

LES DÉTERMINANTS DE LA STRUCTURE DE FINANCEMENT: UNE ÉTUDE EMPIRIQUE SUR DES ENTREPRISES MAROCAINES

Abdelati HAKMAOUI, *FSJES Ain Sebaâ,
Université Hassan II -Mohammedia, Maroc ; hakmaoui.abdelati@gmail.com*
Hafssa YERROU, *FSJES Ain Chock,
Université Hassan II Ain Chock- Casablanca, Maroc ; n.yerrou@gmail.com*

Mots clés: Choix financiers, levier d'endettement, relation PME-PMI et banque.

Résumé : Connaissant l'intérêt que représentent les PME-PMI dans l'économie marocaine à travers la création de richesses et l'amélioration de plusieurs indicateurs socio-économiques, nous nous sommes fixés comme objectif dans cette recherche de vérifier empiriquement les déterminants de leurs choix financiers. Afin d'atteindre cet objectif, plusieurs facteurs explicatifs ont été testés sur un échantillon de 100 entreprises marocaines (composé essentiellement de PME-PMI). Sur la base des résultats obtenus, nous avons démontré le rôle positif de la taille et du secteur d'activité sur le levier d'endettement. Concernant l'influence de la rentabilité, notre modèle montre que le levier financier est positivement lié à la performance de l'entreprise. Aussi, le niveau des collatéraux est un élément déterminant pour l'accès au financement. Nous avons démontré également que ce sont les entreprises les « plus âgées » qui tendent en moyenne à s'endetter moins que les plus jeunes. Par ailleurs, pour ce qui est de l'hypothèse d'imposition, nous avons conclu que le taux d'imposition n'est pas une variable explicative de l'endettement. Au terme de cette étude, des recommandations ont été soulevées comme alternatives crédibles eu égard aux difficultés d'accès au financement conventionnel : il s'agit des solutions de financement proposées par la finance islamique.

Key word : Financial choices, leverage, Bank-SMEs relationship.

Abstract : Given the importance that represent SMEs in the Moroccan economy through wealth creation and its impact to develop several social and economic fields, our main goal in this research is to verify empirically the determinants of their financial choices. To achieve this goal, several explanatory factors were tested on a sample of 100 Moroccan companies (mainly of SMEs). Based on the results, we have demonstrated the positive role of the size and sector on the leverage. Testing its influence on profitability, our model shows that the leverage is positively related to business performance. Also, the level of collateral is a key factor in access to credit. We also showed that the "oldest" companies tend to borrow less than their younger counterparts. Furthermore, regarding the hypothesis of tax, we concluded that the tax rate is not a predictor of debt. Some recommendations were raised, at the end of this study, as a credible alternatives given the difficulties of the Moroccan SMEs to access to conventional financing. We proposed the Islamic financing solutions.

explicatifs des choix des modes de financement des entreprises marocaines.

1 INTRODUCTION

Considérée comment le principal acteur du développement économique et social du pays, la PME-PMI marocaine, composant plus de 95% du tissu économique et industriel marocain, rencontre d'énormes difficultés d'accès au financement de leur cycle de croissance. Résoudre cette problématique de financement constitue incontestablement un enjeu de développement majeur pour le pays.

Dans cette perspective, le présent travail tente d'apporter quelques éclaircissements par rapport ces difficultés de financement en déterminant les facteurs

Les études empiriques traitant de la structure financière ont toutes essayé d'expliquer le niveau d'endettement des entreprises par des facteurs les caractérisant. Un survol sur les différentes théories nous laisse déduire une panoplie de variables qui expliquent les choix financiers des entreprises.

La revue de la littérature théorique relative à la problématique du choix financier avait pour point de départ une situation dans laquelle des hypothèses restrictives permettent de justifier théoriquement l'indifférence du niveau d'endettement sur la valeur de la firme : la structure

du capital est arbitraire et il n'existe aucune variable explicative. Par la suite, la théorie économique a évolué vers des modèles mettant l'accent sur l'asymétrie d'information et la fiscalité. Ainsi, le choix entre dettes et fonds propres s'effectue en fonction de l'arbitrage lié à l'importance du risque de défaut de l'entreprise. Dans le cadre de la théorie de l'agence, l'endettement permet de minimiser les sources de conflits au sein de l'entreprise mais peut également en créer d'autres.

Tous les développements théoriques montrent que le problème du choix de financement de l'entreprise indifféremment de sa taille, est assez complexe. En effet, la théorie éprouve de sérieuses difficultés à édicter des règles générales de gestion de la structure financière. Le caractère peu opérationnel de ces théories a permis l'émergence de raisonnement laissant plus de place à l'observation.

Dans le même ordre d'idées, selon l'optique de Titman et Wessel (1988) et Harris et Raviv (1991), le choix des variables explicatives de l'endettement n'est pas facile. Les théories de ratio cible et de financement hiérarchique constituent le corpus théorique de référence qui a abordé la question de la structure financière de la firme. Les déterminants de la structure financière traditionnellement identifiés par la théorie financière se situent principalement au niveau de la rentabilité, de la taille, du niveau du risque, des opportunités de croissance, de la structure de l'actif et du secteur d'activité.

Les prédictions théoriques issues de ces cadres de référence sont parfois contradictoires (Opler, Titman et Hovakimian (2001); Frank et Goyal (2005)). Certains résultats empiriques obtenus sont également mitigés (Rajan et Zingales (1995), Ozkan (2001) et Booth et al. (2001)).

D'une manière générale, la littérature empirique relative aux déterminants de la structure financière de l'entreprise se caractérise notamment par le fait qu'il n'existe pas un modèle théorique structurel global, duquel seraient dérivées clairement les variables explicatives, mais présente une succession d'hypothèses relatives aux différentes théories sur la structure du capital : théorie de l'asymétrie d'information, théorie de financement hiérarchique, théorie d'agence et théorie de signal... Cela conduit à une longue liste de déterminants potentiels, dont les signes peuvent varier d'une théorie à l'autre. L'estimation de la fonction d'endettement permet ainsi de valider ou de rejeter les différentes théories.

Ainsi, en se référant à cette revue de la littérature, nous retenons les principales variables identifiées par la littérature à savoir la taille de l'entreprise, le statut juridique, l'âge de l'entreprise, le secteur d'activité, les opportunités de croissance, le risque, la rentabilité, la spécificité des actifs et les collatéraux. Parallèlement, nous déduisons un certain nombre d'hypothèses se rapportant à la relation entre chacune de ces variables et le comportement d'endettement des entreprises. Comme dans toute modélisation économétrique, nous distinguons dans un premier temps entre la variable dépendante et les variables indépendantes.

