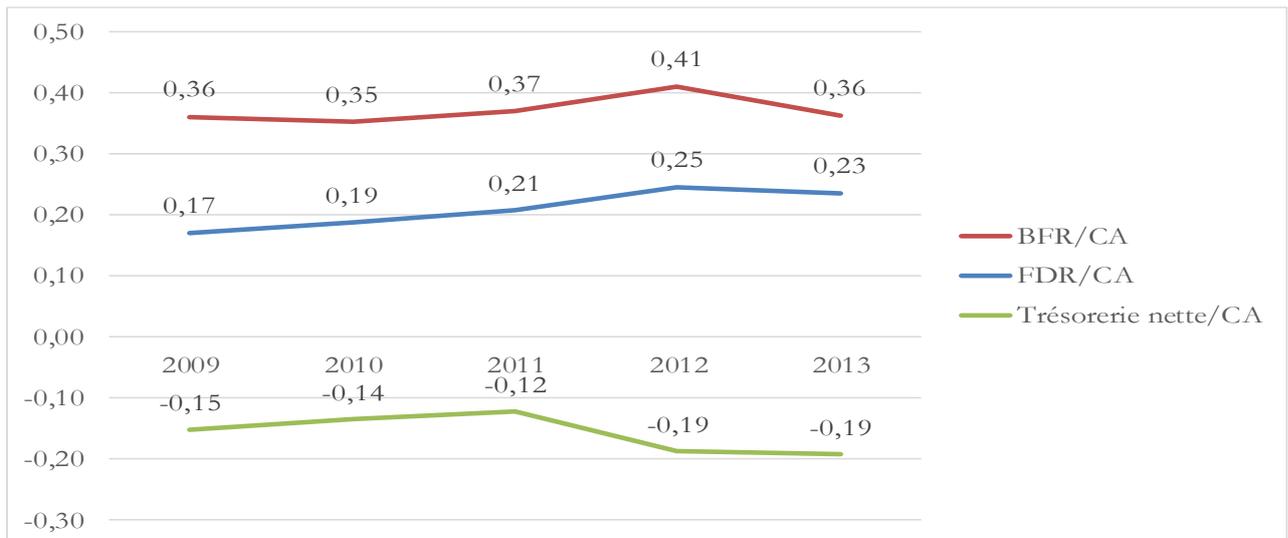
Figure n°25: Chiffre d'Affaires, BFR, total Actif et Actif économique



Nous analyserons ci-dessous l'évolution de l'activité à la lumière de quatre indicateurs qui sont au vert, et dont l'évolution positive s'est faite parallèlement à la baisse de l'endettement à long terme (que nous avons relevée plus haut). Signalons que :

- L'évolution positive du CA, en moyenne de 52.065 mdhs, et dont l'évolution globale sur la période observée est de 27.9%
- BFR en trend haussier parallèlement à l'évolution de l'activité
- Appréciation globale de l'actif de l'ordre de 27.4%
- Relative stabilité de l'actif économique (Actif immobilisé + BFR)

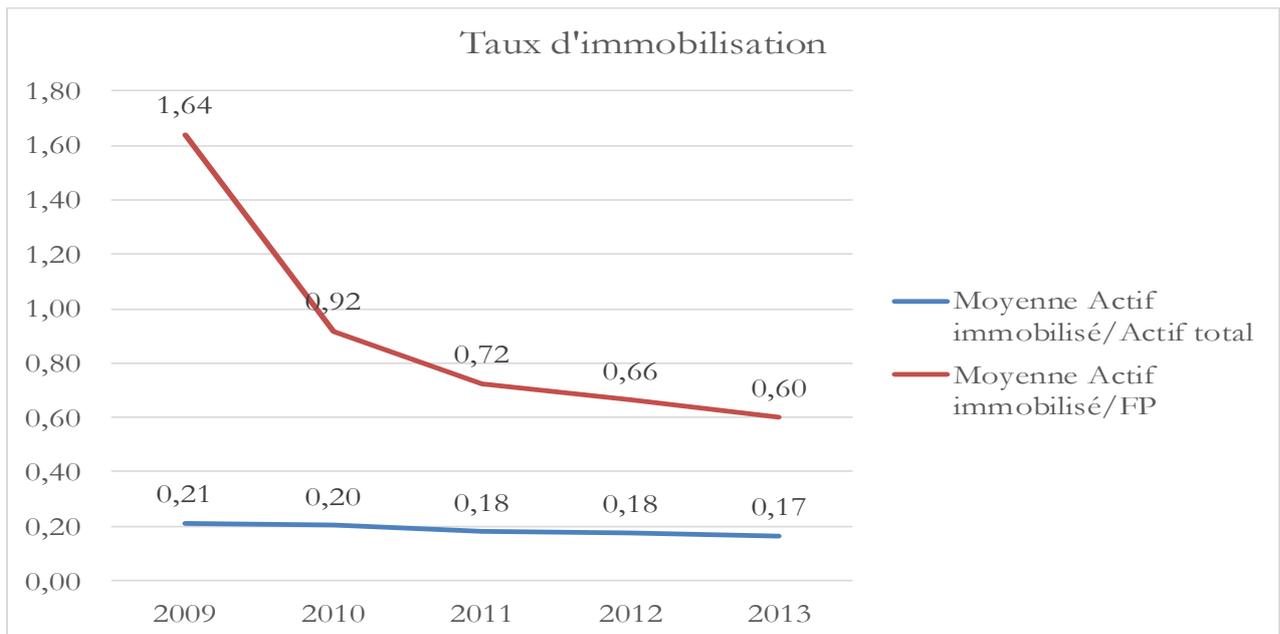
Figure n°26 : BFR en % du CA



Notons :

- La stabilité du BFR, représentant en moyenne 37% du CA, soit 135 jours d'activité
- Une légère amélioration du FDR ; celui-ci représente en moyenne 21% du CA, soit 63 jours d'activité
- Des besoins d'exploitation excédant le Fonds de roulement, d'où une Trésorerie nette structurellement déficitaire et en dégradation (19% du CA, soit 75 jours d'activité en 2013 au lieu de 15% du CA en 2009, soit 65 jours d'activité)

Figure n°27: Actif immobilisé

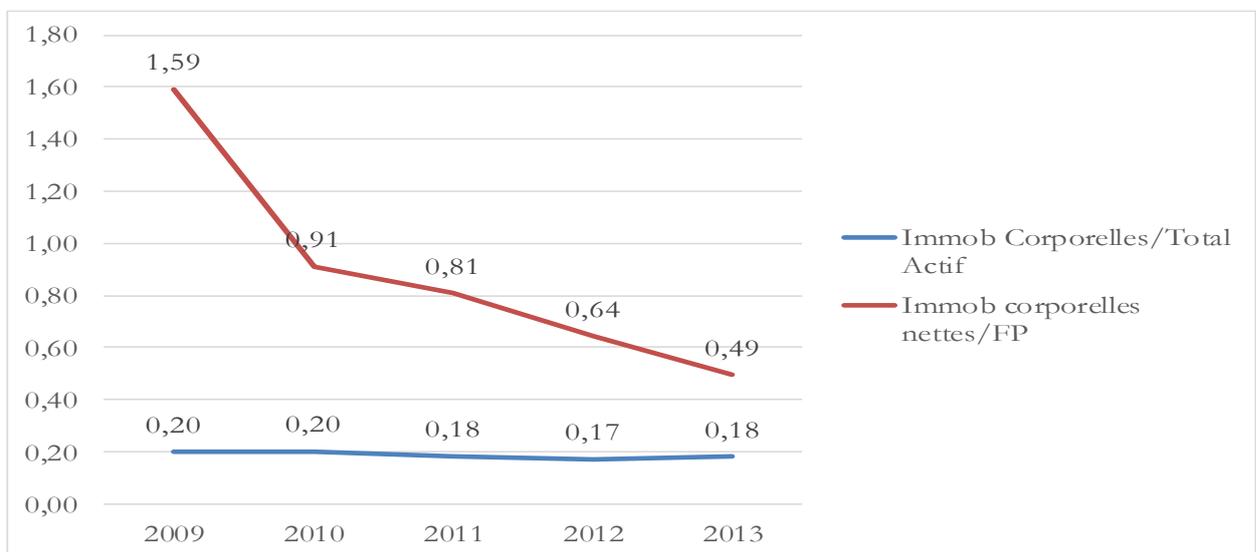


- Chute du ratio Actif immobilisé/FP de 63% sur la période. En effet, l'actif immobilisé représentait en 2009 1.64 fois les Fonds propres, avant de finir à 60% des Fonds propres fin 2013.

Cette chute est partiellement due à l'appréciation continue des Fonds propres par rapports à un actif immobilisé ne suivant pas la même tendance comme nous allons le constater plus bas.

- Le taux d'immobilisation (Actif immobilisé/Actif total) est en moyenne sur la période de 18.8%, ce qui nous renseigne sur la liquidité relative des Bilans des PME de notre échantillon. Leur patrimoine est donc majoritairement constitué d'actifs d'exploitation et de liquidités. Ce résultat n'est pas surprenant puisque la majorité des PME de notre échantillon sont, soit à caractère commercial, ou opérant dans les services.

Figure n°28 : Immobilisations Corporelles



En ce qui concerne les perspectives de développement, le taux de croissance des actifs est de 67.9% sur la période. De plus, tous les agrégats (BFR, actif et actif économique) évoluent favorablement parallèlement au CA.

Dans un deuxième temps, lorsque nous examinons la chose de plus près, nous observons que l'actif n'est positivement corrélé à l'évolution de l'activité que par et à travers le bas de bilan (BFR), l'actif immobilisé ressortant en baisse continue sur la période observée.

Nous nous posons donc la question sur les efforts d'investissement entrepris par ces PME. Sont-ils suffisants ? Ou existe-t-il une prépondérance des besoins d'exploitations devenus structurels avec le temps ?

Nous avons également vu plus haut que les capitaux engagés étaient majoritairement constitués de fonds propres et que les dettes à long terme étaient peu importantes et ressortaient en baisse. Nous en concluons qu'il serait donc possible que les PME :

1. Ne souffrent pas de sous-capitalisation/ne manquent pas de liquidités (comme présumé initialement)
2. Recourent en premier lieu à l'autofinancement et aux ressources internes

Conclusion :

Nous pouvons retenir de ce diagnostic financier, et de façon synthétique, les éléments suivants :

- Effort de capitalisation en croissance favorable
- Autonomie financière satisfaisante et Fonds propres relativement stables
- Autofinancement correct, dont l'origine provient principalement de la capitalisation et des résultats maintenus (hausse des reports à nouveau, cela proviendrait-il des exigences de l'appareil bancaire en termes d'autonomie financière dans le cadre des offres de crédit ?) et non des résultats dégagés (mesurés à travers la rentabilité financière, la marge nette, et la CAF)
- Prépondérance et stabilité des dettes fournisseurs suivies des dettes à court terme
- Augmentation des dettes à court terme sur l'échantillon au détriment des dettes à long terme, alors que les besoins et efforts d'investissement devraient augmenter avec la croissance des Entreprises. Ces Entreprises financent-elles ces besoins par du court terme ou ces besoins ne connaissent-ils pas une croissance suffisante ? Michaelas, Chittenden et Poutziouris (1999) ; Holmes et Cassar (2003) soulignent la prépondérance de la dette à court terme dans les PME car celles-ci sont utilisées pour alimenter en priorité les besoins d'exploitation.
- Détérioration de la trésorerie nette qui ressort structurellement déficitaire
- Charges financières maîtrisées
- Faiblesse de l'actif immobilisé. Qu'en est-il de l'effort d'investissement ?
- Augmentation du BFR parallèle au niveau d'activité
- Croissance de la rentabilité financière en dents de scie
- Marge nette et ROI en trend baissier
- CAF/FP, CAF/Total Passif et CAF/CA en baisse sur la période observée

Cette partie descriptive a permis de mettre en évidence certaines particularités financières des PME, telles que le recours plus ou moins intensif aux dettes commerciales et à la dette à court terme.

Les développements théoriques existants montrent que la description et l'explication du comportement vis-à-vis de l'endettement des Entreprises reste complexe et multifacettes, en effet, il n'existe pas de cadre théorique spécifiquement approprié à la PME, ni d'explication univoque au niveau d'endettement.

Nous nous intéresserons lors de cette seconde section à l'explication de cette dette financière.

Section 2 : Présentation/Estimation économétrique du modèle empirique :

Après sélection des variables appropriées, nous tenterons ci-après de tester la validité des hypothèses de recherche en élaborant un modèle de régression linéaire multiple. Ainsi, nos hypothèses seront testées empiriquement afin de vérifier la capacité de la littérature à expliquer la dette financière au sein des PME. S'agissant des modèles économétriques, nous distinguons principalement entre modèles dynamiques et statiques.

- **Les modèles dynamiques/à effets aléatoires**

<u>Caractéristiques</u>	<u>Méthode utilisée</u>
- Tiennent compte des : <ul style="list-style-type: none">• Problèmes d'endogénéité des variables explicatives• Phénomènes d'habitude• Coûts d'ajustement	Moindres carrés généralisés
- Introduisent des variables retardées	
- Nécessitent la mobilisation de panels longs	

- **Les modèles statiques/à effets fixes :**

<u>Caractéristiques</u>	<u>Méthode utilisée</u>
- La plupart des études disponibles se limitent à l'approche statique	Moindres carrés ordinaires
- Et supposent que : <ul style="list-style-type: none">• L'influence des variables explicatives sur la variable endogène est identique• Il existe une constante déterministe caractérisant chaque individu (les constantes individuelles diffèrent d'un individu à l'autre mais sont les mêmes d'une période/année à l'autre)	

Rappelons que l'économétrie de panel est aujourd'hui largement utilisée car elle présente nombre d'avantages par rapport aux études en séries temporelles ou en coupe transversale du fait de leur dimension temporelle et individuelle permettant de décomposer la dynamique du comportement d'individus hétérogènes. Signalons que la double dimension qu'offrent les données de panel est un atout majeur car :

- Si les données en séries temporelles permettent d'étudier l'évolution des relations dans le temps, elles ne permettent pas de tester l'hétérogénéité entre les individus.
- Par opposition à cela, les données en coupes transversales permettent d'analyser l'hétérogénéité entre individus mais ne tiennent pas compte des comportements dynamiques, puisque la dimension temporelle est exclue du champ d'analyse.

En ayant recours à l'économétrie de panel, nous exploiterons alors les deux sources de variation de l'information statistique: la variabilité temporelle et individuelle. L'augmentation du nombre d'observations permet de garantir une meilleure précision des estimateurs, de réduire les risques de multi-colinéarité et surtout d'élargir le champ d'investigation.

Ceci dit, avant d'aller encore plus loin, et afin de garantir la meilleure honnêteté intellectuelle possible, nous rappelons la chose suivante, qui pourrait constituer un axe d'amélioration. L'utilisation d'une méthode d'échantillonnage non probabiliste élimine de fait l'existence de toute probabilité de sélection aux éléments de la population.

Il s'ensuit que les inférences réalisées à partir des résultats obtenus sont sujets à nuances, car ceux-ci relèvent plus de l'interprétation prudente et de l'intuition que d'une démarche purement objective et à 100% statistique.

Une étude⁴⁰⁵ a d'ailleurs critiqué le nombre très important de recherches ayant eu recours à l'interprétation des données à l'aide de modèles statistiques, sachant que l'échantillonnage de départ était non probabiliste.

De ce fait et selon cette étude, on pourrait dire que l'utilisation de modèles statistiques et économétriques dans le cadre d'un échantillonnage empirique constitue ce que l'on appelle « un compromis élégant » réduisant l'aura scientifique et la portée de l'interprétation de ces modèles tout en les permettant.

Nous admettons à notre tour et rappelons que ce point demeure sujet à amélioration et que l'échantillonnage probabiliste est celui qui permet une représentativité réellement mesurable par des probabilités connues d'avance.

1-Une première estimation : Le modèle à 7 variables explicatives :

Nous nous sommes inspirés des variables existant dans la littérature et avons concocté le modèle suivant, comprenant sept variables explicatives, auxquelles nous ajoutons une constante de régression α_0 et un terme d'erreur (résidu aléatoire ϵ_{it}) :

$$\text{END}_{it} = \alpha_0 + \alpha_1 \text{ROI}_{it} + \alpha_2 \text{LQD}_{it} + \alpha_3 \text{AUT}_{it} + \alpha_4 \text{GAR}_{it} + \alpha_5 \text{Log}(\text{CA})_{it} + \alpha_6 \text{CRCM}_{it} + \alpha_7 \text{INT}_{it} + \epsilon_{it}$$

Avec: $i = 1 \dots 60$ (individus) et $t = 2009 \dots 2013$ (années)

Le traitement des données recueillies à partir de l'échantillon se fera en combinant analyse en coupe transversale et en série, soit une analyse en double dimension (individuelle et temporelle).

⁴⁰⁵ Djavid Ajar, Clément Dassa et Hélène Gougeon (1983) : « L'échantillonnage et le problème de la validité externe de la recherche en éducation ». *Revue des sciences de l'éducation*, Volume 9, numéro 1. P :10.

La dynamique individuelle rendra compte de l'éventuelle hétérogénéité de l'échantillon sélectionné, quant à la dynamique temporelle, celle-ci mettra la lumière sur la dynamique des comportements à travers les années.

Lorsque nous avons à travailler sur un échantillon de données de Panel, la toute première chose à faire est de vérifier la spécification hétérogène ou homogène des « processus générateurs de données ». Pour notre part, nous avons choisi d'utiliser la méthode des moindres carrés ordinaires (MCO) car :

- Nous adoptons l'hypothèse d'homogénéité des données et donc du modèle et supposons dès le départ que les paramètres (coefficients et constantes) sont identiques selon les individus, et ce pour que notre modèle soit fiable et dans un souci d'optimisation de la période d'estimation
- Nous tenterons de réduire les risques de biais en testant les hypothèses relatives au modèle de régression choisi et en mobilisant à chaque étape les estimateurs adéquats relatifs au modèle statique.
- Nous affinerons notre analyse plus tard en effectuant des estimations par secteurs d'activité, afin de déceler les dissemblances éventuelles dans notre échantillon de PME.
- L'estimation d'un modèle dynamique nécessiterait plutôt la mobilisation de panels longs (exemple : une estimation sur 5 ans exigerait une disponibilité des données sur 6 ans au minimum)
- La plupart des études disponibles se limitent à l'approche statique.

Rappelons que :

ROI	:	Résultat Net/ Total Actif
LQD	:	(TVP + Cash)/FP
AUT	:	Fonds propres/Capitaux engagés
GAR	:	Immobilisations corporelles nettes/ Total Actif
CA	:	Log(CA)
CRCM	:	Dettes Fournisseur/Endettement global
INT	:	Charges financières/CA

1-1- Statistiques descriptives des variables explicatives

Tableau n° 31 : Mesure, moyenne, médiane et écart type des variables

Variable	Mesure	Moyenne	Médiane	Ecart type
END	Endettement net/FP	1,366	0,683	4,682
ROI	Résultat Net/ total actif	0,026	0,021	0,056
LQD	(TVP + Cash)/FP	0,19	0,05	0,45
AUT	(FP/Capitaux engagés)	0,787	0,892	0,450
GAR	Immobilisations corporelles nettes/ Total Actif	0,188	0,131	0,176
CA	Log(CA)	4,573	4,634	0,441
CRCM	Dettes Fournisseur/Endettement global	0,416	0,421	0,194
INT	Charges financières/CA	0,027	0,021	0,033

1-2-Test de stationnarité des variables du modèle :

Etant donné la dimension temporelle de notre étude, Il convient avant d'entamer toute estimation, d'étudier les caractéristiques stochastiques⁴⁰⁶ des données dont nous disposons afin de savoir si celles-ci sont stationnaires⁴⁰⁷ ou non. Im, Pesaran et Shin (1997)⁴⁰⁸ sont à l'origine d'une démarche couramment utilisée et consistant à effectuer le « test de racine unitaire sur données de panel » (IPS Test) que nous présentons ci-dessous. Nous avons en effet commencé par l'analyse de la stationnarité des variables en utilisant l'IPS test proposé par Im, Pesaran et Shin. Il s'agit donc de tester les deux hypothèses suivantes :

H_0 : La variable contient une racine unitaire

H_1 : La variable est stationnaire

⁴⁰⁶ Un phénomène stochastique est un phénomène qui ne se prête qu'à une analyse statistique. Ce qui est opposable aux phénomènes déterministes (les phénomènes déterministes sont « fatalement produits par un enchaînement d'antécédents et de conséquents, de causes et d'effets »)

⁴⁰⁷ Soit des variables dont les moyennes et variances sont constantes dans le temps

⁴⁰⁸ Im, K. S., Perasan, M. H. and Shin, Y. (1997), "Testing for unit roots in heterogeneous Panels", *Journal of Econometrics*, vol 115, Pg 53-74

D'après les résultats en annexe, on remarque que la **P-value**<0.05 pour toutes les variables explicatives du modèle (ROI, AUT, GAR, LQD, CA, CRCM, INT). Nous rejetons donc l'hypothèse de non-stationnarité et ce pour toutes les variables. Nous entamerons donc par la suite les estimations, après avoir confirmé la stationnarité des variables explicatives et le test d'hétéroscédasticité.

1-3-Test d'hétéroscédasticité⁴⁰⁹ :

L'hypothèse d'homoscédasticité exige la constance de la variance des termes d'erreur pour chacune des observations, c'est à dire pour toutes les valeurs prises par les variables explicatives. Par opposition à cela, il y a hétéroscédasticité lorsque cette hypothèse n'est plus vérifiée. Nous parlons alors de termes d'erreur hétéroscédastiques. L'idée générale du test peut se résumer comme ceci : si la variance est constante à travers les observations, c'est-à-dire s'il y a homoscédasticité (hypothèse nulle H_0), alors nous devrions trouver que la variance est la même partout dans l'échantillon. Nous obtenons une $\text{Prob} > \chi^2 = 0.0000 < 0.05$. Nous rejetons l'hypothèse nulle et obtenons donc une hétéroscédasticité. Ci-dessous le résultat du test d'hétéroscédasticité sous STATA.

Tableau n°32 : Test de Breusch-Pagan

Breusch-Pagan / Cook-Weisberg test for heteroskedasticity Ho: Constant variance Variables: roi lqd aut gar ca crcm int $\chi^2(7) = 92.73$ $\text{Prob} > \chi^2 = 0.0000$
--

Il faut effectivement bien prendre en compte l'hétéroscédasticité afin que notre régression soit valide. (Nous corrigeons l'hétéroscédasticité directement sous E-Views en choisissant la méthode Panel EGLS qui prend en compte l'hétéroscédasticité existante dans notre modèle).

1-4-Une première estimation, résultat du modèle :

Le modèle proposé est un modèle à effets fixes, qui suppose que les relations entre la variable dépendante et les variables explicatives sont identiques pour toutes les PME. Le modèle estimé concerne 60 PME, observés sur 5 années et comprend 7 variables explicatives, auxquelles nous ajoutons une constante, qui représente la spécificité

⁴⁰⁹ « Il y'a hétéroscédasticité des résidus si les résidus n'ont pas tous la même variance. »

CASIN P. (2009) « Econométrie, méthodes et applications avec E-Views ». Edition TECHNIP PARIS, Pg : 158.

individuelle, et un terme d'erreur (résidu ε_{it}). Supposons que les résidus ε_{it} sont « i.i.d »⁴¹⁰ et satisfont les conditions suivantes pour :
 $i \in [1;60]$; $\forall t \in [1;5]$:

- $E(\varepsilon_{it}) = 0$
- $E(\varepsilon_{it} \varepsilon_{is}) = \begin{cases} \sigma_\varepsilon^2 & \text{si } t = s \\ 0 & \text{si } t \neq s \end{cases}$
- $E(\varepsilon_{it} \varepsilon_{jt}) = 0 \quad \forall i \neq j$

Le modèle à effets fixes individuels présente une structure des résidus qui vérifient les hypothèses standards des MCO. Notre premier modèle est donc formulé comme suit :

$$END_{it} = \alpha_0 + \alpha_1 ROI_{it} + \alpha_2 LQD_{it} + \alpha_3 AUT_{it} + \alpha_4 GAR_{it} + \alpha_5 CA_{it} + \alpha_6 CRCM_{it} + \alpha_7 INT_{it} + \varepsilon_{it}$$

Avec $i \in [1;60]$ (individus) ; $\forall t \in [1;5]$ (Années)

Nous utilisons la méthode des moindres carrés ordinaires (MCO) et nous obtenons en utilisant le logiciel E-Views les résultats transversaux (soit en coupe) et sur plusieurs années de la régression, sur notre échantillon des 60 PME entre 2009 et 2013. Ainsi, nous obtenons ce qui suit :

Tableau n°33 : Résultats de la régression, 1^{ère} estimation

Variable	Coefficient	Std.Error	t-Statistic	Prob.
C	0.021873	0.678429	0.032241	0.9743
ROI	-7.013293	0.869113	-8.069488	0.0000
LQD	-8.82E-05	1.46E-05	-6.060236	0.0000
AUT	-0.283057	0.231508	-1.222665	0.2227*
GAR	-0.196174	0.557295	-0.352011	0.7251*
CA	0.473162	0.124783	3.791892	0.0002
CRCM	-0.961747	0.179793	-5.349179	0.0000
INT	6.794059	2.649654	2.564130	0.0110
R-squared	0.896077	Mean dependent var		8.044025
Adjusted R-squared	0.866640	S.D. dependent var		10.97246
S.E. of regression	3.575737	Sum squared resid		2979.113
F-statistic	30.44018	Durbin-Watson stat		1.596842
Prob(F-statistic)	0.000000			

*Statistiquement non significative au seuil de significativité 5%, (Cette conclusion est le résultat du test de Student dont l'hypothèse nulle est : $H_0: \alpha_k = 0 \quad \forall k = 1 \dots 7$)

⁴¹⁰Soit: "Independent and identically distributed". Cela veut dire que chaque variable aléatoire a la même distribution de probabilité que les autres et que toutes sont mutuellement indépendantes

- Modèle estimé :

$$\text{END} = 0.0218731106753 - 7.01329311853 \cdot \text{ROI} - 8.8206633569 \cdot 10^{-5} \cdot \text{LQD} - 0.283057382831 \cdot \text{AUT} - 0.196173760609 \cdot \text{GAR} + 0.47316228387 \cdot \text{CA} - 0.961746694147 \cdot \text{CRCM} + 6.79405893855 \cdot \text{INT}$$

Nous avons appliqué, dans le cadre de l'étude de la significativité globale du modèle, le test de Fisher, qui permet de voir si au moins une des variables indépendantes/exogènes du modèle explique l'endettement. Nous remarquons alors que le modèle est globalement significatif.

En effet, la probabilité de Fisher obtenue est inférieure à 5%. Ceci est également confirmé par le coefficient de détermination R^2 , qui indique que le modèle explique plus de 89% de la variation de la variable dépendante « Endettement ».

Cela signifie que l'équation de la droite de régression signifie 89% de la distribution de points, d'où la bonne qualité du modèle. La statistique de Durbin-Watson est de l'ordre de 1.59, une valeur inférieure à 1.7, qui est la valeur tabulée à la table de Durbin-Watson.

Donc, la statistique révèle la présence d'une auto corrélation positive des erreurs, ce qui est normal, vu qu'on est en présence d'un modèle dépendant du temps.

L'examen de la significativité des variables explicatives par le test de Student révèle que seules deux variables parmi les sept variables du modèle, ont des coefficients proches de zéro et ne sont donc pas significatives à un seuil de premier ordre (risque de première espèce) de 5%.

Il s'agit des variables Autofinancement « AUT » et Garanties « GAR ».

La structure d'endettement reste, toutefois sensible aux 5 autres variables explicitées par la littérature. Signalons que les variables qui ont une P-value inférieure au seuil de significativité de 5% représentent les variables explicatives et significatives du modèle et ont donc un effet sur l'endettement.

Il s'agit de :

1. La liquidité (LQD)
2. Retour sur investissement (ROI),
3. Taux d'intérêt (INT)
4. Chiffre d'affaires (CA)
5. Crédits commerciaux (CRCM).

- Relation entre Endettement et variables explicatives :

Variables explicatives	Relation empirique
ROI	Négative
LQD	Négative
AUT	NS
GAR	NS
CA	Positive
CRCM	Négative
INT	Positive

1-5- Validation des hypothèses :

Tableau n°34 : Relations empiriques obtenues à partir de la 1^{ère} estimation

Courant théorique de référence	Variable	Mesure	Relation théorique	Relation empirique
POT	ROI	Résultat Net/ total actif	-	-
POT	LQD	(TVP + Cash)/FP	-	-
POT	AUT	Fonds propres/Capitaux engagés	-	NS
Agence	GAR	Immobilisations corporelles nettes/ Total Actif	+	NS
Agence/POT	CA	Log(CA)	+	+
POT	CRCM	Dettes Fournisseur/ Endettement global	-	-
Agence	INT	Charges financières/CA	-	+

*(La relation entre l'endettement et les variables explicatives se détermine par le signe du coefficient estimé) *Voir la colonne « Coefficient » dans le tableau des estimations.*

1. Rentabilité :

L'hypothèse H₁ suppose un impact négatif de la rentabilité sur la dette bancaire.

En effet, selon la théorie du financement hiérarchique, la rentabilité des petites Entreprises serait une Proxy des fonds internes, exerçant un effet négatif sur la demande de fonds externes⁴¹¹. La rentabilité antérieure devrait donc être négativement corrélée à l'endettement, car les bénéfices accumulés peuvent être mis en réserve au cours des exercices, ce qui évite à la firme de recourir à l'endettement (Rajan et Zingales, 1995 ; Cieply, Paraque, 1998⁴¹² ; Panno, 2003⁴¹³, Jensen, Solberg et Zorn, 1992, Suto, 2003)

La variable ROI (Return on Investment), Proxy de la rentabilité, mesure le retour sur investissement ou encore la rentabilité économique de l'affaire. Cette variable est donc indicatrice de la disponibilité des fonds internes. Les résultats obtenus indiquent une relation négative entre la rentabilité et la dette financière.

L'hypothèse H₁ est donc confirmée.

2. Liquidité :

L'hypothèse H₂ suppose une relation négative entre la présence de liquidités et endettement financier.

La théorie du financement hiérarchique soutient l'idée que le recours au financement interne prévaut sur l'endettement financier en présence d'opportunités d'investissement, comme formulé par De Haan et Hinloopen (2003). Les résultats obtenus font ressortir une relation négative entre la liquidité et la dette financière. **L'hypothèse H₂ est donc confirmée.**

3. Autofinancement :

L'hypothèse H₃ suppose une relation négative entre autofinancement et endettement bancaire.

En effet, selon les tenants de la POT, une bonne capacité d'autofinancement servira de substitut à la dette, et au contraire, un déficit de financement aura tendance, dans le contexte de la POT, à favoriser l'endettement. Les résultats

⁴¹¹ «Profitability for small firms may proxy for both the amount of internally generated funds and the quality of investment opportunities, which have opposing effects on the demand for external funds (debts) »
Rajan, Raghuram G., and Luigi Zingales (1995) "What do we know about capital structure" *Journal of Finance*. P: 1457

⁴¹² PARANQUE. B, CIEPLY. S, (1998), "Le rationnement des petites Entreprises sur le marché du crédit : mythe ou réalité ? ", *Banque et Marchés*, Numéro 33, Mars- Avril, Pg 5- 15.

⁴¹³ PANNO. A (2003), "An empirical investigation on the determinants of capital structure: The UK and Italian experience", *Applied Financial Economics*, Volume 13, Issue 2, February, Pg97-112, 16pg

obtenus démontrent que la variable Autofinancement ressort non significative.
L'hypothèse H₃ est donc infirmée.

4. Garanties :

L'hypothèse H₄ suppose une relation positive entre garanties et endettement.

La relation théorique est présumée positive entre la propension à présenter des garanties sous forme d'actifs tangibles, et l'accès aux crédits bancaires, et ce selon les tenants de la théorie de l'agence.

En effet, toute firme aura plus de chance d'accéder au financement bancaire avec l'augmentation de la valeur des immobilisations corporelles dans son bilan.

La variable Garantie que nous avons mesurée par le ratio : Immobilisations nettes/Total Actif est ressortie non significative dans notre modèle. Peut-être cela peut-il s'expliquer par :

- La prépondérance au niveau de notre échantillon des PME appartenant au secteur tertiaire
- Le fait que l'appareil bancaire exige souvent des garanties réelles sous forme de biens personnels appartenant au promoteur des affaires (il s'agit alors de cautions hypothécaires) ou encore des cautions personnelles solidaires.

L'hypothèse H₄ est donc écartée.

5. Taille :

L'hypothèse H₅ suppose une relation positive entre Taille et endettement.

Selon les postulats du Pecking Order with financial constraints, l'effet taille impacte le financement des Entreprises suite à l'existence de deux contraintes principales dans l'accès des PME aux ressources financières :

- Attitude des dirigeants-propriétaires vis à vis du financement externe
 - Coûts Importants subis par les PME dans l'accès au financement.
- Holmes et Kent (1991)

En ce sens, plus la taille de l'Entreprise est importante, plus la limitation dans l'accès à la dette financière est censée s'estomper. Nous avons obtenus une variable Taille (CA) présentant un signe positif et significatif.

L'hypothèse H₅ est donc confirmée.

6. Crédits commerciaux :

L'hypothèse H₆ suppose une relation négative entre Crédits commerciaux et endettement

Certains auteurs considèrent le crédit commercial comme un substitut au financement bancaire, d'où l'existence d'une relation négative entre dettes commerciales et dettes financières (Petersen et Rajan, 1994)⁴¹⁴. Nos résultats valident effectivement cette idée car la variable « crédit commercial » (CRCM) présente un signe négatif et significatif.

L'hypothèse H₆ est donc confirmée.

7. Charges d'intérêts :

L'hypothèse H₇ suppose une relation négative entre Charges d'intérêts et endettement

Selon la théorie de l'Agence, les conflits d'intérêts dirigeants/créanciers poussent les seconds à imposer des conditions spéciales au niveau des contrats, notamment concernant les clauses de sauvegarde portant sur les niveau d'endettement, les politiques de dividendes (maintien des bénéfices), les politiques d'investissement (qui permettent le monitoring de risques tels que les risques « d'estimation des niveaux de risque » ou « risque de substitution des actifs », « risques de sous-investissement optimal » ... Bref, nombre de covenants dont le non-respect pourrait légitimer l'exigibilité immédiate des dettes.

L'un des principaux moyens à disposition étant la surveillance du respect de certaines clauses, notamment le niveau des charges d'intérêt (soit le coût de détresse financière). Dans ce sens, l'importance des charges financières pousserait les créanciers à limiter le niveau d'endettement. Plus celui-ci sera important, moins le dispositif bancaire sera enclin à financer l'Entreprise en question. Les conflits d'agence étant d'autant plus importants pour les Entreprises ne rassurant pas sur leur solvabilité.

La variable charges d'intérêts est ressortie significative et positive.

L'hypothèse H₇ est donc infirmée.

Nous nous posons donc la question sur la possible exploitabilité de ce lien à travers le prisme de la théorie de l'arbitrage selon laquelle il pourrait exister un lien positif entre fiscalité et choix de la dette financière, ou encore la théorie de Modigliani & Miller (1963).

⁴¹⁴ MITCHELL A. PETERSEN & RAGHURAM G. RAJAN (1994) "The Effect of Credit Market Competition on Lending Relationships," *NBER Working Papers* 4921, National Bureau of Economic Research, Inc.

2- Une deuxième estimation, sélection du modèle optimal :

Après une première estimation de notre modèle, il s'est avéré nécessaire, afin de respecter le problème de parcimonie, de ne retenir que les variables les plus significatives. Nous supposons, comme nous l'avons fait, pour notre première estimation, que les données sont homogènes et les paramètres identiques. Notre modèle offrira ainsi une meilleure qualité d'ajustement.

Pour atteindre cet objectif, une multitude de régressions est nécessaire. Nous cherchons dans cette partie à déterminer la combinaison optimale des variables explicatives et significatives du modèle. Nous garderons ainsi le sous-ensemble de variables les moins corrélées entre elles et les plus corrélées avec la série à expliquer (Endettement). C'est ce que l'on appelle une régression avec entrée progressive.

Dans le but de sélectionner le modèle optimal, une analyse de multi colinéarité, qui se fait à partir des coefficients de corrélation partielle, est recommandée. Signalons toutefois que le calcul du coefficient de corrélation ne constitue finalement qu'une étape dans l'analyse des relations entre les variables. Il s'agit tout au plus d'une étape exploratoire, qui doit être validée par un test de significativité de la relation.

Le logiciel SPSS nous a permis de représenter sur un tableau croisé les mesures de corrélation bilatérale des variables de notre modèle. Ainsi, nous obtenons, pour chaque couple de variables $[X_i, X_j]$, le coefficient de Pearson estimé et le risque d'erreur de première espèce qui lui est associé (sig). Pour déterminer si une relation est significative, nous procédons à un test d'hypothèse en nous basant sur la méthode suivante:

- 1- H_0 : il n'y a pas de relation entre les deux caractères X et Y.
- 2- On se fixe un risque d'erreur pour le rejet de H_0 ($\alpha=5\%$ pour notre cas).
Ce risque est associé à l'erreur de se tromper sur le sens de la corrélation.
- 3- Si le risque de 1^{er} espèce associé (sig) est inférieur au seuil de significativité 5%, nous rejetons alors l'hypothèse nulle (soit l'hypothèse d'absence de relation entre les deux variables sélectionnées)

La matrice de corrélation suivante présente les coefficients de corrélations bilatérales des variables.

Tableau n°35 : Matrice des corrélations, estimation du modèle optimal

Corrélations

		END	ROI	LQD	AUT	GAR	CA	CRCM	INT
END	Corrélation de Pearson Sig. (bilatérale) N	1 300	-	-	-	-	-	-	-
ROI	Corrélation de Pearson Sig. (bilatérale) N	-,294 ,005 300	1 300	-	-	-	-	-	-
LQD	Corrélation de Pearson Sig. (bilatérale) N	-,140* ,015 300	,098 ,091 300	1 300	-	-	-	-	-
AUT	Corrélation de Pearson Sig. (bilatérale) N	-,048 ,404 300	,302* ,000 300	,103 ,075 300	1 300	-	-	-	-
GAR	Corrélation de Pearson Sig. (bilatérale) N	,026 ,653 300	-,043 ,463 300	-,098 ,089 300	-,413* ,000 300	1 300	-	-	-
CA	Corrélation de Pearson Sig. (bilatérale) N	,159* ,038 300	,019 ,748 300	,129* ,026 300	-,066 ,257 300	-,028 ,628 300	1 300	-	-
CRCM	Corrélation de Pearson Sig. (bilatérale) N	-,104* ,027 300	-,016 ,778 300	,238* ,000 300	,195* ,001 300	-,352* ,000 300	-,053 ,361 300	1 300	-
INT	Corrélation de Pearson Sig. (bilatérale) N	,162* ,005 300	-,172* ,003 300	-,011 ,848 300	-,271* ,000 300	,174* ,002 300	,051 ,379 300	-,280* ,000 300	1 300

L'analyse de la matrice de corrélation indique que la variable dépendante « END » est principalement corrélée à 5 variables explicatives avec un risque d'erreur de 5%. Il s'agit des variables « ROI », « LQD », « CA », « CRCM » et INT ». Les variables « GAR » et « AUT » présentent un risque d'erreur supérieur au seuil de significativité de 5% et marquent donc une absence de relation avec la variable à expliquer « END ». Les variables les plus corrélées à l'endettement sont la rentabilité (ROI) avec un coefficient de 29%, le Chiffre d'Affaires (CA) et le taux d'intérêt (INT) avec un coefficient de corrélation de 16%, suivi par les liquidités (LQD) avec un coefficient de 14% et les crédits commerciaux (CRCM) avec un coefficient de 10%.

Suite à l'analyse de la matrice de corrélation, nous remarquons que les variables :

- Le chiffre d'affaire
 - Le taux d'intérêt
- } Sont positivement corrélées à la variable dépendante « END »

- Retour sur investissement
 - Liquidités
 - Crédits commerciaux
- } Sont négativement corrélées à la variable dépendante « END »

Quant aux relations entre variables explicatives, nous constatons que les coefficients de corrélation de Pearson sont d'un niveau acceptable, nous pouvons donc attester l'absence de multi colinéarité.

Afin d'affiner l'analyse de multi colinéarité et de confirmer notre précédent résultat, nous avons procédé à un autre test statistique nommé Test de Klein. Ce test est fondé sur la comparaison du coefficient de détermination R^2 , calculé sur un modèle à 7 variables explicatives, avec chaque coefficient de corrélation partielle.

L'idée du test est la suivante : Si le coefficient de détermination est supérieur à chaque coefficient de corrélation partielle, nous pourrions en conclure l'absence de multi colinéarité :

Tableau n°36 : Test de Klein, coefficients de corrélation partiels

Corrélations

		ROI	LQD	AUT	GAR	CA	CRCM	INT
ROI	Corrélation	1,000	,086	,299	-,040	,024	-,026	-,159
	Signification (bilatérale)	.	,139	,000	,488	,675	,650	,006
	ddl	0	297	297	297	297	297	297
LQD	Corrélation	,086	1,000	,097	-,096	,139	,227	,012
	Signification (bilatérale)	,139	.	,093	,099	,016	,000	,838
	ddl	297	0	297	297	297	297	297
AUT	Corrélation	,299	,097	1,000	-,413	-,063	,191	-,267
	Signification (bilatérale)	,000	,093	.	,000	,278	,001	,000
	ddl	297	297	0	297	297	297	297
GAR	Corrélation	-,040	-,096	-,413	1,000	-,030	-,352	,172
	Signification (bilatérale)	,488	,099	,000	.	,609	,000	,003
	ddl	297	297	297	0	297	297	297
CA	Corrélation	,024	,139	-,063	-,030	1,000	-,047	,042
	Signification (bilatérale)	,675	,016	,278	,609	.	,417	,470
	ddl	297	297	297	297	0	297	297
CRCM	Corrélation	-,026	,227	,191	-,352	-,047	1,000	-,268
	Signification (bilatérale)	,650	,000	,001	,000	,417	.	,000
	ddl	297	297	297	297	297	0	297
INT	Corrélation	-,159	,012	-,267	,172	,042	-,268	1,000
	Signification (bilatérale)	,006	,838	,000	,003	,470	,000	.
	ddl	297	297	297	297	297	297	0

Suivant la matrice de corrélation, nous remarquons que le coefficient de corrélation partielle de toutes les variables est inférieur au coefficient de détermination R², qui est de l'ordre de 86%. Le test de Klein confirme donc l'absence de multi colinéarité des variables.

A présent, nous allons proposer une régression, dont l'objectif est d'obtenir le meilleur modèle possible. Ce « modèle optimal » étant celui qui sera composé des variables présentant la plus forte corrélation avec la série à expliquer : « END », et à la fois les moins corrélées entre elles. Rappelons que dans le but d'éliminer les effets de la multi colinéarité, plusieurs méthodes ont été présentées telle que la méthode de régression pas à pas ou Stepwise. Cette méthode consiste en une sélection successive des variables Xi dont les coefficients de corrélation avec la variable à expliquer (END) sont les plus éminents. Cela permet d'éliminer « pas à pas » toutes les variables non significatives du modèle. A ce niveau-ci, la sélection s'arrêtera si les T-Student de l'ensemble des variables sont inférieurs au seuil critique de (1,96).

Rappelons que la méthode pas à pas ou Stepwise a été traitée précédemment, celle-ci nous a en effet permis d'éliminer 2 variables non significatives et d'en conserver cinq, d'où l'obtention d'un nouveau modèle.

2-1- Estimation du modèle à 5 variables explicatives :

Nous présenterons dans cette partie le modèle obtenu après élimination des variables non significatives. Le modèle à 5 variables explicatives est formulé comme suit :

$$END_{it} = \alpha_0 + \alpha_1 ROI_{it} + \alpha_2 LQD_{it} + \alpha_3 CA_{it} + \alpha_4 CRCM_{it} + \alpha_5 INT_{it} + \varepsilon_{it}$$

Avec $i \in [1;60]$ (individus) ; $\forall t \in [1;5]$ (Années)

Les résultats de l'estimation sont comme suit: (Cf. sorties d'E-Views en annexe)

Tableau n°37 : Résultats régression, modèle à cinq variables (MCO)

Variable	Coefficient	Std.Error	t-Statistic	Prob.
C	0.339757	0.334981	1.014258	0.3115
ROI	-4.767226	0.655092	-7.277190	0.0000
LQD	-7.79E-05	1.17E-05	-6.639539	0.0000
CA	0.297388	0.070964	4.190709	0.0000
CRCM	-0.682544	0.150574	-4.532943	0.0000
INT	7.980766	2.358148	3.384336	0.0008
R-squared	0.898233	Mean dependent var		10.28852
Adjusted R-squared	0.870518	S.D. dependent var		13.40481
S.E. of regression	4.112796	Sum squared resid		3975.047
F-statistic	32.40939	Durbin-Watson stat		1.860877
Prob(F-statistic)	0.000000			

- **Modèle estimé:**

$$\text{END} = 0.339757308595 - 4.76722567643 \cdot \text{ROI} - 7.78998752301 \cdot 10^{-5} \cdot \text{LQD} + 0.29738804348 \cdot \text{CA} - 0.682544026567 \cdot \text{CRCM} + 7.98076635378 \cdot \text{INT}$$

Les résultats statistiques fournis par le logiciel E-Views montrent que l'ajustement du modèle est globalement satisfaisant. En effet, le test de Fisher, permettant de savoir si au moins une des variables explicatives du modèle explique l'endettement, montre que le modèle est globalement significatif. Nous remarquons également que la P-value du test de Student de toutes les variables explicatives est inférieure au niveau de significativité 5%. Toutes les variables indépendantes sont donc significatives (et leurs coefficients sont différents de 0).

Notons effectivement que dans le cadre de l'étude de la significativité globale du modèle, nous avons appliqué le test de Fisher⁴¹⁵. Puisque la probabilité de Fisher obtenue est inférieure à 5%, nous en déduisons alors que le modèle est globalement significatif. La pertinence et la bonne qualité d'ajustement du modèle est par ailleurs confirmée par le coefficient de détermination R² ajusté avec une valeur de 87%.

Tableau n°38 : Matrice de corrélation du modèle à 5 variables

Corrélations

		END	ROI	LQD	CA	CRCM	INT
END	Corrélation de Pearson	1	-	-	-	-	-
	Sig. (bilatérale)						
	N	300					
ROI	Corrélation de Pearson	-,294	1	-	-	-	-
	Sig. (bilatérale)	,005					
	N	300	300				
LQD	Corrélation de Pearson	-,140*	,098	1	-	-	-
	Sig. (bilatérale)	,015	,091				
	N	300	300	300			
CA	Corrélation de Pearson	,159	,019	,129*	1	-	-
	Sig. (bilatérale)	,038	,748	,026			
	N	300	300	300	300		
CRCM	Corrélation de Pearson	-,104	-,016	,238*	-,053	1	-
	Sig. (bilatérale)	,027	,778	,000	,361		
	N	300	300	300	300	300	
INT	Corrélation de Pearson	,162*	-,172*	-,011	,051	-,280*	1
	Sig. (bilatérale)	,005	,003	,848	,379	,000	
	N	300	300	300	300	300	300

*. La corrélation est significative au niveau 0.05 (bilatéral).

⁴¹⁵ Dont le but est de nous permettre de voir si au moins une des variables indépendantes du modèle explique l'endettement

Cela veut dire que les variables explicatives expliquent plus de 87% de la variable à expliquer « END », d'où la pertinence du modèle.

Par ailleurs, notons que le taux d'intérêt et les liquidités représentent les variables les plus corrélées à la dette avec des coefficients de corrélation respectifs de 16% et 14%. Ces valeurs, quoiqu'acceptables, ne traduisent tout de même pas une forte corrélation puisqu'elles demeurent inférieures au coefficient de détermination.

- **Relation entre Endettement et variables explicatives :**

VARIABLES EXPLICATIVES	RELATION EMPIRIQUE
ROI	Négative
LQD	Négative
CA	Positive
CRCM	Négative
INT	Positive

*(La relation entre l'endettement et les variables explicatives se détermine par le signe du coefficient estimé) *Voir la colonne « Coefficient » dans le tableau des estimations.*

Rappelons toutefois que malgré l'apparente fiabilité de notre modèle, il subsiste un risque qui est celui du non respect des hypothèses de base de la régression linéaire (à savoir le risque de multi colinéarité des variables explicatives). C'est la raison pour laquelle nous chercherons ci-dessous à nous assurer que l'estimation par la méthode des (MCO) est non biaisée.

2-2-Risque de multi colinéarité des variables :

Nous testons ci-après la multi colinéarité des variables à travers le test de Klein. Celui-ci se base sur la comparaison entre le coefficient de détermination et chaque coefficient de corrélation partielle.

Tableau n°39 : Test de Klein, coefficients de corrélation partiels

Corrélations

		ROI	LQD	CA	CRCM	INT
ROI	Corrélation	1,000	,086	,024	-,026	-,159
	Signification (bilatérale)	.	,139	,675	,650	,006
	ddl	0	297	297	297	297
LQD	Corrélation	,086	1,000	,139	,227	,012
	Signification (bilatérale)	,139	.	,016	,000	,838
	ddl	297	0	297	297	297
CA	Corrélation	,024	,139	1,000	-,047	,042
	Signification (bilatérale)	,675	,016	.	,417	,470
	ddl	297	297	0	297	297
CRCM	Corrélation	-,026	,227	-,047	1,000	-,268
	Signification (bilatérale)	,650	,000	,417	.	,000
	ddl	297	297	297	0	297
INT	Corrélation	-,159	,012	,042	-,268	1,000
	Signification (bilatérale)	,006	,838	,470	,000	.
	ddl	297	297	297	297	0

Les résultats obtenus, à partir de notre matrice de corrélation, font ressortir l'absence de coefficient de corrélation partielle entre variables explicatives, qui soit supérieur au coefficient de détermination R^2 (d'une valeur de 89%). Le test de Klein nous permet donc de rejeter l'hypothèse de multi colinéarité des variables.

2-3-Risque d'auto corrélation des erreurs :

Une auto corrélation des erreurs peut être observée :

- Dans le cas d'existence de variables explicatives importantes omises, et dont l'explication résiduelle permettrait de blanchir les erreurs
- Dans le cas d'une mauvaise spécification du modèle.

Afin de pouvoir repérer une éventuelle auto corrélation, nous entamons une analyse des résidus par :

1. Le test de Durbin-Watson
2. Le test de Breusch-Godfrey

1. Le résultat du test de Durbin-Watson est présenté au niveau de la table des estimations. Nous remarquons que la valeur de la statistique DW est de l'ordre de 1.86, soit une valeur supérieure à 1.7 et proche de 2.

Cette valeur prouve l'absence d'auto corrélation des erreurs d'ordre 1. Signalons toutefois que le test de Durbin Watson demeure un test présomptif d'indépendance des erreurs seulement.

2. Le test de Breusch-Godfrey est fondé sur un test de Fisher de nullité de coefficient ou de Multiplicateur de Lagrange. Il permet de tester une auto corrélation d'un ordre supérieur à 1, et reste valide, contrairement au test de Durbin-Watson, même en présence de variable à expliquer retardée parmi les variables explicatives. Il est donc plus pertinent et approprié, sur des données annuelles, de calculer une auto corrélation d'ordre deux.

Le test de Breusch-Godfrey fournit les résultats suivants :

Tableau n°40 : Test de Breusch-Godfrey, modèle à 5 variables

Breusch-Godfrey Serial Correlation LM Test:

F-statistic	29.73100	Prob. F(2,292)	0.0000
Obs*R-squared	50.75541	Prob. Chi-Square(2)	0.0000

L'hypothèse testée est celle de l'auto corrélation de 1^{er} et 2^{ème} rang des résidus. D'après les résultats affichés ci-dessus, et sachant que la P-value est inférieure à 0.05, nous rejetons l'hypothèse nulle (d'auto corrélation des erreurs).

Le test de Breusch-Godfrey nous confirme donc l'absence d'auto corrélation des erreurs obtenu précédemment par le test de Durbin-Watson.