2 Les variables et les hypothèses retenues

2.1 La variable dépendante : Le levier financier

La variable à expliquer retenue dans cette étude empirique traduit comptablement les décisions de politique financière. Il s'agit bien évidemment du levier financier. Le ratio d'endettement total comme mesure de cette variable a été retenu par plusieurs auteurs : Freind et Lang (1988) et Hovakimian (2005). Alors que Rajan et Zingales (1995) avancent qu'un ratio qui inclut les dettes totales ne constitue pas un bon indicateur, notamment pour mettre en exergue le risque de faillite de l'entreprise. D'autres auteurs ont utilisé le ratio d'endettement à moyen et long terme (Mackie-Mason 1990 ; Shyam, Sunder et Myers 1999). Le ratio d'endettement à court terme a aussi été utilisé par Titman et Wessels (1988). Certains auteurs utilisent la valeur marchande des dettes tels que Taggart (1977) ; Fama et French (2002) et Hovakimian (2004).

Par rapport à notre problématique spécifique aux entreprises marocaines, nous estimons, à l'instar de plusieurs travaux empiriques, que seules les mesures comptables sont pertinentes. La variable de la structure financière retenue pour appréhender le choix entre les deux modes de financement, à notre sens, est le rapport entre l'endettement total sans distinction de nature (dettes financières et dettes commerciales) et d'échéance (dettes à court terme et dettes à moyen et long terme) et le total de l'actif figurant au bilan.

$$\text{Lev} = \text{Total des dettes} / \text{Total bilan comptable}$$

2.2 Les variables indépendantes

En fait, les variables explicatives du choix de la structure financière de l'entreprise sont nombreuses selon la littérature théorique et empirique. Nous retenons les principales variables identifiées par cette littérature à savoir la taille de l'entreprise, le statut juridique, l'âge de l'entreprise, le secteur d'activité, les opportunités de croissance, le risque, la rentabilité, la spécificité des actifs et les collatéraux. Nous pouvons distinguer ces variables explicatives en deux catégories : des variables relatives à la firme et d'autres plutôt en relation avec ses performances.

2.3 Les variables relatives à l'entreprise

Ces variables ont été limitées au nombre de quatre, à savoir : la taille de l'entreprise, l'âge de l'entreprise, le secteur d'activité et le statut juridique.

2.3.1 La taille de l'entreprise (TBilan)

La taille est considérée parmi les facteurs discriminants quant au choix de la structure de financement des entreprises. Or, son effet reste ambigu. Selon Rajan et Zingales (1995), d'un côté les grandes entreprises opèrent dans des activités diversifiées et donc moins de risques, ce qui leur permet d'accéder facilement à l'endettement et

d'un autre côté, la grande taille est synonyme d'information disponible dans la mesure où une taille importante soumet l'entreprise à des obligations légales de production d'information. Cet élément devrait renforcer la préférence des dirigeants pour les actions plutôt que pour l'endettement. Ang, Chua et McConnell (1982) montrent que les coûts directs de faillite constituent une proportion considérable de la valeur de la firme lorsque celle-ci baisse. Ils confirment que ces coûts de faillite sont moins élevés pour les grandes entreprises que pour les petites et impliqueraient un faible taux d'endettement des entreprises de petite taille. En d'autres termes, le contrôle exercé par les analystes externes sur les grandes entreprises fait baisser les coûts d'agence reliés aux problèmes d'asymétrie informationnelle et de substitution d'actifs.

Warner (1977) souligne l'existence des économies d'échelle en matière de coûts de faillite inversement proportionnelle à la taille car la diversification des activités réduit la volatilité des *cash-flows*. Il en découle que les firmes de grande taille doivent être plus endettées.

La plupart des études empiriques montrent que la taille est positivement liée à l'endettement. Graham (2000) ; Hovakimian, Opler et Titman (2001) ; Fama et French (2002) obtiennent une relation positive.

Coleman et Carskey (1999) trouvent aussi une relation positive entre l'endettement en général et la taille des entreprises. Ces deux auteurs ont répertorié la dette en plusieurs types d'endettement. Ils expliquent que les bailleurs de fonds préfèrent prêter aux entreprises d'une certaine taille et bien établies plutôt qu'aux petites entreprises. Aussi, on peut expliquer ce résultat par le fait que les petites entreprises n'ont pas un besoin de financement très important donc elle se contentent de leurs fonds propres. Néanmoins, une approche fondée sur l'asymétrie d'information peut conduire à supposer une relation négative entre la taille et l'endettement. En effet, les entreprises de petites tailles sont plus sensibles à l'asymétrie informationnelle. Heshmati (2001) développe un modèle dynamique de structure de capital pour un échantillon d'entreprises et trouve une relation négative entre la taille et l'endettement.

Les indicateurs de mesure de la taille de l'entreprise sont nombreux : nombre des employés, la valeur ajoutée, le chiffre d'affaires et le total bilan. Dans notre recherche, nous retenons l'indicateur fréquemment utilisé à savoir : le total bilan. Ce choix est justifié par le fait que :

- le total bilan est un meilleur indicateur de mesure dont l'effet de la conjoncture économique est minimisé ;
- la prise en considération du chiffre d'affaires ou de la valeur ajoutée risque de biaiser notre analyse puisque notre échantillon tient compte aussi bien des entreprises exportatrices (facturation hors taxe) que des entreprises opérant à 100% au niveau local. La valeur ajoutée dépend des secteurs d'activités ;
- l'utilisation de cet indicateur a donné des résultats satisfaisants pour plusieurs travaux empiriques en France et aux Etats-Unis. Nous estimons que c'est un indicateur pertinent pour appréhender la variable taille.

Dans notre contexte, nous supposons que :

H1 : la taille est positivement reliée au levier financier.

2.3.2 Le statut juridique (Type)

Cette variable est un facteur explicatif du choix financier. En effet, la structure juridique permet d'attirer de nouveaux investissements, si elle ne leur impose pas de lourdes responsabilités et si elle leur offre une liberté de mouvement dans le capital. Par exemple, apporter du capital dans une SARL est plus problématique que dans une SA dans la mesure où la cession des parts sociales est soumise à l'autorisation des autres associés dans la première forme juridique, ce qui n'est pas le cas dans une SA où la vente des parts est libre et le nombre d'actionnaires n'est pas limité.

Donc, il est plus facile d'attirer des capitaux dans une SA que dans une SARL. Dans une SA la responsabilité est très limitée ce qui incite à contracter plus des dettes et prendre plus de risques.

Nous avons identifié dans notre échantillon deux formes juridiques des entreprises qui constituent notre échantillon : des Sociétés A Responsabilité Limitée (SARL) et des Sociétés Anonymes (SA) auxquelles nous avons donné les codes suivants :

TYPE	CODE
SARL	1
SA	0

2.3.3 Le secteur d'activité (Sect)

Harris et Raviv (1991) expliquent que les entreprises appartenant au même secteur semblent avoir des structures financières comparables. Dans une étude canadienne Riding, Haines et Thomas (1994) relèvent que les industries manufacturières ont moins accès aux découverts bancaires que les entreprises non manufacturières.