3- Econométrie des données panel par secteur d'activités :

Dans l'exploitation de nos données par secteurs d'activité, étant donné le nombre d'observations plus réduits par catégorie, et puisque nous choisissons de réaliser une étude plus en profondeur, il nous semble à présent nécessaire de procéder à un test de spécification du modèle. En effet, lorsque nous avons un échantillon de données de Panel, la toute première chose à vérifier est la spécification hétérogène ou homogène du modèle :

- Economiquement parlant, recourir aux tests de spécifications permet de savoir si nous pouvons supposer que le modèle théorique est tout à fait identique pour chaque Entreprise ou s'il existe des spécificités propres à chaque unité.

- Sur le plan économétrique, il s'agit de vérifier l'égalité des coefficients du modèle au niveau de la dimension individuelle (Test de Fischer).

Se présentent alors deux cas de figures :

1. Les modèles homogènes estimés par la méthode des moindres carrés ordinaires (MCO)
2. Les modèles hétérogènes mobilisant d'autres estimateurs. Il s'agit principalement :
 - a) Des modèles à effets individuels aléatoires (estimés par la méthode des moindres carrés généralisées (MCG) et postulant une absence de corrélation entre les variables individuelles inobservables et les variables explicatives du modèle)
 - b) Des modèles à effet fixe utilisant les estimations « Within » (ce modèle-ci permet la corrélation citée ci-dessus)

Rappelons par ailleurs que le choix entre ces deux modèles se fait par le moyen de tests de spécification tel que le test de Fischer et le test de Hausman (1987).

Citons également les éventuelles difficultés liées :

- A la pertinence des variables explicatives du modèle.
- Aux questions d'hétéroscédasticité et aux erreurs de mesure.

Pour cela, des outils économétriques plus adaptés peuvent être mobilisés, telle la méthode des moments généralisés⁴¹⁶ (MMG) pour le cas des modèles dynamiques à variables retardées.

Ceci dit, la mobilisation de tels modèles requiert de longs Panels.

Pour notre cas, dans un souci d'optimisation de la période d'estimation, nous avons opté pour la méthode communément admise du modèle statique, et dans le but de réduire les risques de biais nous avons :

- Testé les hypothèses relatives aux modèles de régression déjà exposées
- Mobilisé les estimateurs adéquats proposés par la littérature économétrique relative au modèle statique.

⁴¹⁶ Cette méthode a le mérite de tester les effets spécifiques temporels et individuels et de minimiser les biais d'endogénéité des variables, en particulier en cas d'existence d'un ou plusieurs retards de la variable dépendante

3-1- Hétérogénéité des données et meilleur estimateur du panel :

Il existe globalement quatre types de modèles canoniques dans l'économétrie des données de panel :

- Modèles à effets fixes
- Modèles à erreurs composées
- Modèles à coefficients composés
- Modèles à coefficients aléatoires

Ainsi, le premier souci à délier lorsqu'on travaille sur des données de panel, est celui du choix de la spécification qui répond le mieux à nos besoins. Voilà pourquoi nous avons effectué un test de spécification avant d'entamer l'estimation du modèle (soit dans le but de vérifier s'il existe un effet spécifique à chaque Entreprise). Pour ce faire, nous avons procédé au test de Fisher qui nous permettra de choisir entre un modèle « Pooled » ou un modèle à effets spécifiques⁴¹⁷.

3-1-1-Test de Fischer : Test de spécification pour savoir si le modèle est avec ou sans effets :

Le principe du test est le suivant :

H_0 : Modèle pooled

H_1 : Modèle à effets

Ce test est directement exécutable sur le logiciel Eviews. Si la P-value associée à la statistique du test est $> 5\%$, nous ne pourrions pas rejeter l'hypothèse nulle d'absence d'effets spécifiques au seuil de 5%. Dans ce cas, le modèle à estimer sera qualifié de panel homogène.

Tableau n°41 : La statistique de Fischer, test de spécification

	Industrie	Commerce	Services
La statistique de Fischer	2.789072	12.68089	26.07486
p-value	0.008980	0.000000	0.000000

A la lecture de ce tableau, nous constatons que la P-value associée à la statistique de Fischer calculée pour chaque modèle est nettement inférieure à 5%. Cela signifie qu'il s'agit de modèles à effets spécifiques ou individuels. L'utilisation des données de panel

⁴¹⁷ Et donc de savoir si nous devons estimer notre modèle sur données de panel ou sur un modèle qui traite chaque Entreprise une à une.

est par conséquent bien adaptée à la situation que nous décrivons. Mais cet effet spécifique peut être fixe ou aléatoire.

Il faut donc effectuer un second test de spécification pour décider du caractère aléatoire ou non des effets spécifiques. Le test le plus répandu pour résoudre ce genre de problème est celui de Hausman.

3-1-2-Test de Hausman :

Ce test nous permettra de savoir si le modèle est à effets fixes ou à effets aléatoires. L'hypothèse testée concerne la corrélation des effets individuels et des variables explicatives :

$H_0 : E(\beta_i/X_i) = 0$ (présence d'effets aléatoires).

$H_1 : E(\beta_i/X_i) \neq 0$

Ce test peut être interprété comme un test de spécification.

- a) Sous H_0 , le modèle peut être spécifié avec des effets individuels aléatoires. Nous devons alors retenir l'estimateur des MCG
- b) Sous l'hypothèse alternative H_1 , le modèle devra être spécifié avec des effets individuels fixes et l'estimateur Within sera utilisé.

Tableau n°42: Test de Hausman

	Industrie	Commerce	Services
Test de Hausman	10.335498	1.883847	19.774146
(p-value)	0.1703	0.9660	0.0061

Nous sommes amenés à accepter l'hypothèse de présence d'effets individuels spécifiques aléatoires, au seuil de 5% sur notre modèle concernant « l'industrie » et le « commerce ». Sur le secteur des « Services », cette hypothèse sera tout simplement rejetée, puisque la P-value = 0.00061 est inférieure au niveau de significativité 5%.

Nous en concluons donc que le modèle à effets aléatoires donne un meilleur ajustement pour les modèles du secteur commercial et industriel. Nous opterons toutefois pour un modèle à effets fixes pour la régression du modèle du secteur des services.

Le meilleur estimateur sans biais de la fonction d'endettement financier des deux secteurs « commerce » et « l'industrie », est donc l'estimateur à effets aléatoires (GLS Random effect) et le meilleur estimateur sans biais de la fonction d'endettement du secteur de services est l'estimateur à effets fixes (Within).

Signalons toutefois qu'une autre estimation peut être utilisée en panel : l'opérateur Between. La principale difficulté avec cet estimateur réside dans le fait que celui-ci néglige l'intérêt de la dimension temporelle. Et puisque l'information apportée par la variation du comportement des PME vis-à-vis de l'endettement dans le temps ne peut être écartée, nous optons pour le Within.

D'ailleurs plusieurs études empiriques confirment ce constat et utilisent le « Within » dans l'estimation de la fonction d'endettement financier (Kremp et Al. 1999).

3-2- Une troisième estimation par secteurs d'activités , modèle à effets fixes :

3-2-1- PME prestataires de services :

Comme nous l'avons mentionné plus haut au niveau du test de Hausman, le modèle à effets fixes fournit un meilleur ajustement en considérant la différence entre chaque Entreprise parmi celles prestataires de services.

Nous appliquons ainsi l'estimateur « *Within* » qui permet d'estimer, sans biais, un modèle à effets fixes. Rappelons toutefois que ce type d'estimateur ne peut être utilisé que si les erreurs sont « **homoscédastiques** » et **non auto corrélées**.

Raison pour laquelle nous appliquons tout d'abord les tests d'hétéroscédasticité et d'auto corrélation des erreurs.

3-2-1-1-Test d'hétéroscédasticité :

Pour tester l'hétéroscédasticité dans notre modèle, nous avons fait appel au test de Breusch-Pagan. Puisque la spécification des effets individuels de nos modèles a favorisé les effets fixes, nous ajoutons donc le « Modified Wald test », fréquemment utilisé pour tester l'hétéroscédasticité dans les modèles à effets fixes.

Tableau n°43 : Test de Breusch-Pagan, PME prestataires de services

Breusch and Pagan Lagrangian multiplier test for random effects		
end[Code_PME,t] = Xb + u[Code_PME] + e[Code_PME,t]		
Estimated results:		
	Var	sd = sqrt(Var)
-----+-----		
end	1.631266	1.27721
e	.1038786	.3223021
u	.3471727	.5892136
Test: Var(u) = 0		
	chi2(1) =	24.67
	Prob > chi2 =	0.0000

D'après le test de Breusch-Pagan, l'homogénéité du modèle ne peut être conservée. Mais ceci ne se confirmera qu'après l'utilisation du test « modified Wald ». En effet, celui-ci testera l'hétéroscédasticité dans un modèle à effets fixes (ce qui est notre cas).

Tableau n°44 : Test « modified Wald », PME prestataires de services

```
Modified Wald test for groupwise heteroskedasticity
in fixed effect regression model
H0:  $\sigma(i)^2 = \sigma^2$  for all i
chi2 (12) = 176.29
Prob>chi2 = 0.0000
```

Dans le modèle concernant les PME prestataires de services et avec l'endettement financier comme variable dépendante, les deux tests ci-dessus concluent à l'hétéroscédasticité de la structure. Ceci est déduit à partir de la Prob>chi2 qui est inférieure à 5%. D'où le rejet de l'hypothèse nulle.

3-2-1-2-Test d'autocorrélation :

Nous avons utilisé le test de Wooldridge d'autocorrélation sur notre modèle « PME prestataires de services ». L'hypothèse H_0 d'absence d'autocorrélation des erreurs de premier ordre, générée par le test de Wooldridge d'autocorrélation sur données de panel, est donc acceptée.

En effet, Les résultats du test de Wooldridge montrent que la P-value est supérieure à 5%. Nous concluons donc l'absence d'autocorrélation des erreurs.

Tableau n°45 : Test de Wooldridge, PME prestataires de services

```
Wooldridge test for autocorrelation in panel data
H0: no first-order autocorrelation
F( 1, 10) = 5.257
Prob > F = 0.0448
```

Le modèle des PME prestataires de services contiennent des effets fixes très importants mais sont hétéroscédastes avec des erreurs autocorrélées⁴¹⁸. Nous devons donc recourir à l'estimateur « within » pour les régressions avec corrections de l'hétéroscédasticité et de l'autocorrélation des erreurs.

⁴¹⁸ (Ainsi, pour estimer notre modèle, nous allons utiliser la commande **xtscc** qui permet de neutraliser l'hétéroscédasticité et de corriger l'autocorrélation des erreurs tout en maintenant l'utilisation de l'estimateur within concernant le modèle à effets fixes).

3-2-1-3-Estimation du modèle des PME prestataires de services :

Tableau n°46 : Résultats régression PME prestataires de services

Variable	Coefficient	Std.Error	t-Statistic	Prob.
C	10.81209	1.301444	8.31	0.000
ROI	.8664561	.4868583	1.78	0.103*
LQD	-.0000744	4.14e-06	-17.99	0.000
AUT	-4.442141	.2113487	-21.02	0.000
GAR	-.3016772	.2352609	-1.28	0.226*
CA	1.241617	.2675165	4.64	0.001
CRCM	-1.538639	.2143689	-7.18	0.000
INT	-5.734775	1.769666	-3.24	0.008
Within R-squared	0.8484	*Variable non significative au seuil de significativité (5%)		
F-statistic	153.01			
Prob(F-statistic)	0.0000			

On remarque que les variables ayant une P-value inférieure à 5% (ou une valeur absolue de t-Statistic supérieure à 1.96) représentent les variables qui expliquent la variable dépendante « Endettement ».

Il s'agit des variables « taux d'intérêt », « liquidités », « crédits commerciaux », « autofinancement » et « chiffre d'affaire ». Par ailleurs, on remarque que les variables déclarées expliquent plus de 84% de l'endettement financier, d'où la bonne qualité d'ajustement du modèle. De plus, nous remarquons la significativité globale du modèle puisque la P-value du test de Fischer est inférieure à 5%.

- Relation empirique :

Variables explicatives	Relation empirique
ROI	NS
LQD	Négative
AUT	Négative
GAR	NS
CA	Positive
CRCM	Négative
INT	Négative

3-3- Troisième estimation par secteurs d'activités, modèle à effets aléatoires :

3-3-1-PME commerciales :

Avant de passer au test, nous procédons tout d'abord au test d'hétéroscédasticité et d'autocorrélation des erreurs afin d'obtenir des estimations plus précises.

3-3-1-1-Test d'hétéroscédasticité :

Nous procédons de la même manière que la section des PME prestataires de services, au test de Breusch-Pagan.

Tableau n°47 : Test de Breusch-Pagan, PME commerciales

```
Breusch and Pagan Lagrangian multiplier test for random effects

end[CODE_PME,t] = Xb + u[CODE_PME] + e[CODE_PME,t]

Estimated results:
-----+-----
          |          Var          sd = sqrt(Var)
          +-----+-----
          |          |          |
          |          |          |
end |    69.78193    8.353558
e   |    74.45768    8.628886
u   |    4.771305    2.184332

Test:   Var(u) = 0
          chi2(1) =    1.39
          Prob > chi2 =    0.2381
```

D'après le résultat du test, la probabilité est supérieure à 5%, nous acceptons donc l'hypothèse nulle d'homoscédasticité.

3-3-1-2-Test d'autocorrélation :

Tableau n°48 : test de Wooldridge, PME commerciales

```
Wooldridge test for autocorrelation in panel data
H0: no first-order autocorrelation
F( 1, 10) = 812.880
Prob > F = 0.0000
```

Le test de Wooldridge confirme l'autocorrélation des erreurs. En effet, la P-value est inférieure à 0.05, nous poussant donc à rejeter l'hypothèse nulle de non autocorrélation des erreurs.

3-3-1-3-Estimation du modèle à sept variables explicatives :

L'estimateur utilisé dans ce cas est celui correspondant au modèle à effets aléatoires (GLS « Generalized Lease Square » Random Effect), auquel nous avons eu recours tout en corrigeant l'autocorrélation des erreurs.

Tableau n°49 : Résultats régression PME commerciales

Variable	Coefficient	Std.Error	t-Statistic	Prob.
C	-2.600576	2.524244	-1.030240	0.3092*
ROI	-7.468257	5.990524	-1.246678	0.2200*
LQD	-0.000204	6.27E-05	-3.258147	0.0023
AUT	-3.849245	1.027095	-3.747701	0.0006
GAR	-6.259375	1.189497	-5.262202	0.0026
CA	1.944483	0.553032	3.516038	0.0011
CRCM	-1.655403	0.883142	-1.874447	0.0684*
INT	2.701473	10.39971	0.259764	0.7964*
R-squared	0.598630	Mean dependent var		0.232056
Adjusted R-squared	0.504246	S.D. dependent var		0.502178
S.E. of regression	0.353582	Sum squared resid		4.875795
F-statistic	6.975646	Durbin-Watson stat		2.515889
Prob(F-statistic)	0.000011			

**Les coefficients sont non significatifs puisque la probabilité est supérieure au seuil préalablement défini (5%)*

L'application du test d'Hausman sur ce sous échantillon confirme que le modèle est à effets aléatoires. L'estimateur de MCG (Random effect GLS) semble donc être le meilleur estimateur et fait ressortir trois variables non significatives sur les sept variables sélectionnées. Ces variables sont le taux d'intérêt (INT), les crédits commerciaux (CRCM) et le retour sur l'investissement (ROI).

La statistique de Fisher obtenue indique que le modèle est globalement significatif au seuil de 5% avec une Prob = 0.000011 (inférieure à 5%). La qualité de l'ajustement est bonne puisque le modèle explique 60% de la variance totale. Cela signifie que nos variables expliquent l'endettement financier du secteur commercial à hauteur de 60%.

Variables explicatives	Relation empirique
ROI	NS
LQD	Négative
AUT	Négative
GAR	Négative
CA	Positive
CRCM	NS
INT	NS

*(La relation entre l'endettement et les variables explicatives se détermine par le signe du coefficient estimé) *Voir la colonne « Coefficient » dans le tableau des estimations.*

3-3-2-PME industrielles :

Les estimations du modèle à sept variables sur le panel des PME industrielles font ressortir ce qui suit :

3-3-2-1-Test d'hétéroscédasticité :

Tableau n°50 : Test de Breusch-Pagan, PME industrielles

```
Breusch and Pagan Lagrangian multiplier test for random effects

end[Code_PME,t] = Xb + u[Code_PME] + e[Code_PME,t]

Estimated results:
-----+-----
          |          Var          sd = sqrt(Var)
-----+-----
          |
end |          14.405          3.795392
e |          12.42124          3.524378
u |           .7105358          .8429328

Test:   Var(u) = 0
              chi2(1) =          1.17
              Prob > chi2 =          0.2793:
```

La p-value étant supérieure à 0.05, nous concluons, d'après le test de Breusch-Pagan d'hétéroscédasticité, que la structure est homoscedastique.

3-3-2-2-Test d'autocorrélation:

Tableau n°51 : Test de Wooldridge PME industrielles

```
Wooldridge test for autocorrelation in panel data
H0: no first-order autocorrelation
      F( 1,          33) =          956.025
      Prob > F =          0.0000
```

Ce test confirme l'autocorrélation des erreurs puisqu'il rejette l'hypothèse nulle d'absence d'autocorrélation d'ordre 1. Nous pouvons déduire cela à partir de la P-value qui ressort inférieure à 0.05.

3-3-2-3-Estimation du modèle avec 7 variables explicatives :

Tableau n°52 : Résultats régression PME industrielles

Variable	Coefficient	Std.Error	t-Statistic	Prob.
C	-0.418323	1.261903	-0.331502	0.7407
ROI	-5.692674	2.807450	-2.027703	0.0442
LQD	-0.000111	3.71E-05	-2.991734	0.0032
AUT	0.737976	0.560226	1.317284	0.1895
GAR	0.898965	2.133637	0.421330	0.6741
CA	0.224185	0.235642	0.951382	0.3428
CRCM	-1.471912	0.324322	-4.538428	0.0000
INT	34.19343	6.352190	5.382935	0.0000
R-squared	0.569075	Mean dependent var		1.513845
Adjusted R-squared	0.500741	S.D. dependent var		3.470435
S.E. of regression	3.381243	Sum squared resid		1920.711
F-statistic	1.869825	Durbin-Watson stat		1.282851
Prob(F-statistic)	0.046525			

*(La relation entre l'endettement et les variables explicatives se détermine par le signe du coefficient estimé) *Voir la colonne « Coefficient » dans le tableau des estimations.*

Nous obtenons comme résultats 3 variables parmi les 7 de notre modèle, n'expliquant pas l'endettement des PME industrielles. Il s'agit de l'autofinancement (AUT), la garantie (GAR) et le chiffre d'affaires (CA). Ces variables n'ont donc aucun impact sur le levier financier.

Nous déduisons ceci en analysant la P-value qui ressort supérieure à 5% (cela veut dire pour ces variables résultant qu'elles sont non significatives). Nous constatons également que ce modèle offre un coefficient d'ajustement de plus 56% avec une significativité globale assurée, puisque la P-value de la statistique de Fischer est inférieure à 0.05.

- Relation empirique :

VARIABLES explicatives	Relation empirique
ROI	Négative
LQD	Négative
AUT	NS
GAR	NS
CA	NS
CRCM	Négative
INT	Positive

Tableau n°53 : Hypothèses et Résultats par secteurs d'activité

Hypothèses		Relation théorique	Résultats		
			Secteur des services	Commerces	Industrie
H ₁	Impact de la rentabilité	-	NS	NS	-
H ₂	Impact des liquidités	-	-	-	-
H ₃	Impact de l'auto-financement	-	-	-	NS
H ₄	Impact des garanties	+	NS	-	NS
H ₅	Impact du CA	+	+	+	NS
H ₆	Impact des dettes commerciales	-	-	NS	-
H ₇	Impact des charges financières	-	-	NS	+

3-3-3-Traitement des résultats:

Hypothèses	Relation théorique		Résultats		
			Secteur des services	Commerces	Industrie
H₁	Impact de la rentabilité	-	NS	NS	-
Commentaires			<p>1. Pour les PME relevant des services et des commerces, la variable Rentabilité ressort non significative</p> <p>2. Pour les PME opérant dans l'Industrie, l'impact de la variable Rentabilité ressort négatif. Ce lien soutient l'hypothèse de la Pecking Order Theory qui postule qu'à mesure que les bénéfices nets de l'activité s'accroissent, toute Entreprise devrait être capable de générer davantage de ressources internes, et donc recourir dans une moindre mesure à l'endettement.</p> <p>Ces résultats ont également été obtenus par : Titman & Wessels (1988) Rajan & Zingales (1995) Biais et Al (1995), Kremp & Stoss (2001)⁴¹⁹ et Mulkay & Sassenou (1995)</p>		

⁴¹⁹ Kremp E. & Stöss E. (2001), « L'endettement des Entreprises industrielles françaises et allemandes : des évolutions distinctes malgré des déterminants proches », *Économie et Statistique*, n° 341-342

Hypothèses	Relation théorique		Résultats		
			Secteur des services	Commerces	Industrie
H ₂	Impact des liquidités	-	-	-	-
Commentaires			<p>Nous obtenons une relation négative, pour les PME opérant dans les trois secteurs, entre liquidités et dette financière. Cela nous conforte dans notre hypothèse de départ. En effet, cela veut dire que :</p> <ol style="list-style-type: none"> 1. Plus les PME disposent de liquidités moins elles sont enclines à s'endetter car elles disposent déjà d'un moyen de financement 2. Les PME utilisent les Cash-Flow dégagés pour rembourser leurs dettes <p>Nous constatons alors que l'augmentation des liquidités pousse l'ensemble des PME à réduire leurs dettes indépendamment de la nature de leurs activités. Ce résultat a été obtenu par Ozkan (2001)⁴²⁰ sur des données britanniques, puis par Trabelsi (2006) et Besbes et Boujelbene (2011)⁴²¹ sur des données Françaises.</p>		

⁴²⁰ OZKAN, A., (2001) "Determinants of capital structure and adjustment to long run target: evidence from UK company panel data", *Journal of Business Finance and Accounting*, 28, Pg 175–199.

⁴²¹ Besbes L. et BOUJELBENE Y. (2011) « Le rôle de la dette à court terme dans la structure du capital ; cas des Entreprises Françaises »

Hypothèses	Relation théorique		Résultats		
			Secteur des services	Commerces	Industrie
H ₃	Impact de l'autofinancement	-	-	-	NS
Commentaires			<p>La relation entre la variable Autofinancement et dette financière ressort négative pour les PME opérant dans les services et commerces. Cela confirme l'hypothèse relative à la POT qui avance qu'une bonne capacité d'autofinancement servira de substitut à la dette et qu'au contraire, un déficit de financement aura tendance, dans le contexte de la POT, à favoriser l'endettement.</p> <p>Cette conclusion rejoint effectivement les prescriptions de la POT, car une meilleure rentabilité implique également une probabilité d'autofinancement plus importante. Nos résultats peuvent être corroborés par les études empiriques de Bourdieu & Colin-Sédillot (1993), Nekhili (1994) et Mulkay & Sassenou (1995)</p>		

Hypothèses	Relation théorique		Résultats		
			Secteur des services	Commerces	Industrie
H ₄	Impact des garanties	+	NS	-	NS
Commentaires			<p>Selon les tenants de la POT, et dans la lignée d'autres cadres théoriques tels que la théorie de l'agence et de l'arbitrage plus une Entreprise possède des actifs tangibles, moins elle sera sensible aux asymétries d'information et plus elle aura de chances d'accéder aux crédits bancaires (le risque d'anti sélection et d'aléa moral étant minimisés). La relation est donc supposée positive entre garanties et endettement (Titman et Wissels, 1988). Un consensus a même été établi sur la tangibilité des actifs et l'octroi des crédits (De Miguel, Pindado, 2001⁴²²).</p> <p>Nous obtenons un résultat intéressant à ce niveau-là. En effet, nous constatons l'absence d'impact des garanties pour les PME industrielles. En effet, la théorie de l'agence postule l'existence d'une relation positive qui aurait été d'autant plus importante pour les Entreprises industrielles, car celle-ci disposeraient normalement d'importantes immobilisations corporelles du fait de leur activité. Notre hypothèse est donc rejetée.</p> <p>Cela pourrait s'expliquer par un recours plus ou moins fréquent à des biens personnels (ne figurant pas sur les Bilans de ces Entreprises) à titre de garanties (cautions personnelles, cautions hypothécaires inscrites au nom du dirigeant). En effet, les banques exigent souvent en pratique des garanties tangibles sur le patrimoine personnel de l'entrepreneur.</p> <p>Nous obtenons toutefois une relation négative entre tangibilité des actifs et endettement financier pour les Entreprises commerciales, ce qui est surprenant et ne va pas de pair avec les prédictions de la théorie de l'Agence.</p>		

⁴²² DE MIGUEL. A, PINADO. J (2001), "Determinants of capital structure: New evidence from Spanish panel Data", *Journal of Corporate Finance*, Volume 7, Pg 77- 99.

Une explication à cela résiderait dans la nature commerciale de ces Entreprises dont la valeur réside principalement dans ses actifs incorporels (Goodwill) et non ses actifs tangibles. Voilà pourquoi nous n'avons pas obtenu de relation positive.

Nous pourrions expliquer la relation négative obtenue par le fait que la prépondérance de l'actif immobilisé en tant que variable puisse parfois être utilisée comme estimateur du risque d'exploitation ; la relation attendue dans ce cas ressort négative. Cette conclusion a été soutenue par Dubois (1985).

De plus, sachant que l'endettement financier de notre échantillon est majoritairement constitué de dettes à court terme, nos résultats sont en ligne avec les travaux de Chittenden et al. (1996), Cassar et Al (2003), Hall et Al (2004)⁴²³, Nivorozhkin (2005)⁴²⁴ dont les résultats statistiques ont fait ressortir une relation positive entre tangibilité des actifs et dette à long terme et une relation négative entre tangibilité des actifs et dette à court terme car celle-ci n'avait pas vocation à être couverte par des actifs permanents ni à les financer.