D'autres études stipulent que les entreprises du secteur des services ne sont pas de bons candidats pour les crédits bancaires car elles n'apportent pas assez de garanties aux bailleurs de fonds vu leur faible actif. Par contre, les entreprises des secteurs à forte intensité capitalistique tels que le secteur des bâtiments ou le secteur minier ont plus accès aux crédits bancaires.

Titman (1988) suggère que les entreprises dont la production nécessite des services et des pièces de rechange spécifiques devraient trouver les coûts de liquidation assez élevés, ainsi, on devrait s'attendre à ce que les firmes de fabrication de machines et d'équipements utilisent moins de dettes pour financer leurs investissements.

Par ailleurs, quel que soit la nature de l'économie, le secteur d'activité joue un rôle important dans la décision d'endettement du fait qu'à chaque secteur est associé un risque donné.

Nous attribuons à chaque secteur un numéro qui est identique à son code.

Secteurs d'activité	Code
- Les industries agro-alimentaires	1
- Les industries du textile et du cuir	2
- Les industries chimiques et para-chimiques	3
- Les industries mécanique, métallurgique, électrique et électronique	4
- Le secteur de transport et de transit	5
- Le secteur du bâtiment et des travaux publics	6

2.3.4 L'âge de l'entreprise (AGE)

Les différentes formes de financement sont aussi liées au cycle de vie de l'entreprise. Berger & Udell (2003) et Gersick & Lansberg (1997) remarquent que les sources du capital dépendent, jusqu'à un certain point, du fait que l'entreprise soit en phase de maturité. En effet, les entreprises en croissance tendent à compter plus sur des capitaux propres et ce à cause de la difficulté de lever des fonds auprès des établissements de crédit qui privilégient les entreprises en phase de maturité.

Selon Achy et Rigar (2005), l'âge d'une entreprise est synonyme de sa pérennité dans les affaires. Il est susceptible d'inspirer la confiance des bailleurs de fonds. Toutefois, l'âge peut être également associé à un certain archaïsme et une résistance à l'adoption de méthodes modernes de gestion financière.

Berger et Udell (2003) affirment que les dirigeants propriétaires des petites et jeunes entreprises ne peuvent compter que sur le financement interne tel que les prêts familiaux et les crédits commerciaux. Collins et Moore (1964) constatent que les premières générations de propriétaires s'opposent plus au financement externe. Ce résultat est tempéré, jusqu'à un certain point, par d'autres conclusions, qui indiquent que la croissance rapide ne peut être possible que par ce type de financement. Aussi Berger et Udell (2003) trouvent que les petites entreprises dans les secteurs à forte croissance et à risque élevé utilisent plus des capitaux propres, en revanche les petites entreprises dans les secteurs à faible croissance utilisent plus de dettes.

On peut donc conclure que l'âge de l'entreprise affecte la possibilité d'obtention de crédits par l'entreprise dans la mesure où une entreprise âgée a prouvé sa capacité de survivre à la période d'établissement d'une position sur ses marchés et donc a développé des effets de réputation (Diamond (1991).

Selon Bourdieu et Colin-Sedillot (1993) l'âge de l'entreprise a une grande influence sur la réduction des asymétries informationnelles. Les résultats de leurs études en effet, montrent une relation négative entre l'âge de l'entreprise et son degré d'endettement. Le signe négatif de cette relation peut être expliqué par le fait qu'une entreprise plus âgée a pu réussir à accumuler, au cours de son existence, un montant important de fonds propres via l'autofinancement et que, par conséquent, elle doit moins recourir à l'endettement.

D'autres auteurs tels qu'Edwards et Fisher (1994) montrent, par contre, l'existence d'une relation positive entre l'âge de l'entreprise et son degré d'endettement. Ces deux auteurs expliquent cette information via l'intensification de la relation de confiance entre l'entreprise et ses créiteurs. Par conséquent, une entreprise âgée peut faire état d'une relation de confiance de longue durée avec ses créiteurs et dès lors bénéficier de meilleures conditions de crédit. Nous supposons que :

H2 : l'endettement devrait être associé positivement à l'âge de l'entreprise.

L'âge de l'entreprise depuis sa création en nombre d'années est la mesure retenue pour cette variable.

Age = nombre d'années depuis la création

2.4 Les variables liées aux performances de l'entreprise

Ces variables sont au nombre de six à savoir la rentabilité, les garanties, les opportunités de croissance, le risque, la spécificité des actifs et la fiscalité.

2.4.1 La rentabilité (RENT)

L'impact de la rentabilité sur le niveau d'endettement fait l'objet d'une controverse théorique. Dans une optique d'asymétrie informationnelle, les firmes les plus rentables dégagent plus d'autofinancement, d'où une relation négative entre la rentabilité et l'endettement. Ce raisonnement est validé par plusieurs études empiriques entre autres, Harris et Raviv (1991) ; Rajan et zingales (1995) ; Fama et French (1999) ; Michaelas et al. (1999) et Boot et al. (2001).

Dans le cadre de la théorie de financement hiérarchique, la relation entre l'endettement et la rentabilité devrait être positive. Une entreprise rentable aura une préférence pour la dette car les intérêts sont déductibles de son résultat fiscal. Par ailleurs, si la rentabilité passée est une bonne approximation de la rentabilité future, une entreprise très rentable aura une probabilité plus forte de rembourser ses dettes (Shyam Sunder et Myers 1999).

La théorie statique prédit donc une relation positive entre l'endettement et la rentabilité. Cette prédiction constitue la grande contradiction du modèle de ratio cible.

Fama et French (2000) opposent les deux théories à travers la relation entre l'endettement et la rentabilité selon qu'elle confirme les prédictions de la théorie de financement hiérarchique ou bien de celles de ratio cible. Ils trouvent que les firmes les plus rentables ont moins recours à l'endettement exprimé en valeur comptable. Ces mêmes résultats sont encore soutenus par Graham (2000). Généralement la rentabilité constitue une approximation des ressources internes. En situation d'asymétrie d'information, la rentabilité devrait être positivement corrélée avec l'endettement dans la mesure où elle constitue un signal crédible pour les créanciers.

H3 : La rentabilité est liée de façon positive à l'endettement.

Plusieurs approches sont utilisées pour mesurer la rentabilité : la rentabilité financière, le résultat d'exploitation et la rentabilité économique. A l'instar de Rajan et Zingales (1995) et Booth et al. (2001), nous utilisons la rentabilité économique mesurée par le ratio résultat avant intérêts et impôts sur total de l'actif.

$$\text{Rent} = \frac{\text{Résultat avant intérêts et impôts}}{\text{Total actif}}$$

2.4.2 La fiscalité (Fisc)

La fiscalité occupe une place importante dans le développement théorique portant sur la structure optimale du capital depuis les études pionnières de Modigliani et Miller (1963). L'effet de la fiscalité repose sur l'argument selon lequel les frais financiers relatifs aux intérêts des emprunts sont déductibles du résultat imposable. D'Angelo et Masulis (1980) proposent que les entreprises qui bénéficient d'un taux marginal d'imposition faible et d'avantages fiscaux non reliés à la dette doivent accorder moins de considérations à l'avantage fiscal de l'endettement.