Par ailleurs, quoiqu'un consensus existe entre les auteurs sur la relation majoritairement positive entre garanties et endettement, il convient de signaler que l'exigence systématique de garanties engendre des fois des phénomènes d'anti sélection lorsque des agents moins risqués sont écartés par une exigence de garanties rédhibitoires. C'est la raison pour laquelle, l'efficacité des actifs tangibles dans l'explication de la dette n'est pas absolue.

⁴²³ Hall, G. C., Hutchinson, P. J. & Michaelas N. (2004) "Determinants of the capital structures of European SMEs", *Journal of Business Finance and Accounting*, 31 (5-6), Pg 711-728

⁴²⁴ Nivorozhkin E. (2005) « Financing Choices of Firms in EU Accession Countries », *Emerging Markets Review*, 6 (2005), Pg 138-169

Hypothèses	Relation théorique		Résultats		
			Secteur des services	Commerces	Industrie
H ₅	Impact du CA	+	+	+	NS
Commentaires			<p>Rappelons tout d'abord que même si la taille de la firme est une mesure souvent utilisée dans les études empiriques, les auteurs ne s'accordent pas sur le sens de son impact sur le niveau d'endettement. En effet :</p> <ul style="list-style-type: none"> - Pour Shuetrim et al. (1993), Rajan & Zingales (1995), Bédué (1997)⁴²⁵ ainsi que Gaud & Elion (2002), la taille influence positivement le niveau d'endettement. - Pour Bourdieu & Colin-Sédillot (1993), Johnson (1997)⁴²⁶, Carpentier & Suret (1999), il existe une relation négative entre taille et endettement bancaire <p>Nous obtenons une relation positive pour les Entreprises commerciales et de services. Nous pouvons donc valider notre hypothèse relative à la POT concernant ces deux secteurs d'activité. La relation ressort toutefois non significative pour les Entreprises industrielles.</p>		

⁴²⁵ Bedue A. (1997), « Les déterminants de la structure financière des Entreprises françaises », *thèse de doctorat, Université de Paris X, Nanterre*

⁴²⁶ Johnson S.A. (1997), "An empirical analysis of the determinants of corporate debt ownership structure", *European Economic Review*, 44, Pg 281-304.

Hypothèses	Relation théorique		Résultats		
			Secteur des services	Commerces	Industrie
H ₆	Impact des dettes commerciales	-	-	NS	-
Commentaires			<p>Les résultats obtenus ont été corroborés par une étude réalisée par Ziane (2000), et selon laquelle les dettes commerciales constituent une forme alternative de financement externe. En effet, nous constatons qu'il existe bel et bien un rôle de « financement de substitution » joué par le crédit commercial, ou encore de « crédit gratuit », concurrent direct des autres sources de financement.</p> <p>Ainsi Selon Dietsch (1990)⁴²⁷ et Petersen et Rajan (1997)⁴²⁸ le crédit interentreprises, concurrent direct du financement bancaire, est préféré et substitué au crédit bancaire, à partir du moment où il est moins onéreux et disponible. Celui-ci représente même selon Dietsch (1998)⁴²⁹ plus de la moitié des dettes à court terme des Entreprises Françaises</p> <p>Le lien négatif que nous obtenons entre dettes commerciales et endettement financier confirme ce que l'on appelle les « effets de substitution ». En effet, selon la POT une Entreprise pourrait substituer un crédit commercial/interentreprises (délai fournisseur) à une dette financière (bancaire).</p> <p>Cette relation est vérifiée pour les PME industrielles et prestataires de services et inexistante pour les PME commerciales.</p>		

⁴²⁷ .DIETSCH M. (1990) 'Le crédit interentreprises, coûts et avantages', *Economie et Statistique*, volume 236, numéro 1, Pg 65-79

⁴²⁸ PETERSEN, R.RAJAN (1997) 'Trade credit: theory and evidence' *Review of Financial Studies*, n°3, Pg 661-691

⁴²⁹ DIETSCH M. (1998) 'Atouts et handicaps du crédit client face au crédit bancaire', *Revue d'Economie Financière*, n°46, Pg 175-193

Hypothèses	Relation théorique		Résultats		
			Secteur des services	Commerces	Industrie
H ₇	Impact des charges financières	-	-	NS	+
Commentaires			<p>1. Rappelons que le modèle de Modigliani et Miller (1963) prend en compte le rôle catalyseur de la fiscalité, en particulier, la déductibilité fiscale des charges d'intérêts. Leur postulat étant que la valeur de la firme endettée est égale à la valeur d'une firme non endettée augmentée de la valeur actuelle des économies d'impôt, à condition que l'Entreprise endettée soit rentable. Ceci pourrait pousser les Entreprises à maximiser l'endettement afin de bénéficier de l'avantage fiscal y afférent. (la relation entre dette et charges d'intérêts devrait donc ressortir positive)</p> <p>2. Ceci dit la théorie de l'arbitrage attire l'attention sur le risque de défaut ou de faillite qui limite cet endettement, car si la fiscalité favorise l'endettement de l'Entreprise, celui-ci risque aussi d'en accroître le risque de défaut (BIAIS B., HILLION P., MALECOT J., 1995). C'est ainsi qu'un niveau d'endettement d'équilibre est atteint à la suite d'un arbitrage entre la déductibilité des charges d'intérêts et les coûts marginaux liés aux risques de banqueroute.</p> <p>3. Par ailleurs rappelons que selon la théorie de l'Agence, les conflits d'intérêts entre dirigeants et créanciers poussent généralement l'appareil bancaire à prévoir des covenants au niveau des contrats, covenants dont le non-respect peut légitimer l'exigibilité immédiate des dettes et pousse très souvent à limiter le niveau de service de la dette (poids des charges financières). La relation entre Endettement et charges d'intérêts, sur la base de ces deux théories est donc négative.</p>		

	<p>Nous obtenons les deux cas de figures : une relation positive pour les PME industrielles et négative pour les PME des services. Cela pourrait vouloir dire que :</p> <ol style="list-style-type: none"> 1. Les PME industrielles font ressortir une préférence pour la dette en tentant de bénéficier d'économies d'impôts, d'où la relation positive entre dette et charges d'intérêts. Cette éventualité nous paraît toutefois quelque peu improbable. Peut être que cette relation positive n'est après tout que purement et simplement linéaire (charges d'intérêts proportionnelles à la dette). 2. Quant aux PME opérant dans les services, peut-être que celles-ci, car disposant de moins d'actifs tangibles/garanties, se voient imposer d'autres moyens de surveillances sous la forme de covenants et clauses restrictives. D'où la relation négative entre dette et charges d'intérêts.
--	--

Conclusion :

La troisième étape de notre modèle explicatif qui a consisté à effectuer des régressions par secteurs d'activité nous a permis d'obtenir les résultats suivants:

- Les PME opérant dans les services sont celles qui se rapprochent le plus des apports théoriques en validant cinq hypothèses sur sept
- Les PME commerciales et industrielles quant à elles en valident trois sur sept

Nous remarquons toutefois que la variable expliquant la dette financière quelque soit le secteur est la présence de liquidités, suivie de l'impact de l'autofinancement, de la taille de l'Entreprise et des dettes commerciales pour deux secteurs sur trois. Signalons que toutes ces variables constituent des indications claires sur l'existence d'une hiérarchie dans le financement.

Ceci dit, le découpage par secteurs d'activité modifie tout de même les résultats obtenus. Ce qui nous pousse à croire que l'endettement doit être contextualisé car il n'existe pas de formule généralisable. La nature d'activité impacte naturellement les besoins de financement, et donc les raisons mêmes derrière le choix de ce financement.

Conclusion de la 3^{ème} partie :

Ainsi, nous concluons cette troisième partie en rappelant notre questionnement principal: « **Comment décrire et expliquer le comportement des PME marocaines envers la dette financière ?** »

Pour y répondre, nous avons réalisé une étude empirique visant à expliquer l'endettement en régressant celui-ci sur les sept variables explicatives choisies. Pour cela, nous avons établi un modèle comprenant sept variables explicatives et concernant 60 PME observées sur cinq années, dans l'objectif de confronter les idées de la littérature financière à la réalité des Entreprises marocaines.

Il s'agit donc d'une étude quantitative réalisée à la suite d'un échantillonnage empirique par quotas, dont la taille a notamment dépendu du nombre de variables explicatives retenues dans notre modèle, et du nombre requis d'observations selon la méthode de régression retenue.

Nous avons principalement obtenu comme résultats ce qui suit :

1. Récapitulatif des résultats de l'étude descriptive :

- ✓ Le profil type des PME de notre échantillon ressort comme suit : SARL détenue soit par une personne physique ou alors par une seule et même famille⁴³⁰, dirigée soit par le propriétaire ou l'un des propriétaires⁴³¹, à vocation commerciale, réalisant un CA entre 10 et 50 Million DH, âgée en moyenne de 22 ans, moyennement endettée⁴³² (capitaux propres supérieurs aux dettes).
- ✓ Recours plus ou moins prépondérant aux dettes commerciales suivies des dettes à court terme (Trésorerie passive).
- ✓ Capitaux propres satisfaisants⁴³³.
- ✓ Dettes à long terme peu importantes et ressortant en baisse.

⁴³⁰ Ce qui confirme la prépondérance du caractère familiale de l'Entreprise marocaine généralement réticente à l'ouverture du capital et à la dilution du pouvoir de contrôle.

⁴³¹ Cette caractéristique pourrait effectivement refléter un comportement d'enracinement propre aux caractéristiques des structures familiales.

⁴³² Il se trouve que ce schéma de réflexion sied à l'entrepreneur que l'on veut prudent et rationnel ou alors qui dispose des capitaux nécessaires et suffisants pour financer son activité

⁴³³ Ce qui nous pousse à croire que les PME ne souffriraient finalement pas de sous-capitalisation (comme présumé initialement) et recourent en premier lieu à l'autofinancement et aux ressources internes. **Ce résultat a effectivement été confirmé par notre modèle empirique (voir 2. Récapitulatif des résultats du modèle à 7 variables explicatives)**

2. Récapitulatif des résultats du modèle à 7 variables explicatives :

- ✓ **Confirmation de l'hypothèse H₁** qui suppose l'impact négatif de la rentabilité (variable indiquant la disponibilité des fonds internes) sur la dette bancaire. **Ceci en conformité avec la théorie du financement hiérarchique.**
- ✓ **Confirmation de l'hypothèse H₂** supposant une relation négative entre la présence de liquidités et endettement bancaire. **Cette hypothèse est également soutenue par la théorie du financement hiérarchique.**
- ✓ **Rejet de l'hypothèse H₃** supposant une relation négative entre autofinancement et endettement bancaire, la variable Autofinancement ressortant non significative. **Selon les tenants de la POT, une bonne capacité d'autofinancement servirait de substitut à la dette.**
- ✓ **Rejet de l'hypothèse H₄** supposant une relation positive entre garanties et endettement. **La relation théorique était présumée positive** entre la propension à présenter des garanties sous forme d'actifs tangibles et l'accès aux crédits bancaires, **et ce selon les tenants de la théorie de l'agence.**
- ✓ **Confirmation de l'hypothèse H₅** supposant une relation positive entre taille et endettement. **Ceci ressort en conformité avec les postulats du Pecking Order with financial constraints⁴³⁴.**
- ✓ **Confirmation de l'hypothèse H₆** supposant une relation négative entre Crédits commerciaux et endettement. **Cette hypothèse est également soutenue par la théorie du financement hiérarchique** qui considère le crédit commercial comme un substitut au financement bancaire.
- ✓ **Rejet de l'hypothèse H₇** supposant une relation négative entre Charges d'intérêts et endettement. **Ce qui aurait été en conformité avec les préceptes de la théorie de l'Agence.**

⁴³⁴ L'effet taille impacte le financement des Entreprises suite à l'existence de deux contraintes principales dans l'accès des PME aux ressources financières : 1- Attitude des dirigeants-proprétaires vis à vis du financement externe afin de conserver le contrôle de leurs Entreprises. 2- Coûts Importants subis par les PME dans l'accès au financement. En ce sens, plus la taille de l'Entreprise était importante, plus ces effets étaient censés s'estomper.

3. Récapitulatif des résultats du modèle optimal (5 variables) :

La définition du modèle optimal a confirmé nos précédents résultats en mettant en lumière les variables exogènes explicatives tout en éliminant celles ressortant non significatives. Nous concluons de cette partie que :

- **La théorie du financement hiérarchique (POT)** permet d'expliquer le comportement financier des PME vis-à-vis de la dette, et ce dans une certaine mesure (car nous avons écarté la variable Autofinancement ressortie non significative). Ainsi, les principaux facteurs explicatifs de l'endettement sélectionnés à partir de la Pecking Order Theory et validés par notre modèle sont les :
 - ✓ **Variables rentabilité et liquidités** : Les PME étudiées font donc ressortir une préférence avérée pour les fonds interne au détriment de la dette financière
 - ✓ **Variable dettes commerciales** : soit une dette de substitut à la dette financière.
 - ✓ **Variable Taille de l'Entreprise (CA)** : matérialisant l'effet taille impactant positivement la dette financière en permettant d'atténuer les contraintes rencontrées par les PME lors du recours à la dette
- **La théorie de l'Agence** n'a pas permis de nous donner de réponse quant à l'impact des deux variables sélectionnées pour l'explication de la dette financière. Nous citons la variable Garanties⁴³⁵ (ressortie non significative) et la variable charges d'intérêt ressortie positive⁴³⁶ (au lieu de négative)

4. Récapitulatif des résultats par secteurs d'activité :

- Les PME opérant dans les services sont celles se rapprochant le plus des apports théoriques en validant cinq hypothèses sur sept, soit l'impact négatif des liquidités, de l'autofinancement et des dettes commerciales (théorie du financement hiérarchique) et des charges financières (Théorie de l'Agence) sur la dette financière.
- Les PME commerciales quant à elles en valident trois sur sept, soit l'impact :
 - Négatif des liquidités et de l'autofinancement (Théorie du Pecking Order) et des garanties sur la dette financière

⁴³⁵ La relation théorique est présumée positive entre capacité à présenter des garanties sous forme d'actifs tangibles (soit la valeur nette des immobilisations corporelles figurant au bilan) et accès aux crédits bancaires, et ce selon les tenants de la théorie de l'agence.

⁴³⁶ Nous nous interrogeons sur la possible exploitabilité de ce lien à travers le prisme de la théorie de l'arbitrage selon laquelle il pourrait exister un lien positif entre avantage fiscal des charges d'intérêts et augmentation de la dette financière.

- Positif du Chiffre d’Affaires (Théorie du Pecking Order with financial constraints) sur la dette financière
- Les PME industrielles en valident également trois sur sept, soit l’impact négatif de la rentabilité, des liquidités et des dettes commerciales (Théorie du Pecking Order) sur la dette financière

Les résultats obtenus confirment donc la plupart des hypothèses de départ notamment concernant l’impact de la taille, de la rentabilité, des liquidités, et l’effet de substitution des crédits commerciaux.

Le découpage par secteurs d’activité par contre modifie d’une façon conséquente les résultats obtenus, en donnant des relations de sens opposées pouvant trouver leurs explications dans deux écoles de pensées diamétralement opposées. Nous nous posons finalement la question sur la pertinence ou encore la représentativité de ces résultats par secteurs. Sont-ils fidèles à la réalité propre des PME industrielles ? Des PME commerciales ? Des PME opérant dans les services ? Ne faudrait-il pas plutôt mobiliser, pour ce genre de découpages, d’autres cadres théoriques⁴³⁷ capables de différencier entre les spécificités propres à chaque secteur ? Des hypothèses de recherches adaptées à la nature de chaque secteur ?

D’autre part, nous tenons à préciser que certains choix méthodologiques et empiriques que nous avons opérés, ont été appuyés par une précédente thèse⁴³⁸. Nous signalons toutefois, que si des analogies étaient susceptibles d’être relevées, celles-ci ne constitueraient tout au plus qu’un souffle d’inspiration ou encore pour certains cas, une confirmation des choix méthodologiques que nous avons considérés comme adéquats.

En substance, nous pouvons citer les distinctions les plus importantes entre les deux travaux comme suit:

- **Problématique :** Notre problématique a porté sur une explication de l’endettement financier en tant que tel (soit à long terme et à court terme).

Le travail de Mme TRABELSI a porté sur les déterminants de la structure du capital en particulier, soit les raisons derrière le choix entre la dette à long terme et les fonds propres.

⁴³⁷ La théorie de l’arbitrage permet par exemple d’expliquer les leviers d’endettement par secteur d’activité selon que celui-ci soit capitalistique (industriel) ou immatériel (commerce)

⁴³⁸ Asma TRABELSI (2006) « Les déterminants de la structure du capital et les particularités du financement dans les PME : une étude sur les données Françaises ». *Thèse de Doctorat. UNIVERSITÉ PARIS IX DAUPHINE EDOGEST*

- **Echantillon choisi :** Notre échantillon a été constitué uniquement de PME ayant déjà un engagement bancaire préalable, car notre objectif de recherche diffère sensiblement du précédent, il s'agit pour nous d'expliquer le comportement des PME envers la dette financière uniquement, sachant que celle-ci comprend la dette à long terme, à court terme et est prise nette de disponibilités.
L'échantillon de TRABELSI a été constitué de PME, que celles-ci soient endettées ou non, car l'objectif était de citer les déterminants de la structure du capital (Fonds propres + dettes à long terme), quel que soit le choix de la politique financière.
- **Cadre théorique mobilisé :** Pour notre part, nous avons mobilisé un cadre théorique principal (le financement hiérarchique) que nous avons complété par la théorie de l'Agence, car ce sont celles-ci que nous avons estimées les plus adéquates pour cibler les bonnes avenues de recherche. En effet, mobiliser plusieurs théories explicatives comporte un risque, qui en plus de celui de s'égarer dans plusieurs sentiers (variables à choisir, mesures à exploiter, sens des relations...), se manifeste dans la possibilité de se trouver à proposer des hypothèses contradictoires (relation entre deux variables pouvant ressortir de sens opposé selon la théorie mobilisée).
Ce travail de recherche a mobilisé plus de cinq cadres théoriques (Théorie de l'arbitrage, du signal, de l'Agence, la POT et la théorie du canal large du Crédit).
- **Variable expliquée :**
$$\frac{\text{Endettement net (dettes LT + Dettes CT - Disponibilités)}}{\text{Fonds Propres}}$$

$$\frac{\text{Dettes financières à long terme}}{\text{Fonds propres}}$$
- **Variables explicatives :** Sept variables toutes inspirées de la POT sauf deux (inspirées de la théorie de l'Agence), et dont les mesures ont été tirées de la littérature. Trois sur sept des mesures choisies coïncident avec celles de TRABELSI : la variable liquidité, garantie et Chiffre d'Affaires.
Quant à TRABELSI, neuf variables explicatives, ont été choisies, dont les sens des relations avec la variable explicative, dépendait de chacun des cinq cadres théoriques dont cette variable a été inspirée (théorie du signal, du canal large du crédit, de l'agence, la POT et théorie de l'arbitrage).
- **Méthodologie de recherche :** La méthodologie empirique fondée sur une première estimation du modèle explicatif suivi par l'élaboration d'un modèle optimal est une technique courante en économétrie, que l'on peut trouver comme point commun entre les deux travaux.

La thèse de Mme TRABELSI a toutefois opté pour une méthodologie différente de la notre, fondée un autre test qui est celui de la théorie des conventions. Test ayant pour but de tester la théorie des régimes de financement, laquelle est basée sur une analyse empirique dite en composantes principales (ACP) correspondant à l'appartenance d'une Entreprise ou non à un régime de financement particulier.

Ce passage conclusif aura pour but de relater très brièvement l'histoire de notre recherche. Nous rappellerons tout d'abord notre problématique, les deux sous-objectifs assignés à la recherche, les questionnements de départ et les hypothèses de recherche, avant d'y répondre de façon synthétique puis de conclure par les limites de la recherche et ses prolongements.

L'objectif de notre travail de recherche était de décrire et d'expliquer le comportement des PME marocaines envers la dette financière. Afin d'y répondre, nous avons présenté, dans notre première partie, un survol de littérature expliquant le comportement des Entreprises envers la dette financière, en les classant comme ceci :

- Théories classiques et néo-classiques du financement de la firme (entre approche traditionnelle et apports de Modigliani & Miller)
- Théorie moderne de la firme (entre théorie du compromis et théories fondées sur l'impact des asymétries d'information sur la structure financière)

Nous avons orienté notre recherche en mobilisant comme théorie de référence la théorie du financement hiérarchique que nous avons complétée par la théorie de l'agence. Toutes deux s'intégrant dans la théorie moderne de la firme et tout particulièrement au niveau des théories fondées sur l'existence des asymétries d'information entre les différents acteurs.

Dans la deuxième partie de notre thèse, nous avons présenté le contexte de notre recherche. Il s'agit d'un aperçu analytique de l'environnement marocain où sont prises les décisions de financement des Entreprises marocaines, afin d'en dégager les spécificités et les caractéristiques qui pourraient éventuellement expliquer l'endettement. Ainsi, nous avons retenu quelques spécificités, tels que :

- Les principales sources de financement à disposition du dirigeant
- Les limites présentées par les outils de mesure du risque et de la rentabilité
- Les éventuels risques⁴³⁹ présentés par la PME :
 - ✓ Fragilité de la structure de l'actif immobilisé
 - ✓ Niveaux excessifs de stocks

⁴³⁹ Etude réalisée par le CDVM (2011) « Le Financement des PME au Maroc ».

- ✓ Importance des délais de paiement accordés aux clients
 - ✓ Marché de la dette privée soumis à nombre de restrictions
 - ✓ Faiblesse de la valeur ajoutée créée et de l'investissement privé
- Fragilité du système bancaire marocain (existence d'un cartel de banques interconnectées avec ce que cela implique comme effets d'amplification)

Portant un intérêt spécifique aux PME, nous avons rattaché cette préoccupation à un cadre théorique précis, nous permettant de voir quelles seraient les variables à l'origine d'un changement des comportements financiers.

Ainsi, nous avons formulé sept hypothèses de recherche :

- H₁** : « **L'endettement** financier est négativement lié à la **rentabilité**. »
- H₂** : « **Les liquidités** sont négativement liées à la **dette financière**. »
- H₃** : « **L'endettement financier** est négativement lié à **l'autofinancement** »
- H₄** : « **L'endettement** financier est positivement lié aux actifs tangibles de la PME».
- H₅** : « Le niveau de **dette financière** est positivement lié à la **taille** de l'Entreprise »
- H₆** : « **L'endettement financier** est négativement lié à la **dette commerciale** »
- H₇** : « Les **charges financières** sont négativement liées à **l'endettement financier**»

Synthèse des principaux résultats de l'échantillon :

- **Résultats statistiques descriptives :**
 - Fonds propres importants et en trend haussier. Ceci nous pousse à nous poser plus de question sur la « prétendue sous-capitalisation » dont souffriraient les PME marocaines.
 - Cette évolution favorable s'est faite parallèlement à une baisse continue du levier financier (**nous n'avons toutefois pu confirmer la relation entre autofinancement et endettement, car l'hypothèse H₃ est ressortie non significative**)
 - Reports à nouveaux (bénéfices maintenus) en trend haussier (cela pourrait très probablement refléter un effort de la part des PME dans le cadre des conditions imposées par l'appareil bancaire, notamment en ce qui concerne le respect des ratios d'autonomie financière)
 - Cet endettement à long terme en baisse s'explique par :
 - La hausse des ressources internes (**également confirmé par les hypothèses H₁ et H₂**)

- L'importance et la hausse des crédits interentreprises substitués à l'endettement financier (**également confirmé par l'hypothèse H₆**)
- Taux d'immobilisation (Actif immobilisé/Actif total) légèrement faible et en baisse, ce qui nous renseigne sur la liquidité relative des Bilans des PME de notre échantillon et confirme l'appartenance de la majorité des PME au secteur tertiaire ne nécessitant généralement pas d'investissements importants. Leur patrimoine est donc majoritairement constitué d'actifs d'exploitation et de liquidités (**nous n'avons pu confirmer la relation entre immobilisation et dette financière, car l'hypothèse H₄ est ressortie non significative**)
- **Résultats modèle empirique :**
 - Confirmation de l'hypothèse H1
 - Confirmation de l'hypothèse H2
 - Rejet de l'hypothèse H3
 - Rejet de l'hypothèse H4
 - Confirmation de l'hypothèse H5
 - Confirmation de l'hypothèse H6
 - Rejet de l'hypothèse H7

Nous concluons des résultats obtenus :

- **1^{er} sous-objectif :** décrire l'endettement :
Lever financier (Endettement net/FP) tout à fait correct, car en moyenne proche de 1 sur la période observée, mais accusant une baisse importante entre le début (2.82) et la fin (0.99) de la période observée. Rappelons que lorsque ce ratio est supérieur à un, nous pouvons dire que l'Entreprise a peu ou pas de capacité d'endettement, et doit se désendetter.
- **2^{ème} sous-objectif :** Expliquer l'endettement :
Les facteurs explicatifs du levier financier sont : la rentabilité (-), les liquidités (-), la taille de la PME (+), les dettes commerciales (-) et les charges financières (+)
- **La pertinence et l'adaptabilité** de la théorie du financement hiérarchique dans l'explication du comportement financier de nos PME ainsi que l'existence réelle d'une volonté, qu'elle soit calculée ou fortuite, derrière la prééminence du financement interne et de la dette de substitution (principalement les dettes commerciales) sur le recours à la dette financière.

Réponse aux questionnements :

Rappelons que nous nous étions posé un ensemble de questionnements auxquels nous pouvons dès à présent répondre sur la base de notre travail de recherche :

1. Quelles sont les principales théories explicatives de l'endettement ?

Nous avons pu répondre à cette question au niveau de la première partie de notre recherche. La littérature financière dans ses grandes lignes peut être scindée en deux courants :

- L'école classique (Schwartz, 1959) et néo-classique (Modigliani & Miller, 1958, 1963)
- Les théories modernes de la firme : le rationnement du Crédit (Stiglitz et Weiss, (1981)), la théorie du financement hiérarchique (Myers & Majluf, (1984)), la théorie du Signal (Ross (1977)), et la théorie de l'Agence (Jensen and Meckling (1976))

2. Quelles sont les spécificités du contexte marocain ? Des PME marocaines ?

Nous avons pu répondre à cette question au niveau de la deuxième partie de notre recherche. Le contexte marocain présente globalement des caractéristiques difficilement transposables sur les hypothèses de base émises par les écoles classiques et néo-classiques (concurrence pure et parfaite, marchés efficients, information symétrique et gratuite...)

Ceci étant dit, il est à mentionner que le prisme à travers lequel les théories modernes proposent d'appréhender les phénomènes s'avère beaucoup plus réaliste et proche des faits (asymétrie de l'information, coûts d'agence, approche risque plus ou moins pointue de la part du dispositif bancaire expliquant notamment les cas de rationnement du crédit...).

Cela se voit à travers :

- Des PME ayant un accès plus ou moins limité aux marchés financiers⁴⁴⁰ quoiqu'en développement
- Un marché du crédit à tendance oligopolistique hautement réglementé
- Des PME dont lesquels le rôle dominant reste joué par l'entrepreneur/dirigeant

⁴⁴⁰ "Although they account for nearly half of employment and over 30% of GDP, the country's SMEs often suffer from poor access to finance; currently receiving just under a third of total credit". Oxford Business Group (2013): "Banking on entrepreneurs: Small businesses are being offered unprecedented support" The Report. Morocco 2013

- Des PME dont les systèmes d'information souffrent d'opacité⁴⁴¹ et de manque de fiabilité

3. Comment pourrait-on décrire le comportement des PME envers la dette financière ? Arrivent-elles à se financer correctement ? Sont-elles sous financées ? Sur financées ?

Nous avons pu répondre à cette question au niveau de la troisième partie de notre recherche. La majorité des PME de notre échantillon sont moyennement endettées, avec des capitaux engagés constitués de fonds propres satisfaisants, des résultats maintenus et un effort de capitalisation non négligeable. Cela pourrait vouloir dire que :

- Les PME marocaines disposeraient des capitaux nécessaires et suffisants (*ceci a été confirmé par notre étude*)
- Ces Entreprises fournissent un effort dans le cadre des conditions imposées par l'appareil bancaire, notamment en ce qui concerne le maintien des bénéfices (*ceci a été confirmé par notre étude*)
- Des crédits interentreprises conséquents substitués à l'endettement financier (*ceci a été confirmé par notre étude*)
- Ce schéma de réflexion pourrait également être imputable à la mentalité d'un Entrepreneur prudent et rationnel

4. Comment se prennent les décisions de financement au sein des PME marocaines ? Le processus de rationalisation de la décision financière lorsqu'il s'agit d'un recours à l'endettement est-il vraiment « rationnel » ? Tient-il de facteurs exogènes aléatoires, ou de paramètres endogènes étudiés et calculés ?

Il nous est apparu à partir de notre résultat que se dessinait une tendance, voire une préférence pour le financement interne et pour les crédits interentreprises. Ceci étant dit, nous ne pouvons nous prononcer sur l'origine claire de ces comportements car nous nous posons les questions suivantes :

- Ces PME disposent-elles vraiment des ressources internes nécessaires et suffisantes pour se financer ? Ou peut être n'est-ce que le résultat d'un rationnement du crédit ?

⁴⁴¹ « L'opacité des PME complique la tâche des banquiers consistant à déterminer si ces Entreprises ont réellement la capacité et/ou la volonté de payer »
Centre du commerce international (2009) : « Accès à la finance : Guide pratique pour la PME exportatrice ». ITC. Publications des Nations Unies. Genève.

- En présence de possibilités de financement, préféreraient-elles toujours se financer par elles mêmes ?
- La baisse du levier financier résulte-t-elle vraiment de l'existence des ressources internes ou reflète-t-elle alors le raisonnement traditionaliste d'un Entrepreneur prudent et frileux ?
- Est-ce vraiment un choix ? Une préférence ?

5. L'endettement financier chez les PME marocaines s'explique-t-il par les déterminants traditionnels issus des principales théories de financement ? Si oui, quelles sont les variables explicatives du niveau d'endettement ?

Nous avons pu répondre à cette question au niveau de la troisième partie de notre recherche. Nous pouvons résumer les variables ressorties comme étant explicatives de la dette financière comme suit : Rentabilité, Liquidité, Taille, Crédits commerciaux et Charges d'intérêts.

Réponse à la problématique :

Enfin, nous nous permettons de proposer une réponse à notre question de recherche comme ci-dessous:

- Le comportement des PME marocaines envers la dette financière peut être décrit comme suit:
 - Endettement global maîtrisé
 - Endettement à long terme relativement faible et en recul
 - Endettement à court terme en augmentation au détriment des dettes à long terme⁴⁴²
 - Endettement global majoritairement constitué de dettes d'exploitation (Crédits Inter Entreprises)
- Le comportement des PME marocaines envers la dette financière peut être partiellement expliqué par la théorie du financement hiérarchique (POT). En effet, nous pouvons dire que les PME étudiées:
 - **Démontrent une préférence pour les fonds interne au détriment de la dette financière.** En effet nous remarquons que :
 1. Plus les PME sont liquides, plus elles ont recours aux liquidités afin de rembourser leurs dettes financières. Cela nous pousse également à croire que le financement bancaire n'est finalement qu'un moyen pour régler les problèmes d'échéances au lieu de constituer un véritable financement à objet (notons également la faiblesse des investissements et la baisse des immobilisations corporelles sur la période observée)
 2. Plus les PME sont profitables, moins elles s'endettent auprès de l'appareil bancaire, car celles-ci remplacent progressivement leurs dettes par du financement interne. Ce point nous informe par la même occasion sur l'absence de notion de levier financier qui encourage l'endettement parallèlement à l'amélioration du résultat d'exploitation. Il apparait de plus en plus que les dirigeants de PME ressortent de nature paternaliste, frileuse et averse au risque, car ceux-ci semblent

⁴⁴² Signalons qu'une augmentation des dettes à court terme au détriment des dettes à long terme, alors que les besoins et efforts d'investissement devraient augmenter avec la croissance des Entreprises constitue un fort indicateur quant à l'absence d'une gestion financière saine et d'études à terme des projets à la faveur d'une gestion de la trésorerie au jour le jour.

préférer se débarrasser de la dette financière à la moindre amélioration des performances.

Nous constatons à partir des deux points cités plus haut, que le financement bancaire n'est en apparence qu'un financement de dernier recours.

- **Démontrent une préférence pour les dettes commerciales.** En effet nous remarquons que la dette commerciale est substituée à l'endettement financier.
Cela veut dire que les crédits interentreprises (crédits ne nécessitant pas d'intervention sur le marché des capitaux) constituent un choix financier moins coûteux⁴⁴³ et probablement plus pragmatique, car ne nécessitant pas d'intervention sur le marché des capitaux.
- **Font ressortir un effet taille impactant positivement la dette financière**⁴⁴⁴. En effet nous remarquons que:
 1. Les PME ont une préférence avérée pour les fonds internes suivis de la dette. Nous pouvons dès à présent inférer cette préférence à une limitation dans l'accès au crédit car :
 2. Plus la taille de ces PME est importante, plus l'impression de priorisation des fonds internes sur la dette tend à s'estomper (car la dette financière ressort de plus en plus importante) ce qui confirme le fait que des coûts de financement plus élevés peuvent être imposés aux PME comparativement aux grandes Entreprises, lésant celles-ci dans leur offre de crédits et limitant ainsi leur endettement.
- **Font ressortir en apparence une politique d'endettement encouragée par la déductibilité fiscale des charges d'intérêt**⁴⁴⁵. En effet, la relation positive entre dette financière et charges d'intérêts nous pousse à croire que celles-ci pourraient optimiser leur recours à l'endettement en tentant de bénéficier d'économies d'impôts.

⁴⁴³ Signalons toutefois que l'apparence d'un Compte de Produits et de Charges peut être trompeuse, car dans tous les prix, existe un intérêt caché. En effet, même les dettes commerciales peuvent cacher un coût transféré en charges d'exploitation au lieu des charges financières que l'on trouve traditionnellement suite à une dette bancaire.

⁴⁴⁴ C'est-à-dire que plus la taille de cette Entreprise est importante, plus les contraintes rencontrées par les PME lors du recours à la dette sont atténuées.

⁴⁴⁵ Ceci en conformité avec les propositions de Modigliani & Miller de 1963 prenant en compte le rôle incitateur de la fiscalité. Leur postulat étant que la valeur de la firme endettée est égale à la valeur d'une firme non endettée + la valeur actuelle des économies d'impôt

Rappelons toutefois qu'une étude de (Michaelas et Al. 1999) avait fait ressortir comme résultat des avantages fiscaux plutôt réduits chez les PME et que ceci expliquait justement leur endettement limité.

Puisque nous avons obtenu le résultat contraire, et compte tenu également de la nature résiduelle du financement bancaire que nous avons observé à la lumière des autres relations, nous doutons fortement que les avantages fiscaux des charges d'intérêts financiers soient finalement un véritable facteur de décision. La relation positive que nous avons constatée pourrait ne signaler que le lien proportionnel existant entre endettement et charges financières. Il ne serait pas vain de rappeler que ces énonciations demeurent conditionnées par la représentativité de notre échantillon et ne nous permettent pas de prétendre à la généralisation sans prendre un risque, fut il anodin, d'altérer la réalité.

Enseignements et implications théoriques et managériales :

D'un point de vue théorique, nous nous étions donné pour objectif de mettre en lumière les variables expliquant l'endettement. Il s'est avéré après la revue de littérature qu'il n'existait pas vraiment de théories universelles, mais plutôt plusieurs cadres théoriques initiant des débats, appelant à la réflexion et venant le plus souvent en réaction à d'anciens postulats.

La mobilisation de la théorie du financement hiérarchique nous a offert le prisme à travers lequel nous avons choisi d'appréhender les phénomènes.

Les résultats de cette recherche nous ont permis de constater le pouvoir explicatif de cette théorie. Autrement dit, d'après nos résultats, nous constatons qu'il existe une hiérarchie dans les choix de financement. Afin de garantir l'objectif de validité externe, nous rapprocherons ci-après nos résultats avec les travaux antérieurs les confirmant ; nous citons :

- Krasker (1986)
- Narayanan (1988)
- Chaplinsky & Niehaus (1990)
- Amihud et al. (1990)
- De Haan et al, (1994⁴⁴⁶)
- Benito (2003)
- Colot et Croquet (2007)
- Sheikh Jibrán, Shakeel Ahmed Wajid, Iqbal Waheed, Tahir Masood Muhammad (2012)

Dans un même ordre d'idées, nous citons, ci-après, les variables expliquant l'endettement financier selon les prédictions de la théorie du financement hiérarchique, tout en les rapprochant avec les travaux présentés antérieurement :

- | | |
|--|--|
| - Liquidités (relation négative confirmée) | Ozkan (2001)
Trabelsi (2006)
Besbes et Boujelbene (2011)
Kühnhausen, F. and Stieber, Harald W. (2014) |
| - Rentabilité (relation négative confirmée) | Titman et Wessels (1988)
Nekhili (1994)
Rajan et Zingales (1995)
Carpentier & Suret (1999) |

⁴⁴⁶ De Haan, L., Koedijk, C. G. and De Vrijer, J. E. J. (1994) « Buffer stock money and pecking order financing: Results from an interview study among Dutch firms » *De Economist*, 142, pp. 287–305

	Booth et Al (2001) Abimbola (2002) Fama & French (2002) Panno (2003) Fathi & Gailly (2004) Ziane (2004) Kühnhausen, F. and Stieber, Harald W. (2014)
- Taille (relation positive confirmée)	Rajan & Zingales (1995) Gaud & Elion (2002) Abimbola (2002) Achy et Rigar (2005) ⁴⁴⁷ Huang & Song (2006)
- Crédits interentreprises (relation négative confirmée)	Dietsch (1990) Nekhili (1994) Petersen et Rajan (1997) Ziane (2000) Adaskou et Adair (2011) ⁴⁴⁸

D'un point de vue managérial, nous voulions contribuer à l'établissement d'un profil type de l'entrepreneur marocain, dirigeant de PME.

Le caractère quantitatif de notre étude ne nous a finalement pas permis de donner des réponses définitives et tranchantes étant donnée la dimension qualitative que revêt l'établissement d'un profil type d'entrepreneur.

Néanmoins, nous pouvons affirmer ce qui suit : les tendances relevées à travers l'observation de certaines variables dans leur relation avec la dette financière nous ont tout de même offert des pistes de réflexion en nous orientant vers les interprétations suivantes :

Tout d'abord, nous remarquons que les PME marocaines sont majoritairement familiales, et qu'il n'y a pas vraiment de séparation entre la personne du dirigeant et du propriétaire.

⁴⁴⁷ Achy, L. et S.M. Rigar (2005) « Déterminants de la structure financière des entreprises manufacturières au Maroc », *XII^e Conférence annuelle du Forum de recherche économique*, Caire, Égypte, 19-21 décembre

⁴⁴⁸ Adair P. et Adaskou M. (2011) « Théories financières et endettement des PME en France, Une analyse en panel » *Revue internationale P.M.E. : économie et gestion de la petite et moyenne entreprise*, Volume 24, numéro 3-4, 2011, p. 137-171

Ensuite, il semblerait que les habitudes financières du dirigeant ne soient pas fondées sur de véritables stratégies financières mais plutôt sur des choix pratiques que nous pouvons appeler « préférences ».

Ces préférences portent principalement sur les éléments suivants :

- La présence de disponibilités matérialisées par les valeurs, chèques et comptes créditeurs. La présence de ces fonds internes, disponibles immédiatement, semble dispenser les PME observées d'un recours aux appoints financiers. Le financement bancaire, d'ailleurs majoritairement orienté vers le court terme, ne semble donc constituer qu'un moyen pour régler les problèmes d'échéances au lieu de constituer un véritable financement à objet.
- Les ressources internes, mises en réserves suite à une amélioration des performances. Et c'est à ce moment là que nous pouvons parler d'une certaine frilosité vis-à-vis de l'endettement; dans le sens où ces PME semblent se débarrasser de leurs dettes financières à la moindre amélioration de leurs résultats.
- Les crédits interentreprises considérés comme dette de substitut au financement bancaire. C'est-à-dire qu'en négociant des délais de règlement plus longs, la PME s'assure quelques semaines ou quelques mois de financement qui lui auraient coûté plus cher en cas de dette financière. Pourquoi ? Parce qu'un crédit interentreprises présente un coût apparent nul et ne dépend que du pouvoir de négociation de la firme.

Enfin, signalons que plus la taille de la PME est importante, plus les limitations dans son accès à la dette financière semblent avoir tendance à s'estomper. C'est ce que l'on appelle l'effet taille, qui a généralement son origine dans l'existence de coûts importants subis par les PME ou les Entreprises de petite taille dans leur accès au financement.

Difficultés rencontrées et limites :

- Limites liées à la construction théorique :

Le modèle théorique que nous avons mobilisé est celui du financement hiérarchique, complété, par le moyen de deux hypothèses de recherche supplémentaires, par la théorie de l'agence. Il faut admettre que ce choix demeure discutable au regard de la question suivante : Dans quelle mesure les dimensions offertes par le modèle théorique que nous avons choisi sont-elles suffisantes pour appréhender notre objet de recherche ?

Nous admettons que les tests de vérification des tests d'hypothèse ont donné lieu à des résultats majoritairement probants et tendent à confirmer la crédibilité de notre choix théorique. Ceci dit, trois assertions sur sept ont été rejetées (variables : autofinancements, garanties et charges d'intérêt)

Par ailleurs, le choix des trois variables suivantes (autofinancement, rentabilité, liquidité) dans notre modèle peut paraître tautologique voire pléonastique, et cela peut se comprendre, car elles répondent In Fine toutes les trois à une logique de substitution des fonds internes à la dette. Ceci dit, chacune d'entre elles y répond à sa propre manière et n'engage pas forcément l'autre, la preuve étant que notre modèle nous a permis de confirmer la relation négative existant entre endettement financier, rentabilité et liquidités alors que la variable autofinancement est ressortie non significative.

- Limites méthodologiques :

• Un échantillon à représentativité limitée :

La principale limite de cette recherche et la critique la plus virulente que nous sommes les premiers à formuler au regard de notre méthodologie de recherche concerne la taille de notre échantillon ainsi que la méthode d'échantillonnage choisis. Ces deux éléments posent la question de la « généralisabilité » des résultats obtenus, car :

1. Les échantillons probabilistes sont ceux qui permettent de présenter les meilleurs estimations, car maximisant la possibilité de pouvoir conclure pour toute la population (critère de validité externe).
2. Un échantillon de 60 PME peut être considéré, à tort ou à raison, comme trop petit. Se pose alors la question suivante : Aurions-nous obtenu les mêmes résultats si notre enquête avait porté sur un échantillon plus large ?

- **Utilisation d'une seule unité d'analyse :**

Nous avons initialement voulu mener, en sus de la régression multiple expliquant l'endettement financier par le biais des variables explicatives, une enquête par administration de questionnaires à destination des dirigeants de PME. Et ce afin d'obtenir une meilleure compréhension de la réflexion managériale à l'origine de ces comportements vis-à-vis de l'endettement.

Il aurait été, en effet, enrichissant d'avoir cet apport complémentaire. L'idée de base étant d'avoir les données chiffrées reflétant la réalité financière de ces Entreprises doublées d'un guide sur le comportement managérial à l'origine de ces faits et de cette réalité chiffrée.

Nous nous sommes finalement contentés de décrire et expliquer l'endettement à la lumière de variables explicatives mesurables et calculées sur la base des dépouillements des Etats de synthèse recueillis. De plus, suite à la revue de littérature, il s'est avéré que l'utilisation de nombreux niveaux d'analyse est souvent identifiée comme source de défaillance d'une recherche en ce sens qu'elle crée des confusions lors de l'interprétation des résultats (Klein et al. (1994))⁴⁴⁹.

La deuxième étude constitue un deuxième volet qui fera certainement l'objet d'un futur travail de recherche.

Prolongements et avenues de recherche futures :

Nous constatons par ailleurs que les résultats empiriques obtenus dans le cadre de ce travail de recherche peuvent être enrichis, en :

1. Agrandissant la taille de notre échantillon. Ceci est la plus grande difficulté à laquelle nous avons été confrontés lors de notre travail et sa plus grande limite. En effet, face à l'impossibilité d'accéder à une base de données centralisant toutes les PME ayant déjà un engagement bancaire, nous avons été amenés à constituer empiriquement un échantillon de 60 PME dont toutes les informations et données chiffrées ont été saisies manuellement. Notre échantillon aurait autrement été beaucoup plus conséquent en présence d'une base de données préexistante.

⁴⁴⁹ Klein, K. J., Dansereau, F., & Hall, R. J. (1994). "Levels issues in theory development, data collection, and analysis". *Academy of Management Review*, 19, Pg 195-229

2. Prenant en compte les PME endettées ainsi que celles qui seraient éventuellement non endettées, ceci nous poussera vers d'autres sentiers en explorant à ce moment l'impact des différentes variables sur toute la structure financière de l'Entreprise, au lieu de nous concentrer uniquement sur une explication pure et dure du comportement financier des PME envers la dette.
3. Etendant à titre d'exemple la période de recherche afin d'éliminer les biais statistiques au maximum et de nous éviter d'écarter d'autres variables (telles que les opportunités de croissance qui nécessitaient des panels plus longs)
4. Incorporant dans notre modèle empirique, plus de variables explicatives, notamment qualitatives (telles que la structure actionnariale, le statut dirigeant/actionnaire, l'ancienneté du dirigeant...)

La question que nous nous posons tout naturellement après celles-ci est la suivante : Comment mieux connaître les caractéristiques de financement des PME afin d'élargir leur accès à la dette bancaire ?

Car n'oublions pas que la multiplicité des moyens de financement, la diversité des besoins des Entreprises et les contraintes environnementales, managériales et pécuniaires ont fait, aujourd'hui plus que jamais, de la décision de financement l'un des enjeux majeurs au sein du processus décisionnel de l'Entreprise.

Notons qu'en marge des travaux que nous avons cités lors de notre recherche, d'autres théories sont également connues pour leur pouvoir explicatif du comportement financier des Entreprises. Nous citons à titre d'exemple :

- La théorie des coûts de transaction : qui se base principalement pour définir le mode de financement à adopter, sur la nature de l'actif à financer.
- La théorie des options : qui a pour but de pallier l'incapacité des critères classiques à intégrer les caractéristiques « optionnelles » des décisions d'investissement, et qui infère le comportement financier des firmes à l'asymétrie existant entre actionnaire et créanciers, le risque du projet à financer et la nature des garanties offertes par la firme.
- La théorie du Market Timing : fondée sur le facteur temps qui dépend de la surveillance continue des conditions de marchés. Lorsque celles-ci sont favorables (exemple : action surévaluée), les Entreprises en profitent pour se désendetter ou procéder à des augmentations de capital. Elles rachètent, par contre, leurs titres ou s'endettent dans le cas inverse (action sous-évaluée).

Sans oublier des articles plus récents explorant de plus en plus de nouvelles pistes telles que des modèles fondés sur les cycles de vies pour expliquer les choix de financement (La Rocca et al. 2011)⁴⁵⁰. Cet article affirme que les Entreprises ont tendance à recourir à l'endettement de façon massive en début de vie, avant de laisser place graduellement à d'autres types de capitaux, principalement des fonds internes, suite à la réalisation de résultats satisfaisants et à leur maintien.

Enfin, nous citons le papier présenté par Graham J., Leary M., Roberts M. (2015)⁴⁵¹, qui dessine un tableau complet concernant l'évolution de l'endettement des firmes américaines entre 1920 et 2010. Celui-ci insiste sur l'incapacité constatée des caractéristiques traditionnelles des firmes à expliquer les niveaux de dettes, puis cite :

- Les niveaux de rentabilité en début de période qui demeurent similaires à ceux constatés en fin de période (2010) en opposition aux leviers financiers, qui eux, avaient augmenté
- La tangibilité des actifs (ou garanties) qui avait décliné et n'allait pas de concert avec les niveaux de dette, ce qui va à l'encontre des résultats des nombre de travaux qui attestent de la relation positive entre actifs tangibles et crédits accordés
- Le Market to Book ratio⁴⁵², ressorti stable sans suivre l'évolution positive de la dette, ce qui va également à l'encontre des travaux empiriques trouvant une relation négative entre Market to book ratio et dette⁴⁵³

Voilà pourquoi, nous constatons et admettons que l'apport d'autres courants théoriques permettra, sans doute, de mobiliser d'autres critères notamment qualitatifs permettant de mieux cerner les besoins de financement des PME et donc de fluidifier leur accès aux ressources stables. De plus, les études empiriques mériteraient également d'être poussées afin d'aider à construire un cadre théorique propre à la PME, car la plupart des études empiriques et modèles théoriques ont jusque là ont été menées toutes classes de taille confondues.

Partant de cette réflexion et sachant que l'objet de cette thèse était de choisir une orientation théorique susceptible d'explicitier au mieux les facteurs explicatifs de la dette financière chez les PME, nous ne pouvons nous empêcher de constater que de nouvelles idées mériteraient un approfondissement s'appuyant sur d'autres terrains de recherche théoriques et empiriques.

⁴⁵⁰ La Rocca M., La Rocca T. and Cariola A., (2011) "Capital structure decisions during a firm's life cycle", *Small Business Economics*, 37, Pg 107-130.

⁴⁵¹ Graham J., Leary M., Roberts M. (2015) "A century of capital structure: The leveraging of corporate America", *Journal of Financial Economics*, Volume 118, issue 3, December, Pg 658-683

⁴⁵² Soit la valeur de marché rapportée à la valeur comptable d'une action

⁴⁵³ Car plus le market to book ratio augmente, plus la valeur de marché des actions est importante, ce qui encouragera la firme à préférer une augmentation de capital pour profiter de cette bonne valorisation

La connaissance du comportement financier des PME ne pourra qu'être enrichie par une telle démarche.

Finalement, en cette dernière ligne droite, mais toujours au début de notre trajectoire d'apprentissage, nous nous posons une dernière question : Pourquoi ces choix?

Tout ce que nous pouvons dire est que nous estimons que maintenir une rigueur scientifique, quoique discutable, ne pourra être légitimée que par la spécificité de notre propre parcours. Somme toute, nous espérons que celle-ci permettra le moment venu, une certaine cohérence nécessaire aux échanges scientifiques et ouverte aux débats.

Ainsi, nous concluons notre travail, comme cela a été fait par Charreaux (1992)⁴⁵⁴ en citant les propos de Roll⁴⁵⁵ à propos de la théorie financière:

« Le véritable critère de son succès sera sa capacité à expliquer le fonctionnement de l'univers. Et la question est de savoir si elle peut conduire à la création de produits utiles.

De ce point de vue, la finance doit encore parcourir un long chemin avant de rattraper la physique, la chimie et la biologie... ».

⁴⁵⁴ Charreaux G. (1992) Théorie financière et gestion financière ». *Revue française de gestion*. Pages 109 à 137

⁴⁵⁵ Roll (1986) « La théorie financière et les affaires », *Affi, Lettre d'information*, n° 26.