Notre hypothèse dans ce cadre est la suivante :
H4 : l'endettement et les charges fiscales varient positivement.

Dans notre étude nous allons utiliser, comme dans les travaux de Kim et Sorensen (1986), comme mesure de la fiscalité le ratio de l'impôt payé sur le bénéfice avant intérêts et impôts.

$$\text{Fisc} = \frac{\text{Impôt payé}}{\text{Bénéfice avant intérêts et impôts}}$$

2.4.3 Les collatéraux (Collat)

Les théories de la structure de capital suggèrent que le type d'actif détenu par l'entreprise détermine le choix de sa structure de financement. En effet, les actifs corporels sont moins sujets aux asymétries d'informations et perdent, en cas de liquidation, moins de valeur que les actifs incorporels. Ils offrent donc plus de garanties aux créanciers.

Les risques d'aléa moral sont moindres si l'entreprise qui s'endette offre des garanties réelles. On s'attend alors à ce que ce signal soit perçu positivement par les créanciers qui peuvent exercer ces garanties en cas d'insolvabilité.

Dans le cadre des conflits d'intérêts entre les actionnaires et les créanciers, Jensen et Meckling (1976) ont démontré que le problème de surinvestissement est moins grave lorsque la firme détient une part importante d'immobilisations corporelles dans son actif. En effet, ces dernières représentent des garanties pour les créanciers.

Pour la théorie de financement hiérarchique, les firmes avec peu d'actifs corporels seront les plus sensibles aux asymétries d'informations. Dès lors, elles utiliseront la dette qui est un véhicule de financement externe moins sensible aux asymétries d'informations que les actions (Harris et Raviv (1991). Des études de Rajan et Zingales (1995) Kremp et al. (1999) et Hovakimian et al. (2001) trouvent des relations positives et significatives entre les garanties et le niveau d'endettement. Quelque soit le

modèle théorique choisi, il semble exister un consensus autour de cette variable et de son rôle positif sur le montant de l'endettement.

Nous supposons conformément à ces prédictions que :

H5 : Le levier financier devrait être associé positivement au collatéral

Par ailleurs, les collatéraux peuvent être calculés à travers plusieurs ratios, entre autres, le ratio actifs corporels nets plus stocks sur total actif ; la part des intangibles dans le total actif. A notre sens, nous allons mesurer les garanties par le rapport du total de l'actif immobilisé et le total du bilan. Cette mesure a été choisie aussi par Biais, Hillion et Malécot (1995).

$$\text{Collat} = \frac{\text{Total actif immobilisé}}{\text{Total bilan}}$$

2.4.4 Les opportunités de croissance (Crois)

La valeur de l'entreprise et/ou la richesse de ses propriétaires sont composées d'une part, de la valeur actuelle des bénéfices engendrés par les actifs en place et d'autre part, par sa croissance potentielle. Titman et Wessels (1988) considèrent les opportunités de croissance d'une entreprise tels des actifs créateurs de valeur pour celle-ci, mais qui ne peuvent être utilisées comme des garanties et ne sont pas toujours clairement identifiées. Ceci en soi peut amener les dirigeants à investir de façon sous optimale et parfois même de s'approprier la richesse des créanciers du fait de la flexibilité dans le choix d'investissement futur. Théoriquement, les opportunités de croissance devraient être négativement corrélées avec l'endettement.

La croissance des actifs reflète les besoins de financement résultant de la politique financière de la firme. Moins cette croissance est forte plus la firme est confrontée au problème de financement.

La théorie de l'agence stipule que dans un contexte d'information imparfaite matérialisant un niveau de risque élevé, une forte croissance devrait se traduire par la réduction sensible de l'endettement. Toujours dans l'optique de la théorie d'agence et selon Myers (1977) ; les coûts d'agence entre actionnaires et créanciers seront d'autant plus élevés que la valeur des opportunités de croissance futures est plus importante par rapport à la valeur actuelle des actifs en place. On doit alors s'attendre à une relation négative entre le niveau d'endettement et les opportunités de croissance. Les coûts d'agence entre actionnaires et créanciers peuvent tout de même être allégés si la firme se finance plutôt par de la dette à court terme (Titman et Wessels 1988). De même, des relations privilégiées entre les créanciers et l'entreprise peuvent réduire le problème des asymétries d'informations inhérentes aux options de croissance et favoriser leur financement bancaire.

A *contrario*, dans une perspective de financement hiérarchique (Myers et Majluf, 1984), les entreprises avec de fortes options de croissance et un besoin de financement important feront prioritairement appel à l'endettement. Les sources de financement externes les moins sujettes aux asymétries d'information comme par exemple l'endettement à court terme seront privilégiées.

La relation négative entre les options de croissance et l'endettement est confirmée empiriquement entre autres par Rajan et Zingales (1995). Ces derniers notent toutefois que cette corrélation négative est due en grande partie aux firmes qui émettent des fonds propres. C'est pourquoi ils avancent une explication alternative : les entreprises auraient tendance à émettre des fonds propres lorsque le prix des actions est élevé. Hovakimian et al. (2001) remarquent que ce comportement peut s'expliquer par une diminution du ratio optimal dû à la modification du portefeuille d'actifs de l'entreprise en faveur des options de croissance.

Nous allons emprunter une approximation relevée dans les travaux de Gardner et Trzcinka (1992) selon laquelle cette variable « Opportunités de Croissance » est mesurée par le ratio des dépenses en investissement sur l'actif total.

$$\text{Crois} = \frac{\text{Les dépenses en investissement}}{\text{l'actif total}}$$

Sur la base des considérations théoriques et sur les résultats trouvés par la majorité des travaux empiriques, nous supposons :

H6 : La variable « opportunités de croissance » est négativement corrélée avec le levier financier.

2.4.5 Le risque (Risq)

Les options de croissance de l'entreprise affecte la volatilité des *cash-flows* et rend l'entreprise plus risquée. Plusieurs auteurs ont suggéré que le niveau d'endettement est une fonction décroissante de la variabilité des gains. La relation négative entre la variabilité des bénéfices et l'endettement est prédite par la théorie du ratio cible, la théorie hiérarchique de financement et la théorie de l'agence. En effet, l'endettement augmente la volatilité du résultat net, il devrait donc être négativement corrélé avec le risque opérationnel. En effet, la volatilité des résultats peut amener les firmes à constituer une réserve d'actifs facilement mobilisables afin de ne pas avoir à souffrir du problème de sous-investissement dans le futur. Cette relation négative est validée empiriquement dans plusieurs travaux (Bradley, Jarell et Kim 1984 ; Bevan et Danbolt 2000).

Toutefois, en raison du problème généré par la substitution d'actifs, cette relation entre le risque et la dette pourrait être positive. Plus l'entreprise est risquée, moins grande sera la tentation pour les actionnaires d'augmenter davantage le risque, d'où une diminution des coûts d'agence potentiels. La variable risque est mesurée chez Bradley, Jarell et Kim (1984) par la volatilité des rentabilités alors que Titman et Wessels (1988) mesurent le risque par la variabilité des bénéfices.

Dans notre étude, nous avons décidé d'utiliser le bénéfice sur l'écart type du bénéfice comme mesure du risque.

$$\text{Risq} = \frac{\text{bénéfice}}{\text{écart type du bénéfice}}$$

Conformément aux travaux empiriques, nous présumons :
H7 : Le niveau de risque est relié négativement au levier d'endettement.

2.4.6 La spécificité des actifs (Specif)

Les théories de la structure de capital suggèrent que le type d'actif détenu par l'entreprise détermine le choix de sa structure de financement. Plus importante est la part des actifs tangibles dans l'entreprise, qui peuvent servir de garantie, plus les prêteurs seront disposés à octroyer des crédits. Les actifs corporels offrent plus de garanties aux créanciers dans la mesure où ils ont un impact sur le niveau d'endettement car ils sont moins sujets aux asymétries d'informations et perdant, en cas de liquidation, moins de valeur que les actifs incorporels. En effet, Rajan et Zingales (1995) affirment que les actifs immobilisés offrent une garantie aux créanciers et réduisent, par conséquent, les coûts d'agence liés à la dette.

Dans le cadre des conflits d'intérêt entre les actionnaires et les créanciers, Jensen et Meckling (1976) ont démontré que le problème de surinvestissement est moins grave lorsque la firme détient une part importante d'immobilisations corporelles dans son actif.

De même que Titman et Wessels (1988), les travaux de Rajan et Zingales (1995), Kremp et al. (1999) et Hovakimian et al. (2001) trouvent des relations positives et significatives entre les actifs immobilisés et le levier d'endettement. Quel que soit le modèle théorique choisi, il semble exister un consensus autour de cette variable et de son rôle positif sur le montant de l'endettement.

H8 : le niveau d'endettement et la mesure des spécificités des actifs varient positivement.

Pour mesurer cette variable, nous avons opté pour la méthode de calcul suivante :

$$\text{Spécif} = \frac{\text{Total immobilisations corporelles}}{\text{Total actif immobilisé}}^1$$

La table en annexe 1 résume l'information relative aux choix des variables utilisées dans notre modèle. Elle présente le mode de calcul de l'ensemble des variables et présente également la signification des symboles utilisés. La synthèse des hypothèses retenues est présentée en annexe 2.

3 Données et méthodologie

Nous présentons dans cette section une description des données et la méthodologie empirique adoptée.

3.1 Description et provenance des données

Les objectifs que nous nous sommes fixés tout au long de cette étude nous ont obligé à avoir des informations financières, fiscales et comptables de toutes les entreprises qui composent notre échantillon sur une durée successive

¹ En principe la mesure de cette variable est la suivante : Spécif = total des immobilisations corporelles / total des actifs. Toutefois, nous avons préféré la méthode ci-dessus. Nous avons recherché plus de précision sur la part des immobilisations corporelles dans l'actif immobilisé.

au moins de trois ans. Parallèlement, nous avons eu accès à l'information privée dont dispose la banque (i.e. entre autres, la cotation, les garanties, lignes et conditions de crédit, le nombre de banques).

En outre, nous estimons qu'une démarche empirique basée sur un questionnaire ne peut fournir les résultats escomptés compte tenu du fait qu'un questionnaire ne peut pas nous permettre la collecte de toutes les informations requises pour notre étude. De plus, les données d'un questionnaire ne peuvent être d'une fiabilité égale à celles recueillies directement de la source (documents comptables et dossiers de crédits). Le caractère extrêmement confidentiel des informations recherchées pour une telle étude peut rendre la tâche difficile de recueillir de telles données par un simple questionnaire (secret professionnel oblige).

Notre enquête a été construite à partir des dossiers de crédit et de données bilanciels et bancaires, obtenus auprès d'une grande banque privée et de Bank Al-Maghrib.

Les données sont récentes puisque les documents financiers et comptables datent de 2008, 2009 et 2010. Nous avons retenu l'année 2008 comme une année de référence.

Différents supports ont été utilisés :

- la base de données privée de la banque (support informatique) ;
- des supports papiers des dossiers de crédit des firmes clientes de la banque ;
- différents autres supports de Bank-Al-Maghrib.

En complément, nous avons eu accès total aux autres informations bancaires privées par l'intermédiaire du chargé d'affaires.

Vu que toutes ces informations sont strictement confidentielles, nous avons codé tous les dossiers de toutes les entreprises de sorte que l'on conserve la confidentialité des données.

Une fois ces données codées et transcrites sur un autre support informatique puis imprimées sur papiers, nous avons obtenu des dossiers de crédits complets et qui contiennent les éléments suivants :

- le secteur activité, la forme juridique et l'actionnariat de l'entreprise ;
- les documents financiers et comptables (actif, passif et compte de résultat) ;
- la durée de la relation et la cotation ;
- les différentes lignes de crédits accordées par la banque ainsi que les garanties exigées par celle-ci et les taux d'intérêts appliqués ;
- le nombre des banques de l'entreprise et le courant d'affaires confié à la banque.

Nous précisons que les informations bilanciels retenues dans les dossiers de crédit de la banque sont les mêmes déposées au tribunal de commerce. D'ailleurs, depuis 2005, les organismes de crédit ont un accès total aux bilans des entreprises via le site de l'Office Marocain de Propriété Industrielle et Commerciale. Sous la contrainte de

la circulaire de Bank Al-Maghrib (datant du 1^{er} Avril 2005), les entreprises sont obligées de remettre aux établissements de crédits leurs bilans fiscaux conformes à ceux déclarés légalement à la fin de chaque exercice comptable.

Ainsi, le dossier de crédit n'est alors entaché que d'un minimum d'imperfections.

Notre échantillon de départ était composé de 170 dossiers. Cet échantillon a été réduit à 100 dossiers de crédits et ce pour plusieurs raisons :

- certains secteurs d'activité à caractère financier ont été exclus comme les assurances,...
- les dossiers de crédits doivent présenter un volume important de lignes de crédit ;
- tous les dossiers de crédit des entreprises récemment créées ont été exclus (la relation de crédit doit au moins être de trois ans) ;
- tous les dossiers doivent avoir les trois bilans : 2008, 2009 et 2010. Ainsi les dossiers qui ne disposent pas des trois bilans n'ont pas été retenus ;
- les entreprises récemment créées ou celles ayant moins que trois exercices comptables ont été exclues.

Ce tri opéré dans cet échantillon, par souci d'homogénéité, nous a permis d'avoir un échantillon final de 100 dossiers de crédit.

Après avoir défini les différentes variables explicatives ainsi que la variable à expliquer, nous pouvons tester nos hypothèses et interpréter les résultats. La méthode statistique MCO permet d'étudier les relations entre la variable dépendante et les variables indépendantes et de construire une équation indiquant de quelle manière les variables retenues sont liées. Nous allons procéder à une régression linéaire de levier d'endettement par les dix variables retenues précédemment.