Bibliographie:

Ouvrages:

- Bachelard G. (1938) « La Formation de l'esprit scientifique », *Librairie philosophique J. Vrin*, 256 Pg.
- BELKAHIA R. et OUDAD H. (2013) « Finance d'Entreprise, Analyse et diagnostic financier » *Edition Consulting*. 622 Pg.
- Berle A. et Means G (1933) “The modern corporation and private property” *Tansaction Publishers. Mac-Millan, New York*. 390 Pg.
- Casin P. (2009) « Econométrie, méthodes et applications avec E-Views ». Edition TECHNIP PARIS
- Charreaux G (2000) « Finance d'Entreprise » Collection Les Essentiels de la gestion. Éditions Management & Sociétés (2^{ème} édition, octobre 2000, 268 p), (1^{ère} édition janvier 1994, 227 pages)
- Charreaux G. (1993) « Gestion financière ». *Edition ITEC*.
- Denzin, N., Lincoln, Y (1998) “Collecting and interpreting qualitative materials”, *Sage Publications, Inc; Fourth Edition*
- Depret M., Finet A. ; et al (2005) « Gouvernement d'Entreprise: Enjeux managériaux, comptables et financiers ». *Edition De Boeck supérieure*. 269 pages.
- Descartes R. (1637) “Discourse on the Method of Rightly Conducting the Reason, and Seeking Truth in the Sciences”. Cambridge University Press, edited Haldane and Ross
- Desreumaux, A. (1992), « Structures d'entreprise », Paris, Editions Vuibert gestion, 334 p
- Ferrier, O. et Piatecki C. (2002) « Les très petites Entreprises » *Edition De Boeck Supérieur*, 354 Pg.
- Fisher I. (1932) “Booms and Depressions: Some First Principles” *CreateSpace Independent Publishing Platform*. New York. 258 Pg.
- Fisher I. (1933) “The Debt-Deflation Theory of Great Depressions » *Econometrica*
- Gottfried W. (1710) « Essais de théodicée sur la bonté de Dieu, la liberté de l'homme et l'origine du mal ». Edition Paris : Garnier-Flammarion, 1969, 502 Pg

- Ibn Abdeljalil N. (2001) « Diagnostic financier de l'Entreprise ». *Edition Consulting (3^{ème} édition 2001)*.
- Joubert J. (1800) « Pensées, essais, maximes et correspondance ». *Carnets tome 1*.
- Le moigne (1990) « Epistémologies constructivistes et sciences de l'organisation », In Martinet A.-C (ed), *Epistémologies et sciences de gestion, Paris Economica*
- Le Moigne (1995) « Les épistémologies constructivistes ». *Presses universitaires de France, Paris 2969* (dernière édition, 2007). 128 Pg.
- Lotfi M. (2008) « Analyse financière, guide opérationnel » *Edition CONSULTING*.
- M'rabet R. & El Farissi I. (2011) « Décisions financières long terme » *Edition ECONOMICA*
- Manceau B. (1992) « Analyse financière normative ». *Edition Organisation*.
- Marchesnay. M, Fourcade. C (1997) « Gestion de la PME/ PMI », *Editions Nathan, Paris, 317pg*.
- Minsky H.P (1985) « La structure financière: endettement et crédit », in *A. Barrerred, Keynes aujourd'hui : Théories et Politiques*, p. 309-28.
- MINTZBERG, H. (1982) « Structure et dynamique des organisations », Paris, *Editions d'Organisation, 434 p*
- Naciri A. (1986) « Décisions d'investissement et de financement ». *Univers Editeur*.
- P. Conso (1985) « La gestion financière de l'Entreprise », *Dunod PARIS*.
- Piaget J. (1970) « Psychologie et épistémologie. Pour une théorie de la connaissance », *Ed. Denoel-Gonthier, Paris*
- Poloniato B et Voyenne D. (1998) « La nouvelle trésorerie de l'Entreprise ». *Edition Dunod*.
- Popper K. R. (1991) « Révolutions scientifiques et révolutions idéologiques », dans *BOUVERESSE, Renée et BARREAU, Hervé (éditeurs), Karl Popper. Science et philosophie, Paris, Vrin*.
- Roussel. P et Wacheux. F (2005) « Management des ressources humaines : méthodes de recherche en sciences humaines et sociales », *de boeck*.
- Thietart R.A (2003) « Méthodes de recherche en management », *Dunod, Paris, 537 Pg*.
- Vernimmen P, Quiry P., Le Fur Y. (2014) « Finance d'Entreprise ». *Dalloz Gestion, 12^{ème} édition. 1219 Pg*.

Wacheux F. (1996) « Méthodes qualitatives et recherche en gestion ». Economica. 290 Pg

Articles:

- Abaaoukide K., Bentaleb C. (2011) « La gestion de l'urgence dans les PME au Maroc : perceptions et pratiques de gestion », *Management & Avenir* 3/2011 (n° 43), p. 143-163
- Adair P. et Adaskou M. (2011) « Théories financières et endettement des PME en France, Une analyse en panel » *Revue internationale P.M.E. : économie et gestion de la petite et moyenne entreprise*, Volume 24, numéro 3-4, 2011, p. 137-171
- Agrawal, Anup and Gershon Mandelker (1987) “Managerial incentives and corporate investment and financing decisions”, *Journal of Finance* 42, Pg 823-837.
- Ajar Djavid, Dassa Clément & Gougeon Hélène (1983) « L'échantillonnage et le problème de la validité externe de la recherche en éducation ». *Revue des sciences de l'éducation*, Volume 9, numéro 1, 1983, p. 3-21
- Aktas N., Bellettre I. and Cousin J.G., (2011) “Capital structure decision of French very small businesses”, *Finance*, 32, Pg 43-73
- Altman (1968) “Financial ratios discriminant analysis and the prediction of corporate bankruptcy”, *Journal of Finance*, Sep. 1968, traduction en français in Girault F. & Zisswiller R., *Finances modernes : théories et pratiques*, Tome 1, ed. Dunod, 1973, Pg 30-60
- Amihud, Yakov, Baruch Lev, and Nickolaos G. Travlos (1990) “Corporate control and the choice of investment financing: The case of corporate acquisitions”, *Journal of Finance* 45, Pg 603-616
- Ang J. et Megginson W. (1990) “A test of the Before-Tax Versus After-Tax Equilibrium Models of Corporate Debt”, *Research in Finance* 8, Pg 97-118
- Ang. J.S, Cole. R, Wuh LIN. J (2000) “Agency costs and ownership structure”, *The Journal of Finance*, Volume 55, Issue 1, February, Pg 81-107
- Barnea A., Haugen Robert A. and Senbet Lemma W. (1980) “A Rationale for Debt Maturity Structure and Call Provisions in the Agency Theoretic Framework” *The Journal of Finance Vol. 35, No. 5 (Dec., 1980)*, pp. 1223-1234
- Beaudoin R, ST – PIERRE. J (1995) “L'évolution de la structure de financement après un premier appel public à l'épargne: une étude descriptive ”, *Revue Internationale des PME*, Volume 8, Numéro 3-4, Pg 181-203

- Becchetti & Trovato (2002) “the determinants of growth for small and medium sized firms. The role of the availability of external finance.” *Small business economics* n°19, Pg 291-306
- Bedue A. et Levy N. (1997) « Relation Banque- Entreprise et coût du crédit », *Revue d'Economie Financière*, n° 39, pp. 124-141.
- Belletante. B, Levratto. N, Paraque. B (2001) « Diversité économique et modes de financement des PME », L'Harmattan, Paris,
- Beneish, M.D. & E. Press, (1993) « Costs of Technical Violation of Accounting-Based Debt Covenants”, *The Accounting Review*, vol. 68 (April), Pg 233-257
- Benito A. (2003) “The capital structure decisions of firms: is there a pecking order?” *Documento de Trabajo*, 0310, Banco de Espana, Pg 1-41
- Bentaleb Chafik, Louitri Abdenbi, (2011) « La construction de la croissance des PME au Maroc », *Management & Avenir* 3/2011 (n° 43) Pg 77-81
- Bentler P.M., Chou C.-P. (1987) “Practical issues in structural modeling”. *Sociological Methods & Research*, 16, Pg 78–117
- Berger. A.N, Udell. G.F (1995) “Relationship lending and lines of credit in small firm Finance”, *The Journal of Business*, Volume 68, Issue 3, July, Pg 352-381.
- Bernanke & Blinder (1992) “The federal funds rate and the channels of monetary transmission” *the American economic review*, volume 82, issue 4, Pg 901-921
- Bernanke Ben S & Campbell John Y. (1988) “Is there a Corporate Debt Crisis ?”, *Brookings Papers on Economic Activity*, Pg 83-125
- Bernanke. B.S (1993) “Credit in macroeconomy”, *Quarterly Review (Federal Reserve Bank of New York)*, Volume 18, Issue 1, Pg: 50-70
- Bhaduri. S (2002) “Determinants of capital structure choice: a study on the Italian corporate sector”, *Applied Financial Economics*, Volume 12, Issue 9, September, Pg 655-665.
- Biais B., Hillion P., Malecot J.F, (1995) « La structure financière des Entreprises, une investigation empirique sur données françaises », *Economie et Prévisions*, n°4, Pg 15-28
- Blau, P.M. (1970) "A formal theory of differentiation in organizations », *American Sociological Review*, Vol 35, n°2, p. 201-218
- Blazenko G. (1987) “Managerial Preference, Asymmetric Information and Financial Structure”, *Journal of Finance*.42, Pg 839-862

- Booth L., Aivazian V., Demirguc-Kunt A. & Maksimovic V., (2001) “Capital structure in developing countries”, *Journal of Finance*, 56, p. 87-130.
- Bourdieu J. & Colin-Sedillot B. (1993) « Structure du capital et coûts d’information : le cas des Entreprises françaises à la fin des années 80 », *Économie et Statistique*, 268/267, p. 87-100
- Bradford Cornell & Alan Shapiro (1987) “Corporate stakeholders and corporate finance”. *Financial Management* 16, Pg 5-14
- Bradley, Michael, Gregg Jarrell, and E. Han Kim, (1984) “On the existence of an optimal capital structure: Theory and evidence”, *Journal of Finance* 39, Pg 857-878.
- Brennan, Michael and Alan Kraus (1987) “Efficient financing under asymmetric information”, *Journal of Finance* 42, Pg 1225-1243.
- Carpentier C & Suret J.M. (1999) « Stratégies de financement des Entreprises françaises : une analyse empirique », *Série Scientifique (CIRANO)*, 99s-09, p. 1-33
- Carpentier, C., & Suret, J. (2000) « Pratiques et théories du financement: le cas de la France ». *Revue de l'Association Française de Finance*, 21(1), Pg 9-34
- Cassar & Holmes (2003) “Capital structure and financing of SMEs: Australian evidence”. *Accounting & Finance*, 43(2), Pg 123-147.
- Castanias, Richard, (1983) “Bankruptcy risk and optimal capital structure” *Journal of Finance* 38, Pg 1617-1635.
- Chang, Chun (1987) “Capital structure as optimal contracts” *Working paper North American Journal of Economics and Finance* 10 (1999), Pg 363–385
- Chaplinsky, Susan and Greg Niehaus, (1990), “The determinants of inside ownership and leverage”. *Working paper, University of Michigan*.
- Charreaux G (2002) “Variation sur le thème : A la recherche de nouvelles fondations pour la finance et la gouvernance d’Entreprise”, *Revue Finance Contrôle et Stratégie*, Volume 5, Numéro 3, Pg 5-68
- Charreaux G. (1992) « Théorie financière et gestion financière ». *Revue française de gestion*. Pg 109-137.
- Chin W.W. (1998) “The partial least squares approach to structural equation modeling” In G. A. Marcoulides (Ed.), *Modern methods for business research* Mahwah, NJ: Lawrence Erlbaum. (Pg. 295-336).

- Chirinko R.S. and Singha A.P., (2000) “Testing static tradeoff against pecking order models of capital structure: a critical comment”, *Journal of Financial Economics* 58, Pg 417-425.
- Chittenden, F., Hall, G., & Hutchinson, P. (1996) “Small firm growth, access to capital markets and financial structure: Review of issues and an empirical investigation”. *Small Business Economics*, 8(1), Pg 59-67.
- Citron, D. (1992) “Financial Ratio Covenants in UK Bank Loan Contracts and Accounting Policy Choice”. *Accounting and Business Research*, vol. 22, n°88, autumn, Pg. 322-36.
- Coleman & Carsky (1999) « sources of capital for small family owned businesses: evidence of the national survey of small Business Finance” *Family Business review*, volume 12, issue 1, Pg 73-85
- Collongues Y. (1977) “Ratios financiers et prévision des faillites des petites et moyennes entreprises », *Revue Banque*, n° 365, septembre, Pg. 963-970
- Colombo. E (2001) “Determinants of corporate capital structure: Evidence from Hungarian Firms”, *Applied Economics*, Volume 33, Issue 13, Pg 1689- 1701.
- Colot O., Croquet M. (2007) « L'endettement des moyennes Entreprises familiales est-il différent de celui des moyennes Entreprises non familiales ? Le cas de la Belgique », *Management & Avenir* 1 (n° 11), Pg. 167-185
- Constantinides, George M. and Grundy Bruce D., (1989) “Optimal investment with stock repurchase and financing as signals” *The Review of Financial Studies* 2, Pg 445-466.
- Cornett, Marcia and Nickolaos Travlos (1989) Information effects associated with debt-for-equity and equity-for-debt exchange offers, *Journal of Finance* 44, Pg 451-468.
- Dann, Larry and Wayne H. Mikkelson (1984) “Convertible debt issuance, capital structure change and financing-related information: Some new evidence”, *Journal of Financial Economics* 13, 157-186.
- Dann, Ronald Masulis, and David Mayers (1989) “Repurchase tender offers and earnings information”, *working paper*, University of Oregon.
- Daskalakisa, N., & Psillaki, M. (2008) « Do country or firm factors explain capital structure? Evidence from SMEs in France and Greece » *Applied Financial Economics*, 18(2), 87- 97.
- De Angelo H. & Masulis R. (1980) “Optimal Capital Structure under Corporate and Personal Taxation”, *Journal of Financial Economics*, vol. 8, 3-29

- De Haan L. & Hinloopen J. (2003) “Preference hierarchies for internal finance, bank loans, bond and share issues: evidence for Dutch firms.” *Journal of Empirical Finance* 10, Pg 661-681.
- De Haan, L., Koedijk, C. G. and De Vrijer, J. E. J. (1994) « Buffer stock money and pecking order financing: Results from an interview study among Dutch firms » *De Economist*, 142, pp. 287–305
- De Jong A. & Van Dijk R. (1998) “Determinants of leverage and agency problems”, *Working Paper, Tilburg University, Center for Economic Research*.
- De Miguel & A Pindado. J (2001) “Determinants of capital structure: New evidence from Spanish panel Data”, *Journal of Corporate Finance*, Volume 7, Pg 77- 99.
- Diamond, D. W. (1989) “Reputation acquisition in debt markets”, *Journal of Political Economy* 97, Pg 828-862.
- Diamond. D. W. (1984) “Financial intermediation and delegated monitoring”, *Review Of Economics Studies*, Volume 51, Issue 66, July, Pg 393-415
- Dietsch M. (1990) ‘Le crédit interentreprises, coûts et avantages’, *Economie et Statistique, volume 236, numéro 1, Pg 65-79*
- Dietsch M. (1998) « Atouts et handicaps du crédit client face au crédit bancaire », *Revue d'Economie Financière, n°46, Pg 175-193*
- Dietsch M. (2003) « Financing Small business in France ». *EIB-papers, 8(2), 92-119*
- Dominique Lacoue Labarthe (2008) « Les crises financières sont-elles évitables ? » *Revue d'Économie Financière, Programme National Persée, vol. 7(1), pages 77-84.*
- Donaldson (1961) « Corporate debt capacity: a study of corporate debt policy and the determination of corporate debt capacity », *Harvard Graduate School of Business Administration*
- Donaldson G (1962) “New framework for corporate debt policy”. *Harvard business review. Pg117-131*
- Dubois. M (1988) “La sous-évaluation des actions lors de leur introduction en bourse : motifs et conséquences ”, *Economie et Société, Numéro12.*
- Duke JC., Hunt HG. (1990) « An empirical examination of debt covenants restrictions and accounting related debt proxies” *Journal of accounting and Economics, volume 12, Pg 97-122.*
- Easterbrook (1984) “Two Agency-Cost Explanations of Dividends.” *American Economic Review* 74: Pg 650-59

- Eckbo, B. and S. Verma, (1994) “Managerial Share ownership, Voting Power, and Cash Dividend Policy,” *Journal of Corporate Finance*, 1, Pg 33-62
- Fama E. & French K.F. (2004) “Financing decisions: Who issues stock?”, *CRSP Working Paper* n° 549, Pg. 1-39
- Fama, E and French K., (2002) « Testing Trade-off and Pecking Order Predictions about Dividends and Debt». *Review of financial studies*, vol 15.Pg 1-33.
- Fama, E. and French K., (1997) “Industry costs of equity” *Journal of Financial Economics* 43, Pg 153-193.
- Fama, Eugene F. (1980) «Agency Problems and the Theory of the Firm”. *The Journal of Political Economy*, Vol. 88, No. 2. Pg 288-307
- Fan H. et Sundaresan S. (2000) “Debt Valuation, Renegotiation, and Optimal Dividend Policy”, *Review of Financial Studies*, vol 13, Pg 1057-1099
- Fathi, T., & Gailly, B. (2004) « La structure financière des PME de hautes technologies » dans B. Quelin and L. Mezghani. *Perspectives en Management Stratégique* (pp. 111-132). Paris, EMS.
- Feldstein M., Green J. et Sheshinski E. (1979) “Corporate Financial Policy and Taxation in a Growing Economy”, *Quarterly Journal of Economics*, Pg 412-432
- Fisher, I. (1933) “The Debt Deflation Theory of Great Depressions,” *Econometrica*, 1(4), Pg 337-357
- Frank M.Z. & Goyal V.K. (2004) “Capital structure decisions”, *AFA 2004 San Diego Meetings*, Pg 1-55.
- Frank, M. Z., & Goyal, V. K. (2003) “Testing the pecking order theory of capital structure ». *Journal of Financial Economics*, 67(2), Pg 217-248
- Friend, Irwin and Hasbrouck Joel (1988) “Determinants of capital structure”, in *Andy Chen ed Research in Finance*, Volume 7, (JAI Press Inc., New York), Pg 1-19.
- Galpin N. (2004) “Can the pecking order explain the costs of raising capital”, *EFA 2004 Maastricht Meetings*, Paper n° 3404, Pg 1-46.
- Gaud P. & Elion J. (2002) « Déterminants et dynamique de la structure du capital des Entreprises suisses : une étude empirique », *Cahiers de recherche – HEC Genève*, 12.
- Gellatly G Riding A Thornhills (2004) “Growth history, knowledge intensity and capital structure in small firms” *Venture capital*, January, volume 6, numéro 1, page 73-99

- Gertler. M, Gilchrist. S (1993) “The cyclical behaviour of short- term business lending”, *European Economic Review*, Volume 37, issue 2/3, Pg 623-631
- Gervais M (1978) « Pour une théorie de l'organisation –PME », *Revue Française de Gestion n°15*, p ; 37-48
- Gilles Dostaler (2007) « Hyman Minsky et le capitalisme rongé par l'instabilité financière », *Alternatives économiques*, n° 258
- Gilles Philippe (1992) « Incertitude, risque et asymétrie d'information sur les marchés financiers », *Revue française d'économie*, volume 2, printemps 1992, Pg 55-115
- Gonedes, Nicholas J., Larry Lang, and Mathias Chikaonda (1988) “Empirical results on managerial incentives and capital structure” *Working paper, The Wharton School*, University of Pennsylvania.
- Goyal, V. (2003) « Market discipline of bank risk: Evidence form subordinated bond contracts” *Working paper, Hong Kong University of Science and Technology*.
- Graham J., Leary M., Roberts M. (2015) “A century of capital structure: The leveraging of corporate America”, *Journal of Financial Economics*, Volume 118, issue 3, December, Pg 658-683
- Graham, J. R. (1996) « Proxies for the corporate marginal tax rate ». *Journal of Financial Economics*, 42(2), Pg 187-221.
- Guttentag & Herring (1986) “Disaster Myopia in International Banking”. *Essays in International Finance* n°164.
- Hair, J., Black, B., Babin, B., Anderson, R. and Tatham, R. (2005) “Multivariate data analysis.” *Upper Saddle River, NJ, Pearson*, Prentice Hall Inc.
- Hamada RS. (1969) “Portfolio Analysis, Market Equilibrium and Corporation Finance”, *Journal of Financial Economics*, vol. 24, n°1, Pg 13-31
- Hamada RS. et Scholes M. (1985) “Taxes and Corporate Financial Management”, in E. Altman et M. Subrahmanyam eds, *Recent Advances in Corporate Finance*, Homewood, Illinois, Irwin, Pg 189-226
- Harris and Arthur Raviv (1990b) “Financial contracting theory”, *Working paper #82, Kellogg School, Northwestern University*
- Harris M and Arthur Raviv, (1990a) “Capital structure and the informational role of debt” *Journal of Finance* 45, Pg 321-349.
- Harris M., Raviv A., (1991) “The theory of capital structure”; *The journal of finance*, vol 46 n° 1, mars 91, Pg 297-355.

- Harris, Milton and Arthur Raviv (1988) “Corporate control contests and capital structure”, *Journal of Financial Economics* 20, 55-86.
- Haubrich. J (1989) “Financial Intermediation: delegated monitoring and long term relationships”, *Journal of Banking Finance JBF*, Volume 13, Issue 1, Pg 9-20,
- Heinkel, R. (1982) “A theory of capital structure relevance under imperfect information”, *Journal of Finance* 37, 1141-1150
- Hertz, L. (1982) “In search of a small business definition; an exploration of the small-business definitions of U.S, the U.K., Israël and the People's Republic of China”, *Washington, University Press of America*, 454p.
- Himmelberg Charles, R. Glenn Hubbard, Darius Palia (1999) “Understanding the determinants of managerial ownership and the link between ownership and performance” *Journal of Financial Economics* 53, 353-384.
- Hirigoyen G. (1982) « Le comportement financier des moyennes Entreprises industrielles familiales », *Banques, n° 417*, pp. 588-593.
- Hirshleifer David and Anjan Thakor (1992) “Managerial reputation, project choice and debt” *Review of financial studies* 5-3, Pg 437-470
- Hirshleifer, David and Anjan Thakor (1989) “Managerial reputation, project choice and debt” *Working paper # 14-89, Anderson Graduate School of Management at UCLA*.
- Holmes. S, Keitha. D, Dwyer. D (1994) “The cost of debt for small firms: Evidence from Australia”, *Journal of Small Business Management*, Volume 32, Issue 1, January, Pg 27- 35, Pg 9.
- Holmes. S, Kent. P (1991) “An Empirical Analysis of the Financial Structure of Small and large Australian manufacturing enterprises”, *The Journal Of small Business Finance*, Volume 1, Issue 2? Pg 141-154
- Hovakimian A, Hovakimian G, Tehranian H (2001) « Determinants of target capital structure: The case of dual debt and equity issues » *Journal of financial economics* 71 (3), 517-540
- HUANG G. & SONG F.M. (2006) “The determinants of capital structure: Evidence from China”, *China Economic Review*, 17, Pg 14-36.
- Hutchinson. P, McKillop. D.G (1994) “Small businesses and bank financing: A Regional Review”, *Applied Financial Economics*, Volume 4, Issue 1, February, Pg 69-73.
- Im, K. S., Perasan, M. H. and Shin, Y. (1997) “Testing for unit roots in heterogeneous Panels”, *Journal of Econometrics*, vol 115, Pg 53-74

- Jani, E. (2003) « Les déterminants des liquidités des Entreprises suisses » *Cahiers de recherches*. Université de Genève.
- Janssen F. (1998) “L’influence de l’interpénétration du dirigeant et de son Entreprise sur l’endettement des P.M.E et sur leurs relations avec les banques”, *Cahier de Recherche, CR-98-07, Institut de recherche sur les PME, Centre Européen de la PME*.
- Jensen M. & Meckling W. (1976) « Theory of the firm: managerial behavior, agency cost, and ownership structure », *Journal of Financial Economic*, vol.3, p 305-360.
- Jensen, Gerald R.; Solberg, Donald P.; and Zorn, Thomas S. (1992) “Simultaneous Determination of Insider Ownership, Debt, and Dividend Policies;” *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, Vol. 27, No. 2, Pg 247-263
- Jensen. M C (1986) “Agency Costs of free cash Flows, Corporate finance and takeover”, *American Economic Review*, Volume 76, Issue 2, May, Pg 323-330
- John K (1987) “Risk-Shifting Incentives and Signaling Through Corporate Structure”, *Journal of Finance*, 42, Pg 623-641
- John R. Graham, Campbell R. Harvey (2001) “The theory and practice of corporate finance: evidence from the field” *Journal of Financial Economics* 60 (2001) 187-243
- Johnson S.A. (1997) “An empirical analysis of the determinants of corporate debt ownership structure”, *European Economic Review*, 44, p. 281-304.
- Jordan, J., Lowe, J., & Taylor, P. (1998) “Strategy and financial policy in UK small firms”. *Journal of Business Finance & Accounting*, 25(1/2), Pg 1-27.
- Kaufman Henry (1986) "Debt: The Threat to Economic and Financial Stability," *Federal Reserve Bank of Kansas City, journal Economic Review* pp: 3-11
- Kayhan A. and Titman S., (2007) “Firms’ histories and their capital structures”, *Journal of Financial Economics*, 83, Pg 1-32.
- KEASEY. K, MC GUINNESS. P (1992) “An empirical investigations of the role of signaling in the valuation of seasoned equity issues”, *Accounting and Business Research*, Volume 122, Issue 86, Spring, Pg133-142
- Kester, Carl W. (1986) “Capital and ownership structure: A comparison of United States and Japanese manufacturing corporations”, *Financial Management*, Pg 5-16.
- Kim, Wi Saeng and Eric H. Sorensen (1986) “Evidence on the impact of the agency costs of debt in corporate debt policy”, *Journal of Financial and Quantitative Analysis* 21, Pg 131-144.