Notre équation peut s'écrire de la sorte :

$$\text{Lev} = a + b_1 \text{TBilan} + b_2 \text{Sect2} + b_3 \text{Sect4} + b_4 \text{Sect5} + b_5 \text{Age} + b_6 \text{Rent1} + b_7 \text{Collat} + b_7 \text{Risq} + \varepsilon$$

4 Résultats et interprétations

Dans l'ensemble, les variables retenues expliquent une part importante du choix financier des entreprises de notre échantillon exprimé par le levier d'endettement ($R^2 = 73,85\%$). Le test de Fisher de significativité globale du modèle est de 2,865 et le modèle est significatif au seuil de 0% avec Durbin-Watson = 1,903.

En annexe 3, nous présentons le tableau qui synthétise les résultats obtenus de l'estimation concernant le choix financier de 100 entreprises constituant notre échantillon.

Une vue d'ensemble sur les résultats de la régression sur l'ensemble de l'échantillon fait apparaître six des dix variables qui influencent significativement la structure financière.

D'après les résultats de l'analyse de la régression, la variable rentabilité de l'entreprise (Rent1) mesurée par le rapport entre le résultat net et le total actif comptable est positivement et significativement ($t=1,66$ et $P\text{-value}=0,069$)

corrélée avec le levier financier. Ce qui est conforme aux prédictions théoriques de la théorie de financement hiérarchique. Ce résultat peut être justifié par le fait que les entreprises les plus rentables peuvent bénéficier de l'endettement auprès des banques. Ainsi, il est conforme à la théorie de *trade-off* statique selon laquelle les entreprises hautement profitables utilisent plus de dettes afin de réduire leur facture d'impôt. Autrement dit, une entreprise rentable aura une préférence pour la dette car les intérêts sont déductibles de son résultat fiscal. Etant donné la corrélation positive entre la rentabilité et le niveau d'endettement, Nous pouvons accepter, *a priori*, l'hypothèse de prédominance d'un possible signalement vis-à-vis des créanciers par le niveau de rentabilité dans la mesure où si la rentabilité passée est une bonne approximation de la rentabilité future, une entreprise très rentable aura une probabilité plus forte de rembourser ses dettes.

Comme dans la plupart des travaux de recherche, la taille de l'entreprise est un déterminant important dans l'étude de la structure du capital. Selon les résultats de notre régression la taille varie aussi positivement et significativement avec le levier d'endettement puisque son coefficient est positif et significatif au seuil de 1% ($t=2,613$ et $P\text{-value}=0,01$). Cette variable mesurée par total bilan confirme ainsi qu'elle exerce systématiquement un effet positif sur l'endettement. Ce résultat signifie que les grandes entreprises peuvent obtenir facilement des ratios d'endettement plus élevés en raison de leur avantage comparatif en termes de diversification de leur portefeuille. Il signifie également que les bailleurs de fonds préfèrent prêter aux entreprises d'une certaine taille et bien établies plutôt qu'aux petites entreprises. Nous pouvons expliquer ce résultat aussi par le fait que les entreprises de taille modeste n'ont pas des besoins de financement très importants comparativement aux entreprises de taille plus importante.

L'impact positif et significatif de la taille est un résultat présent dans de nombreuses études empiriques (entre autres Rajan et Zingales, 1995 ; Booth et al. 2001 ; Low et Chen, 2004 ; Singh et Nejadmalayeri, 2004 ; Doukas et Pantzalis, 2003). Ce résultat laisse à penser que la taille peut jouer un rôle de mesure inverse de la probabilité de faillite. Autrement dit, la taille de l'entreprise renseigne les créanciers sur la probabilité de faillite de celle-ci. L'hypothèse selon laquelle la taille est une mesure inverse de l'information fournie aux investisseurs externes n'est pas soutenue par les évidences précédentes qui ne font pas état d'une relation négative entre le niveau d'endettement et la taille.

Concernant l'hypothèse des économies fiscales, il est à noter que le coefficient associé à la variable mesurant l'avantage fiscal est de signe positif mais statistiquement non significatif ($t=0,485$ et $P\text{-value}=0,628$). Donc, on peut écarter l'hypothèse de la recherche des économies fiscales pour expliquer les choix de financement des entreprises de notre échantillon.

Ce résultat soutient l'idée de Lewis (1990) qui stipule que l'imposition n'a pas d'impact sur l'endettement. De même nos résultats sont conformes aux propos de

D'Angelo et Masulis (1980) qui proposent que les entreprises qui bénéficient d'un taux marginal d'imposition faible et d'avantages fiscaux non reliés à la dette doivent accorder moins de considérations à l'avantage fiscal de l'endettement. Ce qui est fort probablement le cas pour les entreprises constituant notre échantillon. D'ailleurs, l'hypothèse théorique de la relation inverse entre la dette et le taux d'imposition n'a pas été confirmée par la majorité des études empiriques antérieures.

D'après les résultats de l'analyse de la régression, l'influence de la variable Age de l'entreprise sur le niveau d'endettement est négative et significative puisque $t=-2,697$ et $P\text{-value}=0,008$. Ainsi, nous pouvons affirmer que notre hypothèse selon laquelle le cycle de vie de l'entreprise conditionne son choix financier est vérifiée. Mais il faut souligner que conformément à nos prédictions, l'âge de l'entreprise devrait influencer positivement le niveau d'endettement dans la mesure où plusieurs études ont démontré que les bailleurs de fonds octroient plus facilement des prêts aux entreprises connues sur le marché par rapport à celles qui sont plus jeunes car celles-ci peuvent inspirer la confiance des prêteurs. Cependant, l'examen des coefficients associés à la variable « âge de l'entreprise » montre que celle-ci est négative. C'est-à-dire que « les entreprises d'un certain âge » tendent en moyenne à s'endetter moins que les plus jeunes. Un tel résultat peut être justifié par le fait que les anciennes entreprises ont accumulé des réserves importantes et jouissent, en moyenne, d'une assise financière plus solide. Sachant que notre échantillon est à majorité des PME, le problème de financement pour cette catégorie d'entreprises se pose avec acuité même en phase de démarrage. Les entreprises les plus jeunes souffrent du problème de financement parce que dans la majorité des cas leurs ressources en fonds propres sont très limitées. Par contre, les entreprises les plus anciennes peuvent éventuellement accumuler des bénéfices afin d'autofinancer leurs projets. Les entreprises les plus « âgées » devraient avoir donc un taux d'endettement moins élevé.

La classification sectorielle est un déterminant potentiel de la structure du capital de l'entreprise. En effet, les entreprises appartenant au même secteur d'activité bénéficient des mêmes conditions d'offre et de demande et font face à des caractéristiques de risque similaires (Scott et Martin 1975, Ferri et Jones 1979).

La variable Risque se trouve négativement et significativement liée au niveau d'endettement selon les résultats de l'analyse de la régression de notre échantillon. En effet, la statistique de Fisher égale à $t=-1,525$ au seuil de 0,01% ($P\text{-value}=0,013$). Ainsi on peut dire que notre hypothèse selon laquelle l'importance du risque conditionne le choix financier des entreprises est vérifiée. Cette relation négative peut laisser comprendre que les entreprises présentant un risque de plus en plus élevé recourent de moins en moins à l'endettement. Ce résultat trouve sa justification selon l'approche traditionnelle dans le fait que compte tenu des problèmes d'aléa moral et de sélection adverse que les banques doivent prendre en compte en tant que bailleurs de fonds, une forte volatilité des profits (la mesure choisie pour le risque) peut conduire

à une probabilité accrue de défaillance, suggérant une corrélation négative entre le ratio d'endettement et le risque. Ce qui est conforme aux propos de Bradley et al. (1984) qui stipulent qu'une augmentation de la volatilité des flux attendus fait baisser l'offre de crédit. Jensen et Meckling (1976) argumentent que plus une firme est risquée, plus ses chances de faillite sont probables et par conséquent, plus risquée sera la dette. En effet, les créanciers considèrent les flux générés par les actifs en place comme un moyen de protection.

La variable explicative « opportunités de croissance » se trouve corrélée négativement au levier d'endettement selon les résultats de notre estimation. Toutefois, cette corrélation est loin d'être significative puisque $t = -0,684$ et $p\text{-value} = 0,495$. Ce résultat signifie que les opportunités de croissance de l'entreprise ne constituent pas un facteur déterminant du choix financier de l'entreprise marocaine. Une croissance plus rapide peut, du côté de la demande, accroître le besoin de financement externe, ce qui justifie la corrélation négative. Du côté de l'offre, cela pourrait être renforcé par le fait que les entreprises à forte croissance subissent moins les contraintes du financement du système bancaire, étant donné que des profits élevés sont anticipés. Bradley et al. (1984) et aussi Maksimovic et Titman (1991) trouvent une relation négative entre l'endettement et autres variables proxy des opportunités de croissance. Cette relation négative corrobore l'hypothèse proposée par Myers (1977) selon laquelle les firmes anticipant des opportunités de croissance de valeur devraient être moins endettées. Dans une logique similaire, la théorie de l'agence stipule que dans un contexte d'information imparfaite matérialisant un niveau de risque élevé, une forte croissance devrait se traduire par la réduction sensible de l'endettement et un recours massif aux fonds propres.

A l'instar des études de Rajan et Zingales (1995) Kremp et al. (1999) et Hovakimian et al. (2001) qui trouvent des relations positives et significatives entre les garanties et le niveau d'endettement, notre coefficient largement significatif de la variable Collatéral souligne le rôle des garanties physiques dans les contrats d'endettement de l'entreprise. En effet, la corrélation de cette variable est très significative au seuil de 0% ($t = 2,768$, $P\text{-value} = 0,006$), ce qui signifie que la variable Collatéral, mesurée par le rapport de total actif immobilisé et le total des dettes, est un déterminant principal du choix financier de l'entreprise marocaine.

Conformément aux anticipations théoriques, le coefficient associé au poids des immobilisations dans le total des dettes possède un signe positif dans notre régression. Un tel signe indique que le poids de levier d'endettement tend à être plus accentué dans les entreprises plus capitalistiques. Ce résultat, se justifie par le fait que les actifs immobilisés offrent une garantie aux créanciers et réduisent, par conséquent, les coûts d'agence liés à la dette. Ce qui est conforme aux propos de Myers (1977) qui suggère que le problème de sous investissement lié au financement par dette est plus faible pour les firmes disposant davantage d'actifs immobilisés.

La dernière variable retenue par notre vérification empirique des facteurs explicatifs des choix financiers de l'entreprise marocaine à savoir la spécificité des actifs semble varier dans le sens positif avec le niveau d'endettement, ce résultat va dans le sens des résultats trouvés par Rajan et Zingales (1995) ; Kremp et al. (1999) et finalement Frank et Murray (1999) qui affirment que les actifs immobilisés offrent une garantie aux créanciers et réduisent, par conséquent, les coûts d'agence liés à la dette, Myers (1977) suggère que le problème de sous-investissement lié au financement par dette est plus faible pour les firmes disposant davantage d'actifs immobilisés. Ce qui justifie une relation positive entre l'endettement et les actifs immobilisés. Cependant, cette relation, dans notre cas n'est pas significative ($t = 0,358$ et $P\text{-value} = 0,72$). Donc, nous ne décelons pas la présence d'un risque de conflit d'agence (sous-investissement et substitution d'actifs) qui restreindrait en moyenne la capacité d'endettement de l'entreprise marocaine.

5 CONCLUSION

Les résultats de ce travail relatif aux choix financiers des entreprises marocaines confirment l'existence de déterminants propres aux caractéristiques de bilan de l'entreprise. Ainsi, nous avons pu relever le rôle positif de la taille, de la rentabilité et des garanties sur le levier d'endettement. Cela signifie d'abord que les grandes entreprises peuvent obtenir plus facilement des lignes de financement plus importantes en raison de leur taille. Autrement dit, les bailleurs de fonds préfèrent prêter aux entreprises d'une certaine taille et bien établies plutôt qu'aux petites entreprises.

Concernant l'influence de la rentabilité, notre modèle montre que certaines considérations liées au « *pecking order* » sont valides empiriquement pour le cas marocain. En effet, le niveau d'endettement est positivement lié à la performance. En effet, ce sont les firmes rentables qui accèdent plus facilement au financement bancaire.

Étant donné l'asymétrie informationnelle qui caractérise la relation entre les entreprises marocaines, essentiellement des PME-PMI, et les bailleurs de fonds, des importantes garanties sont alors requises pour l'accès au financement, comme le montre la corrélation positive et significative du collatéral avec le levier d'endettement.