- Kim, Yong Cheol and Renk M. Stulz (1988) “The Eurobond market and corporate financial policy: A test of the clientele hypothesis”, *Journal of Financial Economics* 22, Pg 189-205
- Klein, K. J., Dansereau, F., & Hall, R. J. (1994) “Levels issues in theory development, data collection, and analysis”. *Academy of Management Review*, 19, Pg 195-229
- Krasker, W. (1986) “Stock price movements in response to stock issues under asymmetric information”, *Journal of Finance* 41, Pg 93-105.
- Kremp E. & Stöss E. (2001) « L'endettement des Entreprises industrielles françaises et allemandes : des évolutions distinctes malgré des déterminants proches », *Économie et Statistique*, n° 341-342, Pg 153-171
- Kremp E., E Stoss, D. Gerdesmeier (1999) «Modes de financement des Entreprises allemandes et françaises », *BDF et Deutsche Bank*
- Kühnhausen, F. and Stieber, Harald W. (2014) “Determinants of Capital Structure in Non-Financial Companies”. *Discussion Papers in Economics* , 2014-38
- La Rocca M., La Rocca T. and Cariola A., (2011) “Capital structure decisions during a firm’s life cycle”, *Small Business Economics*, 37, Pg 107-130.
- Le Cornu. M.R, McMahon. R, Forsaith. D, Stanger A (1996) “The Small Enterprise Financial Objective Function”, *Journal of Small Business Management*, Volume 34, Issue, Pg 1- 14.
- Leary M.T. & Roberts M.R. (2010) “The pecking order, debt capacity and information asymmetry”, *journal of financial economics* 95 (3), Pg 332-355
- Leland, Hayne and David Pyle (1977) “Information asymmetries, financial structure, and financial intermediation”, *Journal of Finance* 32, Pg 371-388.
- Lemmon M.L. & Zender JF (2003) “debt capacity and tests of capital structure theories” *Washington DC Meetings* P 1-44
- Lemmon M.L. and Zender J. F., (2010) “Debt capacity and tests of capital structure theories”, *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 45, Pg 1161-1187
- Levasseur M. & Quintart A. (2000) « Capacité d'endettement de l'Entreprise », in Banque et Marchés. *Cahiers de recherche financière appliquée*, n° 45, mars-avr. 2000
- Long, Michael and Ileen Malitz (1985) “The investment-financing nexus: Some empirical evidence”, *Midland Corporate Finance Journal* 3, 53-59
- López-Gracia, J., & Sogorb-Mira, F. (2008) «Testing trade-off and pecking order theories financing SMEs ». *Small Business Economics*, 31(2), 117-136.

- Lucien Boucharenc (1962) « Playdoyer pour les enquêtes sur petits échantillons ». Les Cahiers de la publicité , volume 3, numéro 3. Pg 69-78
- Lys, Thomas and Konduru Sivaramakrishnan, (1988) “Earnings expectations and capital restructuring: The case of equity-for-debt swaps”, *Journal of Accounting Research* 26, Pg 273-299
- Mahe De Boislandelle H. (1994) « Esquisse d’une théorie de la GRH en PME », *Actes du 5e Congrès de l’AGRH, Montpellier*, Pg 259-269.
- Majumdar S. and Chhibber P. (1999) «Capital structure and performance: Evidence from a transition economy on an aspect of corporate governance», *Public Choice* (98), Pg 287- 305
- March, J.G. (1994) "Tout essai de description des tendances de la gestion ne décrit de façon adéquate aucune situation de gestion particulière", *Revue Française de Gestion*, n°100, Pg 22-24
- Marchesnay M. (1982) « Pour un modèle de l’hypofirme », in *Entreprise et organisation, mélanges en l’honneur du professeur Aubert-Krier*, *Economica*, p. 71-91.
- Marchesnay M. (1980) « Notes de lecture sur les petites Entreprises » ; *Revue d’économie industrielle* n°11, 1er trimestre 1980, page 144
- Margaritis D. & Psillaki M. (2007) «Capital Structure and Firm Efficiency», *Journal of Business Finance & Accounting* (34), pp. 1447-1469.
- Michaelas, N., Chittenden, F., & Poutziouris, P. (1999) « Financial Policy and Capital Structure Choice in U.K. SMEs: Empirical Evidence from Company Panel...” *Small Business Economics*, 12(2), 113-130
- Mikkelson, Wayne H. and M. Megan Partch, (1986) “Valuation effects of security offerings and the issuance process”, *Journal of Financial Economics* 15, Pg 31-60.
- Miller. M (1977) “Debt and Taxes”, *Journal of Finance*, Issue 2, May, Volume 32, Pg 261-276
- Minsky H. P (1992), « The financial instability hypothesis”, *Working Paper n° 74*, may, Levy Economics Institute.
- Mitchell A. Petersen & Raghuram G. Rajan, (1994) "The Effect of Credit Market Competition on Lending Relationships," *NBER Working Papers 4921*, *National Bureau of Economic Research, Inc.*
- Modigliani & Miller (1958) “The cost of capital corporation, Finance and the theory of Investment”, *American Economic Review*, Volume 48, Issue 3, June, Pg 261-297

- Modigliani & Miller (1963) “Corporate Income Taxes and the cost of capital: a correction”, *American Economic Review*, Volume 53, Issue 3, June, Pg 433-443.
- Mulkay B. & Sassenou M. (1995) « La hiérarchie des financements des investissements des PME », *Revue économique*, 46 (2), Pg 345-363.
- Myers, S. C. (1977) “Determinants of Corporate Borrowing”, *Journal of Financial Economics*, Volume 5, Issue 2, November, Pg 147-175
- Myers, S. C. (1984) « The Capital Structure Puzzle ». *Journal of Finance*, 39(3), Pg 575-592.
- Myers, S. C. (2001) “Capital structure”, *Journal of Economic perspectives*, Volume 15, Number 2, Spring, Pg 81- 102.
- Myers. S, Majluf. N (1984) “Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have”, *Journal of Financial Economics*, Volume 13, Issue 2, June, Pg 187-221.
- Narayanan M. (1988) “Debt versus Equity under Asymmetric Information” *Journal of financial and quantitative analysis* 23, Pg 39-51
- Nekhili (1999) « Le choix du type et de la maturité de la dette par les firmes françaises » *Finance Contrôle Stratégie*, Vol. 2, n° 3, septembre, pp. 179-206
- Noe, T. (1988) “Capital structure and signaling game equilibria”, *Review of Financial Studies* 1, Pg 331-356.
- Norton. E (1991) “Capital structure and small growth firms”, *Journal of Small Business Finance*, Volume 1, Issue 2, Pg 161-77
- Norton. E (1991) “Capital structure and small public Firms”, *Journal of Business Venturing, New York*, July, Volume 6, Issue 4, Pg 287-304
- Nunes P. J. M., Serrasqueiro Z. M. et Sequeira T. N. (2009) «Profitability in Portuguese service industries: a panel data approach», *The Service Industries Journal* (29), Pg 693-707
- Opler, T., Pinkowitz, L., Stulz,R. et Williamson, R. (1999) “The determinants and implications of corporate cash holdings”, *Journal of Financial Economics*, Vol. 52, pp 3-46.
- Opler, T., Titman S., (1996) “The Debt Equity Choice”, *Working Paper, Ohio State University*.
- Ozkan, A., (2001) “Determinants of capital structure and adjustment to long run target: evidence from UK company panel data”, *Journal of Business Finance and Accounting*, 28, Pg 175–199.

- Panno. A (2003) "An empirical investigation on the determinants of capital structure: The UK and Italian experience", *Applied Financial Economics*, Volume 13, Issue 2, February, Pg97-112, 16pg.
- Paranque. B, (1999) "Modes de Financement des Entreprises allemandes et françaises", *Bulletin de la Banque de France*, Numéro 70, Octobre.
- Paranque. B, Cieply. S, (1998) "Le rationnement des petites Entreprises sur le marché du crédit : mythe ou réalité ? ", *Banque et Marchés*, Numéro 33, Mars-Avril, Pg 5- 15.
- Paulson & Townsend (2004) "Entrepreneurship and financial constraints in Thailand" *Journal of Corporate Finance* 10 (2004) 229 – 262
- Perret, V., Seville, M., (2003) "Fondements épistémologiques de la recherche". In *Méthodes de recherche en management*, THIETART. Ed. Dunod.
- Petersen P., Rajan R (1994) "The benefits of lending relationship: Evidence from small business data", *The Journal of Finance*, Volume 49, Numéro 1, March, Pg3-37
- Petersen P., Rajan R. (1997) "Trade credit: theory and evidence" *Review of Financial Studies*, n°3, Pg 661-691
- Pettit, R. R., & Singer, R. F. (1985) "Small Business Finance, a research Agenda ». *Financial Management*, 14(3), Pg 47-60.
- Poitevin, M. (1989) "Financial signalling and the "deep-pocket" argument", *Rand Journal of Economics* 20, Pg 26-40.
- Press E.G., Wintrop J. (1990) "Accounting based constraints in public and private debt agreements : their association with leverage and importance in accounting choice", *Journal of accounting and economics*, volume 12, pp.65-96.
- Rajan, G.R. et L. Zingales (1995) « What do we Know About Capital Structure? Some Evidence from International Data», *the Journal of Finance*, 1421-1460.
- Ramdani M. et Vigneron L. (2013) « Pecking order versus trade off theory and the issue of debt constraint problem?», Institut du développement et de la prospective, document de travail IDP (EA 1384) n°2013-13
- Ravid Abraham and and Oded H. Sarig, (1989) Financial signalling by precommitting to cash outflows, *Working paper, Rutgers, The State University of New Jersey*.
- Reinhart W. Wetmann (2012) « Le très envié Mittelstand allemand, retour sur les raisons du succès des PME outre-Rhin ». P: 1-7

- Repetto, A., S. Rodriguez, and R. O. Valdes, (2002) « Bank Lending and Relationship Banking: Evidence from Chilean Firms », *Working Paper*, (Universidad de Chile, Santiago de Chile).
- Roll (1986) « La théorie financière et les affaires », *Affi, Lettre d'information*, n° 26.
- Romano C Tanewski G Smyrniotis K (2001) “Capital structure decision making: a model for family business” *journal of business venturing*, volume 16, Issue 3, May, Page 285-311
- Ross S. (1973) “The Economic theory of Agency in the principal Problem”, *American Economic Review*, Volume 63, Issue 2, May, Pg 134-139, 6pg.
- Ross. S (1977) “The determination of financial structure: The incentive signaling approach”, *Bell Journal of Economics*, Volume 8, Issue 1, spring, Pg 23-40
- Ross. S (1977) “The signaling approach: Discussion”, *Journal of Finance*, Volume 32, Issue 2, May, Pg 412-415.
- Roussel, P., Durieu, F., Campoy, E., & El Akremi, A. (2002) « Méthodes d'équations structurelles: recherche et application en gestion ». Paris, Economica. Coll. Gestion.
- Rutherford Gregory BT MW Oswald S Gardiner L (2005) “an empirical investigations of the growth cycle theory of small financing” *Journal of small Business Management*, volume 43, issue 4, October Pg : 382-392
- Savall H. et Zardet V. (1998) « La dimension cognitive de la recherche-intervention : la production de connaissances par interactivité cognitive », *Revue Internationale de Systémique*, Vol. 10, n°1-2, pp. 157-189
- Scherr, F.C., Sugrue, T.F. and Ward, J.B., (1990) ‘Financing the Small Firm Start-Up: Determinants of Debt Use’, *paper to the 2nd Annual Small Firm Financial Research Symposium*, California State University, Fresno, California.
- Scherr. F, Hulburt. H (2001), “The Debt Maturity structure of Small Firms”, *Financial Management*, Volume 30, Issue 1, spring, Pg 85- 111.
- Schwartz E. (1959) “The theory of the capital structure of the firm” *Journal of finance*. Pg 18-39
- Schwartz (1986) “Real and Pseudo Financial Crises.” In F. Capie and G. E. Wood (eds.), *Financial Crises and the World Banking System*. London: Macmillan. Pg 11–31.
- Sheikh Jibrán, Shakeel Ahmed Wajid, Iqbal Waheed, Tahir Masood Muhammad (2012) “Pecking at Pecking Order Theory: Evidence from Pakistan’s Non-financial Sector” *Journal of Competitiveness*, Vol. 4, Issue 4, Pg 86-95

- Shuetrim G., Lowe P. & Morling S. (1993) "The determinants of corporate leverage: a panel data analysis", *Research Discussion Paper, 9313, Reserve Bank of Australia*, Pg 1-52.
- Shyam-Sunder, L., & Myers, S. C. (1999) Testing static tradeoff against pecking order models of capital structure. *Journal of Financial Economics*, 51(2), 219-244.
- Smith, Clifford and Jerold Warner, (1979) "On financial contracting", *Journal of Financial Economics* 7, Pg 117-161.
- Sosik, J., Kahai, S., & Piovosio, M. (2009) "Silver Bullet or Voodoo Statistics? A Primer for Using the Partial Least Squares Data Analytic Technique in Group and Organization Research". *Group & Organization Management*, 34(1), Pg 5-36.
- Stiglitz (1972) "Some Aspects of the Pure Theory of Corporate Finance : Bankruptcies and Takeovers", *The Bell Journal of Economics and Management Science*, vol 3, Pg 458-482.
- Stiglitz J. E., Weiss A. (1981) « Credit Rationing in Markets with Imperfect Information » *American Economic Review*, vol. 71, p. 393-410.
- St-Pierre, J. et R. Beaudoin (1996) « Les problèmes financiers des PME : l'état de la question, dans PME » *Bilan et perspectives*, Julien Éd P 212
- Stulz, René (1988) "Managerial control of voting rights: Financing policies and the market for corporate control", *Journal of Financial Economics* 20, 25-54.
- Stulz, René (1990) "Managerial discretion and optimal financing policies", *Journal of Financial Economics* 26, 3-27.
- Suto. M (2003) "Capital structure and Investment behaviour of Malaysian firms in the 1990s: A study of corporate governance before the crisis", *Corporate Governance, Volume 11, Issue1, January*, Pg 25-39, 15
- Titman (1984) "The Effect of Capital Structure on the Firm's Liquidation Decision", *Journal of Financial Economics*, vol 13, Pg 137-151
- Titman S. & Wessels R. (1988) "The determinants of capital structure choice", *Journal of Finance*, 43, Pg 1-19
- Torrès O. et Gueguen G. (2006) "Une approche proxémique de la PME : le cas de l'incertitude stratégique" *8ème Conférence Internationale Francophone en Entrepreneuriat et PME (CIFEPME)*, Fribourg, Suisse
- Torres Olivier (1997) « Pour une approche contingente de la spécificité de la PME ». *Revue internationale P.M.E.*, 2, Vol. 1.

- Von Glasersfeld, E. (1996) "Introduction: Aspects of constructivism". In C. T. Fosnot (Ed.) *Constructivism: Theory, perspectives, and practice* (pp. 3-7). New York, NY: Teachers College Press, Columbia University.
- Voulgaris. F, Asteriou. D, Agiomirgianakis. G (2004) "Capital structure, asset Utilization, profitability, and growth in the Greek manufacturing sector", *International Review of Applied Economics*, Volume 18, Issue 2, April, Pg 247- 262.
- Ward J. (1988) « The special role of strategic planning for family business », *Family Business Review*, 1 (2), Pg 105-117.
- Warner (1977) "Bankruptcy Costs : Some Evidence", *Journal of Finance*, Pg 337-347
- Weiss (1990) "Bankruptcy Resolution : Direct Costs and Violation of Priority of Claims", *Journal of Financial Economics*, Pg 285-314
- Welsh & White (1981) "A small business is not a little big business", *Harvard business review*, vol. 59, n°54.
- Williamson (1986) "Economic Organization: Firms, Markets, and Policy Control" *New York University Press*, Pg 6-31
- Williamson (1988) "Corporate finance and corporate governance", *Journal of Finance* 43, Pg 567-591.
- Xueping, Wu & Zheng Wang. (2004) "Equity financing in a Myers–Majluf framework with private benefits of control." *Journal of Corporate Finance*, 11(5), Pg 915-945.
- Young, J. E. and Zaima, J. K. (1986) "Does it Pay to Invest in Small Business IPOs?" *Journal of Small Business Management*, Vol. 24, pp. 39-50
- Zeitun R. et Tian G. (2007) «Capital structure and corporate performance evidence from Jordan», *Australian Accounting Business & Finance Journal* (1), Pg 40-53
- Ziane (2004) « La structure d'endettement des PME françaises : une étude sur données de panel », *Revue Internationale des PME*, Volume 17, Numéro 1 (16 pages)

Thèses :

- Bedue A. (1997) « Les déterminants de la structure financière des Entreprises françaises », *Thèse de Doctorat. Université de Paris X, Nanterre*
- Belletre I. (2010) « Les choix de financement des Très Petites Entreprises ». *Thèse de Doctorat. Université Lille Nord de France*
- Benthabet S. (2009) « performance et Private Equity : une analyse approfondies des opérations de rachat avec effet de levier (LBO) ». *Thèse de Doctorat. Université de Reims.*
- Carpentier C. (1997), 'Choix de financement dans une optique de ratio-cible', Thèse de doctorat, Université de Lille.
- Djedidi-Kooli S. (2006) « L'accès au financement des PME en France : Quel rôle joué par la structure du système bancaire? » *Thèse de Doctorat. UNIVERSITE PARIS-DAUPHINE*
- Hamelin A. (2010) « Contrôle, financement et croissance des petites et moyennes Entreprises » *Thèse de Doctorat. Université de Strasbourg et Université Libre de Bruxelles*
- Marone, M. (2010) « Systèmes financiers et canaux de transmission de la politique monétaire », *Thèse de doctorat en sciences économiques, Université de Bourgogne.*
- Nabil Bouayad A. (2004) « Diagnostic financier et prévention des Entreprises en difficultés : essai d'élaboration d'un guide à l'usage du banquier ». *Faculté des Sciences juridiques économiques et sociales. Université Mohamed I. Oujda.*
- Nekhili M. (1994) « Choix entre la dette bancaire et la dette obligataire par les firmes françaises ». *Thèse de Doctorat. Université de Bourgogne*
- Rigar S. M. (2003) « Contribution à l'étude des pratiques de financement des Entreprises marocaines » *Faculté des Sciences Juridiques, Economiques et Sociales - As-Samlalia, Marrakech - Doctorat National*
- Trabelsi A. (2006) « Les déterminants de la structure du capital et les particularités du financement dans les PME : une étude sur les données Françaises ». *Thèse de Doctorat. UNIVERSITÉ PARIS IX DAUPHINE EDOGEST*
- Vignerón L. (2008) « Conditions de financement de la PME et relations bancaires ». *Thèse de Doctorat. Université de Lille 2*

Publications et actes de communications:

- Abimbola A. (2002) "Cross-sectional test of pecking order hypothesis against static trade-off theory on UK data", *University of Birmingham - Birmingham Business School*. P. 1-29. [en ligne], disponible sur World Wide Web: <http://ssrn.com/abstract=302827>, p. 1-29.
- Achy, L. et Rigar S.M. (2005) « Déterminants de la structure financière des entreprises manufacturières au Maroc », *XII^e Conférence annuelle du Forum de recherche économique*, Caire, Égypte, 19-21 décembre
- Aggarwal, R & AungKyaw, N. (2006) "Leverage, Investment Opportunities, and Firm Value: A Global Perspective on the Influence of Financial Development." *2006 FMA Annual Meeting, Salt Lake city USA*
- Banque de France (2000) « Score BDFI » *Contrôle des Bilans*
- BMCE Monthly (2007) « Problématique du financement au Maroc ». Le magazine économique de BMCE Bank. N°6.
- Bourgeois Isabelle (2010) « PME allemandes : les clés de la performance », *Bulletin économique du CIRAC*.
- Caisse Centrale des garanties (2009) « Expérience du Maroc pour promouvoir la croissance et l'innovation des PME ». *Paris. Octobre 2009*
- CDVM (2011) « Le Financement des PME au Maroc »
- Centre de documentation économies et finance (2013) « Tableau de bord trimestriel des PME »
- Centre du commerce international (2009) « Accès à la finance : Guide pratique pour la PME exportatrice ». *ITC. Publications des Nations Unies. Genève.*
- Conseil Déontologique des valeurs mobilières (2011) « Le Financement des PME au Maroc »
- Guilhon, A. Guilhon, B et Peguin D. (1995) "PME, exportation et contrôlabilité", *Communication au Congrès International Francophone de la PME, Paris, 25-27 Octobre*, p. 385-401
- INSEE (2008) « La situation financière des entreprises : vue d'ensemble et situation relative des PME » *Dossier - La situation financière des entreprise, L'économie française, édition 2008*. Page 90. (Lien électronique : http://www.insee.fr/fr/ffc/docs_ffc/ref/ECOFRA08d.PDF (consultation du 17/03/2016))

Jeune Afrique (2010) « Pyramide de Ponzi, modèle d'escroquerie depuis 1921 »

Khaddouj Karim (2014) « LES PME marocaines en difficulté : essai d'analyse ». Colloque International ENTREPRISES EN DIFFICULTÉ ET CHANGEMENT ORGANISATIONNEL : état de l'art et perspectives concernant les PME. Marrakech.

L'observateur du Maroc (2013) « La PME marocaine: Un levier économique encore en panne »

La croix (25/06/2013) « Des pistes pour améliorer le financement des PME en France et en Europe »

Leclerc, Y. (1990) "De la sous-traitance au partenariat : le Japon, "modèle" de référence?, *communication au colloque TETRA sur le thème "La PME : objet de recherche pertinent ?"*, 30-31 mai 1990, Lyon

Louali H. (2003) « Evaluation du financement de la PME au Maroc ». *Ministère des Finances et de la privatisation*. Publication N°91. P : 4

Oxford Business Group (2013) "Banking on entrepreneurs: Small businesses are being offered unprecedented support" *The Report Morocco 2013*.

OCDE (2014) « Nouvelles approches du financement des PME et de l'entrepreneuriat : élargir la gamme des instruments » Rapport de synthèse final. (<https://www.oecd.org/fr/cfe/pme/Nvelles-approches-PME-synth%C3%A8se.pdf> dernière consultation du 11/07/2016)

Rochdane H. et AYEGOU J. (2009) « PME marocaines face à la mondialisation : quelles opportunités du système de franchise ? ». Colloque International. Sous le thème de la vulnérabilité des TPE et des PME dans un environnement mondialisé. 11^{èmes} journées scientifiques du réseau Entrepreneuriat

Weill. L (2001) "Determinants of Leverage and Access to Credit: Evidence on Western and Easter Europe Countries", *Acte de Communication, Journées Internationales d'Economie Monétaire et Bancaire*, 6- 7 Juin.

Ziane (2000) "La structure d'endettement des petites et moyennes Entreprises françaises : une étude sur données de panel", *Conférence Internationale de L'Association Française de Finance (A.F.F.I)*, Paris, Décembre.

Webographie :

Site de l'ANPME : www.anpme.ma/

Site du Ministère de l'Economie et des Finances : www.finances.gov.ma/

Site du Haut Commissariat Au Plan : www.hcp.ma/

Site des Statistiques relatives à l'industrie canadienne (SIC) : www.ic.gc.ca/

Site Inforisk : www.Inforisk.ma/

Site Journal du Net : <http://www.journaldunet.com/economie/magazine/petites-et-moyennes-Entreprises-en-danger/>

Site JSTOR (Journal Storage): www.Jstor.org/

Site Oxford Business Group (OBG):

<http://www.oxfordbusinessgroup.com/news/maroc-encourager-la-croissance>

Site SPSS: <http://spss.espaceweb.usherbrooke.ca/>

Annexes :

Tableau n°54 : Moyennes et Ecart types des paramètres financiers entre 2009 et 2013

	2009		2010		2011		2012		2013	
	Moy	E.Typ								
Chiffres d'affaires	45 701	31 389	47 651	34 081	54 711	38 963	53 807	39 495	58 455	59 575
Charges financières/ CA	0.03	0.03	0.03	0.03	0.03	0.03	0.03	0.04	0.02	0.03
Charges fin/EBE	0.5	0.9	0.4	0.6	0.5	2.6	-1.4	11.8	0.2	0.6
Résultat net/Total Actif	0.03	0.05	0.03	0.04	0.03	0.05	0.03	0.05	0.01	0.08
Résultat net/Chiffres d'affaires	0.02	0.06	0.02	0.04	0.03	0.06	0.03	0.06	-0.001	0.21
Résultat net/Fonds Propres	0.11	0.79	0.09	0.20	0.11	0.17	0.08	0.16	0.11	0.50
CAF/total Passif	0.06	0.06	0.06	0.06	0.07	0.08	0.06	0.06	0.05	0.09
CAF/Fonds Propres	0.34	0.60	0.24	0.28	0.26	0.24	0.21	0.19	0.21	0.33
CAF/ Chiffres d'affaires	0.06	0.07	0.07	0.07	0.07	0.09	0.07	0.08	0.04	0.02
Fonds propres/Passif	0.27	0.16	0.27	0.15	0.29	0.18	0.30	0.16	0.29	0.17
Imb Corp nettes/total actif	0.20	0.19	0.20	0.19	0.18	0.17	0.17	0.14	0.18	0.18
Imb Corp nettes/F. propres	1.59	5.16	0.91	0.93	0.80	0.98	0.64	0.54	0.49	1.89
Dettes CT/End global	0.19	0.15	0.19	0.14	0.21	0.15	0.24	0.18	0.24	0.17
Dettes LT/End global	0.14	0.18	0.12	0.16	0.12	0.17	0.10	0.14	0.07	0.11
Dettes exp°/End global	0.68	0.22	0.68	0.20	0.67	0.21	0.66	0.22	0.68	0.19
Dettes Frns/End global	0.44	0.20	0.43	0.19	0.42	0.19	0.39	0.20	0.40	0.19
Dettes Frns/Fonds Propres	3.74	11.88	1.93	2.29	1.64	1.54	1.30	1.04	1.55	2.48
Dettes Frns/Total Passif	0.32	0.18	0.31	0.16	0.30	0.15	0.28	0.15	0.29	0.15
Dettes LT/ Fonds Propres	1.19	5.23	0.49	0.76	0.34	0.56	0.27	0.40	0.22	0.42
Dettes LT/Total Passif	0.10	0.14	0.09	0.11	0.08	0.11	0.06	0.08	0.05	0.07
Liquidités/total actif	0.04	0.11	0.04	0.9	0.04	0.8	0.04	0.7	0.04	0.06
Liquidités/ Fonds Propres	0.26	0.67	0.21	0.51	0.20	0.43	0.14	0.22	0.16	0.27
End net/ FP	2.823	9.923	1.080	1.603	0.950	1.231	0.981	1.130	0.989	2.129

Tableau n° 55: Statistiques descriptives (Sorties d'E-Views)

	AUT	CA	CRCM	END	LQD	INT	GAR	ROI
Mean	0.786649	4.572627	0.415642	1.365976	1848.100	0.027389	0.188188	0.026127
Median	0.892356	4.634129	0.421040	0.682853	628.0000	0.020591	0.130855	0.020887
Maximum	1.251136	5.608055	0.939869	63.47080	21435.00	0.309854	0.920275	0.199969
Minimum	-5.976615	0.000000	0.018810	-7.606670	1.000000	0.000000	0.001726	-0.394821
Std. Dev.	0.449880	0.441497	0.193981	4.681566	3340.021	0.032588	0.175772	0.056157
Skewness	-11.47284	-3.807880	-0.063889	10.50475	3.375373	4.067206	1.485402	-1.463519
Kurtosis	171.5785	39.63268	2.638656	128.6142	15.89630	27.18736	5.323619	15.57321
Jarque-Bera	361815.1	17499.41	1.836208	202753.9	2648.591	8139.965	177.8110	2083.165
Probability	0.000000	0.000000	0.399275	0.000000	0.000000	0.000000	0.000000	0.000000

Skewnes : Coefficient d'asymétrie de la distribution de la série

-Signe positif : asymétrie de la distribution vers la droite.

-Signe négatif : asymétrie de la distribution vers la gauche.

Kurtosis : Coefficient d'aplatissement de la distribution de la série (Tous les coefficients sont proches de 3, donc la distribution est leptokurtique à queues épaisses).

Jaque-Bera : Test de la normalité de la série (Ici toutes les variables suivent la loi normale puisque la probabilité du test est inférieure à 5%)

Tableau n°56 : Stationnarité des variables du modèle (Sorties d'E-Views) :

GAR :

Null Hypothesis: Unit root (individual unit root process)

Series: GAR

Exogenous variables: Individual effects

Method	Statistic	Prob.**
Im, Pesaran and Shin W-stat	-3.64457	0.0001
Im, Pesaran and Shin t-bar	-1.93122	

AUT:

Null Hypothesis: Unit root (individual unit root process)

Series: AUT

Exogenous variables: Individual effects

Method	Statistic	Prob.**
Im, Pesaran and Shin W-stat	-1.1E+14	0.0000
Im, Pesaran and Shin t-bar	-2.4E+13	

CA:

Null Hypothesis: Unit root (individual unit root process)

Series: CA

Exogenous variables: Individual effects

Method	Statistic	Prob.**
Im, Pesaran and Shin W-stat	-10.4361	0.0000
Im, Pesaran and Shin t-bar	-3.20736	

CRCM:

Null Hypothesis: Unit root (individual unit root process)

Series: CRCM

Exogenous variables: Individual effects

Method	Statistic	Prob.**
Im, Pesaran and Shin W-stat	-6.25194	0.0000
Im, Pesaran and Shin t-bar	-2.42114	

LQD:

Null Hypothesis: Unit root (individual unit root process)

Series: LQD

Exogenous variables: Individual effects

Method	Statistic	Prob.**
Im, Pesaran and Shin W-stat	-3.53376	0.0002
Im, Pesaran and Shin t-bar	-1.91040	

ROI:

Null Hypothesis: Unit root (individual unit root process)

Series: ROI

Exogenous variables: Individual effects

Method	Statistic	Prob.**
Im, Pesaran and Shin W-stat	-7.45524	0.0000
Im, Pesaran and Shin t-bar	-2.64724	

INT:

Null Hypothesis: Unit root (individual unit root process)

Series: INT

Exogenous variables: Individual effects

Method	Statistic	Prob.**
Im, Pesaran and Shin W-stat	-8.19651	0.0000
Im, Pesaran and Shin t-bar	2.78653	

Tableau n°57 : Estimation du modèle à 7 variables explicatives (Sorties d'E-Views)

Dependent Variable: END

Method: Panel EGLS (Cross-section weights)

Sample: 2009 2013

Periods included: 5

Cross-sections included: 60

Total panel (balanced) observations: 300

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.021873	0.678429	0.032241	0.9743
ROI	-7.013293	0.869113	-8.069488	0.0000
LQD	-8.82E-05	1.46E-05	-6.060236	0.0000
AUT	-0.283057	0.231508	-1.222665	0.2227
GAR	-0.196174	0.557295	-0.352011	0.7251
CA	0.473162	0.124783	3.791892	0.0002
CRCM	-0.961747	0.179793	-5.349179	0.0000
INT	6.794059	2.649654	2.564130	0.0110

Effects Specification

Cross-section fixed (dummy variables)

R-squared	0.896077	Mean dependent var	8.044025
Adjusted R-squared	0.866640	S.D. dependent var	10.97246
S.E. of regression	3.575737	Sum squared resid	2979.113
F-statistic	30.44018	Durbin-Watson stat	1.596842
Prob(F-statistic)	0.000000		

Tableau n°58 : Estimation du modèle à 5 variables explicatives (Sorties d'E-Views)

Dependent Variable: END

Method: Panel Least Squares

Sample: 2009 2013

Periods included: 5

Cross-sections included: 60

Total panel (balanced) observations: 300

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.339757	0.334981	1.014258	0.3115
ROI	-4.767226	0.655092	-7.277190	0.0000
LQD	-7.79E-05	1.17E-05	-6.639539	0.0000
CA	0.297388	0.070964	4.190709	0.0000
CRCM	-0.682544	0.150574	-4.532943	0.0000
INT	7.980766	2.358148	3.384336	0.0008
R-squared	0.898233	Mean dependent var		10.28852
Adjusted R-squared	0.870518	S.D. dependent var		13.40481
S.E. of regression	4.112796	Sum squared resid		3975.047
F-statistic	32.40939	Durbin-Watson stat		1.860877
Prob(F-statistic)	0.000000			

Tableau n°59: Test de Hausman, détail des 3 secteurs

Commerce :

Correlated Random Effects - Hausman Test

Equation: EQ01

Test cross-section random effects

	Chi-Sq. Statistic	Chi-Sq. d.f.	Prob.
Test Summary			
Cross-section random	1.883847	7	0.9660

Industrie :

Correlated Random Effects - Hausman Test

Correlated Random Effects - Hausman Test

Equation: EQ01

Test cross-section random effects

	Chi-Sq. Statistic	Chi-Sq. d.f.	Prob.
Test Summary			
Cross-section random	10.335498	7	0.1703

Services :

Correlated Random Effects - Hausman Test

Correlated Random Effects - Hausman Test

Equation: EQ01

Test cross-section random effects

Test cross-section random effects

	Chi-Sq. Statistic	Chi-Sq. d.f.	Prob.
Test Summary			
Cross-section random	10.335498	7	0.1703
Cross-section random	19.774146	7	0.0061

**Tableau n°60 : Estimation, secteur du Commerce (Random effect/Effets aléatoires) 7
variables explicatives :**

Dependent Variable: END

Method: Panel EGLS (Cross-section random effects)

Sample (adjusted): 2009 2013

Periods included: 4

Cross-sections included: 22

Swamy and Arora estimator of component variances

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	-2.600576	2.524244	-1.030240	0.3092
ROI	-7.468257	5.990524	-1.246678	0.2200
AUT	-3.849245	1.027095	-3.747701	0.0006
CRCM	-1.655403	0.883142	-1.874447	0.0684
CA	1.944483	0.553032	3.516038	0.0011
INT	2.701473	10.39971	0.259764	0.7964
GAR	-6.259375	1.189497	-5.262202	0.0026
LQD	-0.000204	6.27E-05	-3.258147	0.0023

Effects Specification

	S.D.	Rho
Cross-section random	0.690889	0.7845
Idiosyncratic random	0.362131	0.2155

Weighted Statistics

R-squared	0.598630	Mean dependent var	0.232056
Adjusted R-squared	0.504246	S.D. dependent var	0.502178
S.E. of regression	0.353582	Sum squared resid	4.875795
F-statistic	6.975646	Durbin-Watson stat	2.515889
Prob(F-statistic)	0.000011		

Unweighted Statistics

R-squared	0.626734	Mean dependent var	0.915354
Sum squared resid	19.37763	Durbin-Watson stat	0.633047

Tableau n°61 : Estimation, secteur de l'Industrie (Random effect/Effets aléatoires), 7 variables explicatives :

Dependent Variable: END

Method: Panel EGLS (Cross-section random effects)

Date: 12/10/14 Time: 16:46

Sample: 2009 2013

Periods included: 5

Cross-sections included: 19

Wansbeek and Kapteyn estimator of component variances

White cross-section standard errors & covariance (no d.f. correction)

WARNING: estimated coefficient covariance matrix is of reduced rank

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	-0.418323	1.261903	-0.331502	0.7407
ROI	-5.692674	2.807450	-2.027703	0.0442
AUT	0.737976	0.560226	1.317284	0.1895
LQD	-0.000111	3.71E-05	-2.991734	0.0032
GAR	0.898965	2.133637	0.421330	0.6741
CRCM	-1.471912	0.324322	-4.538428	0.0000
INT	34.19343	6.352190	5.382935	0.0000
CA	0.224185	0.235642	0.951382	0.3428

Effects Specification

	S.D.	Rho
Cross-section random	1.357261	0.1360
Idiosyncratic random	3.420751	0.8640

Weighted Statistics

R-squared	0.569075	Mean dependent var	1.513845
Adjusted R-squared	0.500741	S.D. dependent var	3.470435
S.E. of regression	3.381243	Sum squared resid	1920.711
F-statistic	1.869825	Durbin-Watson stat	1.282851
Prob(F-statistic)	0.046525		

Unweighted Statistics

R-squared	0.113237	Mean dependent var	1.513845
Sum squared resid	2171.272	Durbin-Watson stat	1.134812

Tableau n°62: Estimation secteur des Services (Fixed effect/Effets fixes- Within), 7 variables explicatives :

Xtscc end roi lqd gara ut crcm ca int, fe
 Regression with Driscoll –Kraay Standard errors
 Method: Fixed-Effects regression
 Group Variable (i): Code PME
 Maximum lag: 2
 Number of Groups = 19
 F (7, 11)= 153.01
 Prob> F = 0. 0000
 Within R-squared = 0.8484

End	Corf.	Drisc/Kraay Std. Err.	t	P > t	[95% Conf. Interval]	
Roi	.8664561	.4868583	1.78	0.103	-.2051117	1.938024
Lqd	-.0000744	4.14e-06	-17.99	0.000	-.0000835	-.0000653
Gar	-.3016772	.2352609	-1.28	0.226	-.819483	.2161286
Aut	-4.442141	.2113487	-21.02	0.000	-4.907316	-3.976965
Crcm	-1.538639	.2143689	-7.18	0.000	-2.010462	-1.066816
Ca	1.241617	.2675165	4.64	0.001	.6528172	1.830417
Int	-5.734775	1.769666	-3.24	0.008	-9.629783	-1.839767
_cons	10.81209	1.301444	8.31	0.000	7.977637	13.67656

Table des matières :

Résumé.....	P : 1
Sommaire.....	P : 2
Liste des Tableaux.....	P : 4
Liste des Figures.....	P : 6
Liste des abréviations.....	P : 7
Introduction générale.....	
Cadre général de la thèse.....	P : 8
Cadre conceptuel.....	P : 15
Problématique.....	P : 18
Intérêt du sujet.....	P : 21
Méthodologie de l'étude.....	P : 23
Structure de la thèse.....	P : 26
<u>Première partie</u>	
Endettement financier et PME, Etat de l'art.....	P : 29
Chapitre I- Cadre et champs de l'étude.....	P : 32
Section 1 : Cadre épistémologique adopté.....	P : 33
1- Définition de l'épistémologie.....	P : 33
2- Justification de l'ancrage épistémologique	P : 36
3- Implications de la posture positiviste choisie	P : 37
Section 2 : La PME comme objet de recherche	P : 40
1-PME en sciences de gestion	P : 40
1-1- Prémices du découpage par taille	P : 40
1-2- Courant de la spécificité (1975-1985)	P : 41
1-3- Courant de la diversité (1975-1985)	P : 42
1-4- Courant de la synthèse.....	P : 43
1-5- Courant de la dénaturation.....	P : 43
2- PME ici et ailleurs	P : 44
3- PME et contexte marocain.....	P : 46
Chapitre II- Théories classiques et néo-classiques du financement de la firme	P : 50
Section 1 : Le cadre global de l'approche traditionnelle.....	P : 53
1- Fondements de base	P : 53
2- Limites de l'approche traditionnelle	P : 55
3- Développements de l'approche classique	P : 56
3-1- Développement de l'analyse traditionnelle, Schwartz	P : 56
3-1-1- Le point d'indifférence	P : 56
3-2- Développement de l'analyse traditionnelle, Donaldson	P : 58
Section 2- Apports de Modigliani & Miller	P : 60
1- Neutralité de la structure du capital de 1958.....	P : 61
2- Théorie de non neutralité	P : 62
3- L'Effet de levier	P : 63
3-1- Effet de levier, définition	P : 63
3-2- Effet de levier, exemples	P : 64
3-3- Démonstration comptable :	P : 66
Chapitre III- Théorie moderne de la firme	P : 70
Section 1- Théorie de l'arbitrage	P : 71

1- Définition de la théorie de l'arbitrage	P : 72
2- Estimation des coûts de faillite	P : 73
3- Exemple	P : 74
Section 2 : Impact des asymétries d'information sur la dette financière	P : 78
1- Asymétrie de l'information et rationnement du crédit	P : 79
1-1- La sélection adverse (l'anti sélection)	P : 80
1-1-1- Sélection adverse et rationnement du crédit	P : 80
1-1-1-1- Le modèle de STIGLITZ et WEISS (1981) et asymétrie d'information ex- ante	P : 80
1-1-1-2- Asymétrie d'information ex post et rationnement du crédit	P : 81
1-1-1-3- Les PME et le rationnement de crédit	P : 82
1-1-2- L'aléa moral	P : 83
1-1-3- Travaux empiriques	P : 83
1-1-4- Synthèse des principales hypothèses relatives au rationnement du Crédit	P : 86
2- Théorie du financement hiérarchisé	P : 88
2-1- Financement hiérarchisé, définition	P : 89
2-2- Asymétrie informationnelle et hiérarchie des modes de financement	P : 90
2-3- Dans quelle mesure l'approche par le Pecking Order s'applique-t-elle aux PME ?	P : 92
2-4- Apports principaux auteurs	P : 94
2-5- Études récentes sur la Théorie du financement hiérarchique	P : 97
2-6- Synthèse des principales hypothèses relatives à la Théorie du financement hiérarchisé	P : 99
3- Théorie du signal dans un contexte d'asymétrie informationnelle	P : 100
3-1- Décision financière et signalisation	P : 100
3-2- Signalisation, systèmes de pénalités et intéressement	P : 101
3-3- Théorie du signal et réalité financière des PME	P : 103
3-4- Synthèse des principales hypothèses relatives à la Théorie du signal	P : 104
4- Théorie de l'agence	P : 106
4-1- Fondements de la théorie de l'agence	P : 107
4-2- Conflits d'intérêts dirigeants/propriétaires, incitation à la dette au sein des PME ?.....	P : 109
4-2-1- Résolution des conflits d'intérêts dirigeants/propriétaires.....	P : 110
4-3- Conflits d'intérêts entre dirigeants et créanciers.....	P : 113
4-3-1- Sous-investissement optimal	P : 114
4-3-2- Estimation des niveaux de risques ou risque de substitution des actifs	P : 115
4-3-3- Maintien/Distribution des bénéficiaires	P : 116
4-3-4- Résolution des conflits d'intérêts dirigeants/créanciers	P : 116
4-4- Synthèse des principales hypothèses relatives à la Théorie de l'agence	P : 118

Deuxième partie :

Aperçu analytique de l'Environnement marocain, Quels pourraient-êtré les facteurs

explicatifs de l'endettement ? P : 122

Chapitre I- Accorder un Crédit... A qui ? Quand ? Dans quelles conditions ?..... P : 125

Section 1 : Outils de mesure du risque P : 127

1- Ratios de structure

1-1- Equilibre financier

1-1-1- Fonds de roulement.....

1-1-2- Besoin en fonds de roulement.....

1-1-3- Trésorerie nette.....

1-2- Autonomie/Indépendance financière.....	P : 130
1-3- Capacité d'endettement.....	P : 130
2- Ratios de solvabilité	P : 131
2-1- Endettement global.....	P : 131
2-2- Capacité de remboursement.....	P : 131
3- Ratios de liquidité	P : 132
3-1- Ratio de liquidité générale (Current Ratio).....	P : 132
3-2- Ratio de liquidité réduite (Quick Ratio).....	P : 132
3-3- Ratio de liquidité immédiate (Cash Ratio).....	P : 133
Section 2 : Evaluation de la rentabilité	P : 135
1- Rentabilité d'exploitation	P : 135
1-1- Taux de marge brute	P : 135
1-2- Ratio de Valeur ajoutée.....	P : 136
1-3- Ratio de marge opérationnelle.....	P : 136
1-4- Ratio de marge nette.....	P : 136
2- Rentabilité économique.....	P : 136
3- Rentabilité financière.....	P : 138
4- Capacité d'autofinancement (CAF)	P : 139
4-1- Méthode additive : (à partir de Résultat Net).....	P : 140
4-2- Méthode soustractive : (à partir de l'EBE)	P : 140
5- Indicateurs de marché	P : 141
Chapitre II : Financement des besoins de trésorerie, point de vue de la PME.....	P : 143
Section 1 : Choix d'un mode de financement : Types de financement à disposition du dirigeant d'Entreprise, Avantages et Inconvénients.....	P : 143
1-Financement par dettes des besoins de trésorerie.....	P : 143
1-1-Crédits par décaissements	P : 143
1-1-1-Facilité de caisse	P : 143
1-1-2-Escompte commercial	P : 144
1-1-3-Préfinancement des marchés publics	P : 144
1-1-4-Avance sur marchés nantis	P : 144
1-1-5-Crédits de campagne	P : 145
1-1-6-Avances sur marchandises	P : 145
1-1-7-Avances sur factures	P : 146
1-1-8-Avances sur droits de douane	P : 146
1-2-Crédits par signature	P : 146
1-2-1-Cautions administratives.....	P : 146
1-2-1-1-Caution provisoire	P : 146
1-2-1-2- Caution définitive	P : 147
1-2-1-3- Caution restitution d'acompte	P : 147
1-2-1-4- Caution retenue de garantie	P : 147
1-2-2- Cautions en douane	P : 147
1-2-2-1- Crédit d'enlèvement	P : 148
1-2-2-2- Obligations cautionnées	P : 148
1-2-3- Caution libre	P : 148
1-2-4-Crédit documentaire	P : 148
2-Financement par fonds propres des besoins de trésorerie.....	P : 148
2-1- Augmentation de capital	P : 148

2-2- Autofinancement	P : 149
2-3- Subventions d'investissements	P : 151
2-4- Cession d'actifs	P : 151
3-Avantages/Inconvénients des principaux modes de financements.....	P : 152
3-1- Fonds propres.....	P : 152
3-2- Dettes de financement.....	P : 153
Section 2 : Profil et risques présentés par la PME	P : 154
1-Risque d'affaire/d'exploitation	P : 155
1-1- Définition du risque d'exploitation/d'affaire.....	P : 155
1-1-1-Risque commercial.....	P : 155
1-1-2- Risque de gestion.....	P : 156
1-1-3- Risque technologique.....	P : 156
1-2- Analyse du point mort	P : 156
2- Risque financier.....	P : 157
3- Risque de défaillance, l'analyse par les scores.....	P : 158
3-1- Analyse économique.....	P : 159
3-1-1- Analyse de l'environnement économique.....	P : 159
3-1-2- Analyse de la position de l'Entreprise.....	P : 159
3-1-3- Analyse des moyens techniques.....	P : 159
3-1-4- Analyse de la production et du cycle de vie du produit.....	P : 159
3-1-5- La position commerciale.....	P : 159
3-1-6- Management et situation humaine.....	P : 160
3-2- L'analyse financière.....	P : 160
3-3-1- Les approches empiriques, méthode des « Credit-men »	P : 160
3-3-2- Les approches statistiques, la fonction discriminante.....	P : 161
4- Profil des PME marocaines	P : 163
5- PME et délais de paiement	P : 165
6- Crédit bancaire, aperçu du contexte marocain.....	P : 166
Chapitre III : Environnement financier, point de vue du dispositif bancaire.....	P : 168
Section 1- Système bancaire, en théorie	P : 168
1- Crise financière, définition	P : 168
2- La « Debt deflation Theory »	P : 169
3- Explication théorique des contraintes de financement bancaire	P : 171
Section 2- Risques de l'activité bancaire et ratios prudentiels.....	P : 173
1- Risques de l'activité bancaire.....	P : 173
1-1-Risque de contrepartie/de crédit	P : 173
1-2- Risque de solvabilité	P : 173
1-3- Risque de liquidité	P : 174
1-4- Risque opérationnel	P : 174
1-5- Risque de marché	P : 175
2-Ratios prudentiels.....	P : 175
2-1- Ratio Cooke.....	P : 175
2-1-1- Le noyau dur/TIER 1.....	P : 176
2-1-2- Les fonds propres complémentaires/TIER 2.....	P : 176
2-1-3- Les fonds propres sur complémentaires/TIER 3.....	P : 177
2-2- Ratio McDonough.....	P : 177
2-3- Coefficient maximum de division des risques	P : 178

2-4- Coefficient minimum de solvabilité.....	P : 179
2-5- Coefficient minimum de liquidité	P : 179
Troisième partie :	
Etude Empirique sur le cas des PME marocaines	P : 184
Chapitre I -Cadre théorique mobilisé	P : 186
Section 1-Justification du cadre théorique choisi	P : 187
1- Principales théories explicatives trouvées dans la littérature	P : 190
2- Théorie mobilisée	P : 194
Section 2 : Hypothèses de recherches.....	P : 195
1- Principales hypothèses de recherche trouvées dans la littérature	P : 195
2- Hypothèses de recherches retenues	P : 202
2-1-Variables informant sur la capacité de la firme à générer des fonds internes.....	P : 202
2-1-1-Rentabilité et liquidités.....	P : 202
2-1-2-L'autofinancement	P : 204
2-2-Variables dépendant du degré d'asymétrie d'information auquel est exposée la firme..	P : 205
2-2-1- Les garanties.....	P : 205
2-2-2- La taille	P : 206
2-2-3- Les Crédits commerciaux	P : 209
2-2-4-Les charges d'intérêt	P : 210
3- Variables écartées du modèle	P : 213
3-1-Variante Âge de l'Entreprise	P : 213
3-2- Variante opportunités de croissance	P : 215
3-3-Variante structure de propriété	P : 217
Chapitre II- Présentation de la méthodologie de l'étude.....	P : 220
Section 1-Méthodologie de l'étude	P : 221
1- Méthodologie de l'étude empirique.....	P : 222
1-1-Une vocation descriptive/explicative	P : 223
1-2- Définition et justification du plan échantillonnal	P : 223
1-2-1- Définition et justification de l'échantillon et de sa taille	P : 227
1-2-2- Technique d'échantillonnage	P : 232
1-2-3-Descriptif de l'échantillon	P : 233
1-2-4- Unité d'analyse de la recherche, constitution et analyse d'une base de données financière	P : 238
Section 2 : Présentation des variables explicatives	P : 239
1- Revue des principaux facteurs explicatifs de l'endettement à partir de la littérature	P : 239
1-1- Impact attendu des variables explicatives	P : 242
1-2- Revue des principales études françaises sur les facteurs impactant l'endettement.....	P : 243
2-Variables explicatives sélectionnées.....	P : 246
2-1-Mesure et codage des variables explicatives du modèle.....	P : 246
2-1-1-Variante dépendante/à expliquer : (Endettement).....	P : 247
2-1-2- Variables explicatives	P : 248
2-1-2-1-La rentabilité	P : 248
2-1-2-2- La liquidité	P : 248
2-1-2-3-Autofinancement	P : 249
2-1-2-4-Variations du CA	P : 249
2-1-2-5-Garanties	P : 249
2-1-2-6-Crédits commerciaux	P : 250
2-1-2-7-Taux d'intérêts	P : 250

Chapitre 3- Présentation du modèle empirique.....	P : 252
Section 1-Présentation des Résultat (statistiques descriptives).....	P : 252
1-Présentation de l'échantillon	P : 253
2- Signalétique des PME de l'échantillon.....	P : 254
3- Fondamentaux bilanciers	P : 255
3-1- Capital social	P : 255
3-2-Fonds propres	P : 257
3-3- Endettement	P : 257
4- Activité et rentabilité	P : 262
4-1- Chiffre d'Affaires	P : 262
4-2-Le résultat net	P : 262
4-3-La Capacité d'autofinancement	P : 263
4-4- Perspectives d'activité et opportunités de croissance	P : 264
Section 2 : Présentation et estimation du modèle empirique	P : 269
1-Une première estimation : Le modèle à 7 variables explicatives	P : 270
1-1- Statistiques descriptives des variables explicatives.....	P : 272
1-2-Test de stationnarité des variables du modèle	P : 272
1-3-Test d'hétéroscédasticité	P : 273
1-4-Une première estimation, résultat du modèle	P : 273
1-5- Validation des hypothèses	P : 276
2- Une deuxième estimation, sélection du modèle optimal	P : 280
2-1-Estimation du modèle à 5 variables explicatives	P : 283
2-2-Risque de multi colinéarité des variables	P : 285
2-3-Risque d'une auto corrélation des erreurs	P : 286
3- Econométrie des données panel par secteur d'activités	P : 287
3-1- Hétérogénéité des données et meilleur estimateur du panel.....	P : 289
3-1-1-Test de Fischer	P : 289
3-1-2-Test de Hausman	P : 290
3-2-Une troisième estimation par secteurs d'activités , modèle à effets fixes	P : 291
3-2-1- PME prestataires de services	P : 291
3-2-1-1-Test d'hétéroscédasticité	P : 291
3-2-1-2-Test d'autocorrélation.....	P : 292
3-2-1-3-Estimation du modèle des PME prestataires de services.....	P : 293
3-3- Une troisième estimation par secteurs d'activités , modèle à effets aléatoires.....	P : 293
3-3-1-PME commerciales.....	P : 293
3-3-1-1-Test d'hétéroscédasticité	P : 294
3-3-1-2-Test d'autocorrélation.....	P : 294
3-3-1-3-Estimation du modèle à sept variables explicatives.....	P : 294
3-3-2-PME industrielles.....	P : 296
3-3-2-1-Test d'hétéroscédasticité.....	P : 296
3-3-2-2-Test d'autocorrélation.....	P : 296
3-3-2-3-Estimation du modèle avec 7 variables explicatives.....	P : 297
3-3-3- Traitement des résultats.....	P : 299
Conclusion générale	P : 314
Bibliographie.....	P : 331
Annexes.....	P : 353
Table des matières.....	P : 363