Or, ces trois principaux déterminants confirmés par notre étude, en l'occurrence, la taille, la rentabilité et les garanties dénotent certains volets des difficultés rencontrées par les PME-PMI pour accéder au financement. Face à cette situation, des alternatives plus prometteuses s'ouvrent à ces entreprises dans le cadre de la finance islamique à même de promouvoir l'entrepreneuriat social. Nous pouvons remarquer que les produits offerts par la finance islamique pourraient être particulièrement adaptés aux besoins des petites et moyennes entreprises, et ce, pour plusieurs raisons:

- La faiblesse des PME en fonds propres constitue un obstacle majeur à l'accès au crédit bancaire ; or, le

financement islamique peut contourner le problème de l'apport en fonds propres puisque la banque islamique intervient tant que partenaire et non en tant que bailleur de fonds et participe ensemble au financement du projet. Le droit de propriété est réparti en proportion de la contribution de chaque partie et les bénéfices sont partagés selon un commun accord ;

- L'endettement excessif résultant de cette faiblesse en fonds propres entraîne des frais financiers importants et met en péril l'équilibre financier de la PME ; or le financement islamique basé sur le principe du partage des pertes et des profits ne peut imposer des intérêts lorsque le projet est en dessous du seuil de rentabilité ;

- Au niveau bancaire, la relation banque - PME est caractérisée par une forte asymétrie informationnelle n'inspirant nullement la confiance; or le financement islamique conçoit la relation Banque – PME plutôt à long terme, dans un partenariat avec notamment un rôle actif de la banque dans la gestion de l'affaire ce qui réduit considérablement ces asymétries ;

- Au niveau du suivi (*monitoring*), les banques islamiques sont supposées disposer de structures de suivi pour contrôler les travaux relatifs à la réalisation de l'investissement, d'une part, et à l'exploitation proprement dite de la PME, d'autre part ;

- les banques conventionnelles du fait de la forte opacité des PME et donc du risque de crédit exigent le plus souvent plus de garanties d'autant plus lorsqu'il s'agit de financer un investissement à moyen et à long terme. Or, les solutions proposées par la finance islamique laissent présager moins de contraintes en termes de garanties. D'une manière générale, pour les banques islamiques, le problème des garanties se pose avec moins d'acuité que pour les banques classiques.

RÉFÉRENCES

- Bevan A.A., et Danbolt J., (2008), "Dynamics in the determinants of capital structure in the UK" , Department of Accounting and Finance University of Glasgow.
- Biais B., Hillion P. et Malécot J.F. (1995), «La structure financière des entreprises : une investigation empirique sur données françaises », *Economie et Prévision*, n°120, pp.15-27.
- Booth L., Aivazian V. Demerguc- kunt A.et Maksimovic. (2001), "Capital structure in developing countries". *Journal of Applied Corporate Finance*, Vol.7, n°4 pp.4-19.
- Bourdieu J. et Colin-Sedillot B. (1993), «Structure du capital et coût d'information : le cas des entreprises à la fin des années quatre-vingt », *INSEE Economie et Statistiques*, n° 268-269, pp.87-100.
- Bradley M., Jarrell G. A., et Kim E.H. (1984). "On the existence of an optimal capital structure: theory and finance". *Journal of Finance* , vol. 39, pp.857-879.
- D'Angelo H. et Masulis R. (1980). «Optimal Capital Structure under Corporate and Personal Taxation ». *Journal of Financial Economics*, Vol.8, (Mars).
- Chang, X., and S. Dasgupta (2009), 'Target Behavior and Financing: How Conclusive is the Evidence', *Journal of Finance*, 64, 1767–96.
- Doukas J.,et Pantzalis, (2003), "Geographic Diversification and Agency Costs of Debt of Multinational Firms", *The Journal of Corporate Finance*, 9, pp.59-92.
- Fama E.F.et French K.R. (2002), "Testing trade -off and pecking order predictions about dividends and debt". *Review of Financial Studies*, Vol. 34.
- Fama E.F. et French K.R. (2000). « Dividends, Debt, Investment, and Earnings » ». Graduate School of Business, University of Chicago and Yale University, School of management.
- Frank M.et Goyal V. (2000), "Testing the pecking order theory of capital structure " *Journal of Financial Economics*. vol. 67.
- Graham J.R. (2000). « How big are the tax benefits of debt? ». *Journal of Finance*, Vol.55, pp. 1901-1940.
- Hakmaoui A. (2012), "Stratégies bancaires et décision de crédit : une étude empirique dans le cadre du marché de crédit marocain", Communication présentée aux 8e Journées d'Economie monétaire et bancaire, Université de Sousse, Tunisie, 21-Avril.
- Harris M. et Raviv A. (1991), « The Theory of Capital Structure ». *Journal of Finance*, Vol.46, p.297-355..
- Hovakimiam A, Opler T., et Titman S. (2010), "The debt equity choice". *Journal of Financial and quantitative Analysis*, Vol.96, pp. 1-24.
- Kim W.S. et Sorensen E. (1986), « Evidence on the impact of the agency cost of debt in corporate debt policy", *Journal of Financial and quantitative analysis*, Vol, 21, pp.131-144.
- Low P.K. et Chen, (2009), "Diversification and Capital Structure: some International Evidence", *the Review of Quantitative Finance & Accounting*, 23, pp.55-71.
- Margaritis D. et Psillaki M. (2010): «Capital structure, equity ownership and firm performance», *Journal of Banking & Finance* (34), pp. 621- 632.
- Michaels & al. (1999). « Financial policy and capital structure choice in U.K.: Empirical evidence from company panel data". *Small Business Economics*, Vol.12, p.30-113.
- Myers, S. C., and J. A. Read Jr. (2010), 'Real Options, Taxes And Financial Leverage', W.P., MIT.
- Rajan G. R. et Zingales L. (1995), « What do we Know About Capital Structure? Some Evidence From International Data, " *Journal of Finance*, (Décembre), pp.1421-1460.
- Rampini, A. A., and S. Viswanathan (2010), 'Collateral and Capital Structure', Technical Report, Duke University.
- Rapport Paris Europlace, (2013), "Financement des entreprises et de l'économie française : pour un retour vers une croissance durable" Groupe de travail FINECO.
- Singh M., et Nejadmalayeri A., (2004), "Internationalization, Capital Structure, and Cost of Capital : Evidence from French Corporations", *The Journal of Multinational Financial Management*, 14, pp.153-169.

Shyam-Sunder, et Myers S.C.(1999). "Testing Tradeoff against Pecking Order Models of Capital Structure". Journal of Financial Economies.

Titman S. and Wessels R. (1998), "The Determinants of Capital Structure Choice", Journal of Finance, Vol. 43, pp.1-19.

ANNEXE :

Le tableau suivant affiche les résultats obtenus de l'estimation concernant le choix financier de 100 entreprises marocaines constituant notre échantillon.

Variables	Coefficient	Std. Error	T-Statistic	Prob.
C	0,108	0,274	0,395	0,693
T bilan	0,160	0,061	2,613	0,010
Type	-0,017	0,056	-0,310	0,753
Sect2	0,171	0,091	1,880	0,063
Sect3	0,114	0,086	1,323	0,189
Sect4	0,203	0,091	2,223	0,028
Sect5	0,250	0,118	2,119	0,037
Sect6	0,058	0,107	0,539	0,590
Age	0,278	0,103	2,697	0,008
Rent1	0,034	0,020	1,663	0,069
Fisc	0,087	0,181	0,485	0,628
Collat	0,109	0,039	2,768	0,006
Croiss	-0,0006	0,0009	0,684	0,495
Risk	-0,042	0,028	-1,525	0,013
Specif	0,139	0,389	0,358	0,720
R-squared	0,73	Mean dependent var	0,6355	
Adjusted R	0,6604	F-Statistic	2,8659	
Durbin Watson	1,9034	Prob(F-Statistic)	0,001155	
Nombre d'observations	100			