Université Mohammed V- Agdal
**Faculté des Sciences Juridiques, Economiques et Sociales**
**Rabat**

جامعة محمد الخامس – اكدال
**كلية العلوم القانونية والاقتصادية والاجتماعية**
**الربـــــاط**

**Université Mohammed V-Agdal**

**Faculté des Sciences Juridiques, Economiques et Sociales**

**Rabat**

U.F.R : Economie Internationale

Thèse pour l'obtention du
Doctorat en Sciences Économiques

# FINANCEMENT DES PME MAROCAINES PAR LE MARCHE BOURSIER : CADRE THEORIQUE ET ANALYSE EMPIRIQUE

Présentée et soutenue publiquement par :
**Abdelhadi EL GOUMIRI**

Membres du Jury :

| | |
|---|---|
| **Président** | **: Mr. Mohammed KHACHANI, Professeur à la Faculté des sciences juridiques, économiques et sociales Rabat-Agdal.** |
| **Directeur de Thèse** | **: Mme. Sanae SOLHI, Professeur à la Faculté des sciences juridiques, économiques et sociales Rabat-Agdal.** |
| **Suffragants** | **: Mr. Mohamed KHACHANI, Professeur à la Faculté des sciences juridiques, économiques et sociales Rabat-Agdal.** |
| | **Mr. Mohammed HASSAINATE, Professeur à la Faculté des sciences juridiques, économiques et sociales Rabat-Agdal.** |
| | **Mr. Mohammed Rachid SBIHI, Professeur à la Faculté des sciences juridiques, économiques et sociales Rabat-Agdal.** |
| | **Mme. Khaddouj KARIM, Professeur à la Faculté des sciences juridiques, économiques et sociales Salé.** |

25 Février 2017

*A mes parents*

# Remerciements

Je tiens tout d'abord à remercier de tout cœur les membres du jury Pr. Mohamed KHACHANI, Pr. Sanae SOLHI, Pr. Mohammed HASSAINATE, Pr. Mohammed Rachid SBIHI et Pr. Khaddouj KARIM, qui ont bien voulu me faire l'honneur de consacrer une partie de leur temps pour évaluer le présent travail. Je leur exprime toute ma gratitude.

Je reste seul responsable des erreurs et omissions qui peuvent subsister dans cette thèse. En revanche, ses qualités doivent beaucoup aux personnes qui m'ont accompagné dans son élaboration.

En particulier, je voudrais exprimer ici ma très profonde gratitude à mon Directeur de thèse, Madame le Professeur Sanae SOLHI et surtout à Monsieur le Professeur Mohammed Rachid SBIHI, pour toute la confiance qu'il m'a accordée tout au long de ce travail, pour les nombreux conseils qu'il m'a prodigués, ainsi que pour sa très grande disponibilité. Je mesure la grande chance que j'ai eu de bénéficier de son expérience et de sa connaissance du travail de recherche qui m'a permis de développer ma réflexion intellectuelle. Notre travail en commun, et nos échanges enrichissants durant ces années resteront gravés dans ma mémoire. Je le remercie infiniment de m'avoir soutenu dans toutes ces épreuves, tant intellectuelles que morales, que constitue l'exercice d'une thèse. Il a su m'encourager et pousser ma persévérance pour que je parvienne à la finalisation de ce travail. Son aide a été d'une valeur inestimable. Cette thèse n'aurait pu s'aboutir sans son aide.

Je remercie également toute ma famille, mes collègues et mes amis pour m'avoir encouragé et contribuer activement à m'offrir les conditions nécessaires pour arriver finaliser cette thèse.

# RESUME

L'introduction en bourse constitue une décision stratégique importante dans la vie des PME. Cette opération décisive est souvent considérée comme une source de financement pour les PME désirant avoir de nouveaux moyens de financement nécessaires à leur croissance interne et externe.

Cette introduction aura un effet immédiat et à terme sur la santé financière des PME marocaines. Néanmoins, ce sujet a fait l'objet d'études importantes qui s'intéressent spécifiquement au déclin des performances boursières à court terme et celle à moyen à long terme. En revanche, l'étude des performances économiques des PME introduites en bourse demeure un sujet peu exploré.

Notre étude commence par un parcours théorique nous permettant de bien situer le financement des PME par le marché boursier parmi les autres modes de financement en mettant en évidence ses retombées sur la santé financière. Dans un deuxième temps, et portant sur un échantillon de huit PME nouvellement introduites à la bourse de Casablanca sur la période 2003-2015, examine l'évolution de la performance économique des PME mesurée par des ratios financiers avant et après leurs introductions en bourse. Les résultats obtenus mettent en évidence une réduction de l'endettement et une amélioration de la liquidité de l'échantillon retenu ; la question de la rentabilité financière reste sujette à exploration car la plupart des théories concordent pour conclure qu'elle a tendance à baisser.

**Mots clés** : Introduction en bourse, performance économique, timing, gestion des résultats, théorie d'agence, asymétrie de l'information.

# ABSTRACT

The initial public offering establishes an important strategic decision in the life of the small and medium-sized enterprise (SMEs). This decisive operation is often considered as a source of funding for SME wishing to have new means of financing necessary for their organic and external growth.

This introduction will have an immediate and forward effect on the financial health of the SME Moroccans. Nevertheless, this subject was the object of importing studies, which are specifically interested in the decline of the short-term stock-exchange performances and that in the long-term way. On the other hand, the study of the economic performances of the SME listed on the Stock Exchange lives a little explored subject.

Our study begins with a theoretical route allowing us to place well the financing of the SME by the stock market among the other modes of financing by highlighting its fallout on the financial health. Secondly, and concerning a sample of eight SME recently introduced to the stock exchange of Casablanca over the period 2003-2015, examine the evolution of the economic performance of the SME measured by financial ratios before and after their initial public offerings. The obtained results highlight a reduction of the debts and an improvement of the liquidity of the reserved sample; the question of the financial profitability remains subject to exploration because most of the theories match to conclude that it tends to fall.



**Keywords**: initial public offering, economic performance, timing, management of the results, the theory of agency, asymmetry of the information

# SOMMAIRE

Remerciements……3
Résumé……4
Abstract……...5
Sommaire……6
Liste des abréviations……..7
Liste des tableaux……8
Liste des graphiques……..12
**INTRODUCTION GENARALE……...13**
**PREMIERE PARTIE : FONDEMENTS THEORIQUES DU FINANCEMENT DES PME : QUELLE PLACE AU MARCHE BOURSIER ? ……...25**
INTRODUCTION DE LA PREMIERE PARTIE……26
Chapitre 1 : Définition et financement de PME au Maroc……28
Chapitre 2 : Sources de financement et introduction en bourse……82
Chapitre 3 : Cadre théorique du financement des PME : vers l'option du financement boursier……148
CONCLUSION DE LA PREMIERE PARTIE……..198
**DEUXIEME PARTIE : SOUBASSEMENTS EMPIRIQUES DU FINANCEMENT DES PME : QUELS EFFETS DU MARCHE BOURSIER ?……203**
INTRODUCTION DE LA DEUXIEME PARTIE…….204
Chapitre 4 : Approches théoriques de la performance financière des PME cotées en bourse……..207
Chapitre 5 : Analyse financière comparative des PME marocaines cotées en bourse.....259
Chapitre 6 : Analyse empirique de l'impact de l'introduction en bourse sur la performance financière des PME marocaines……..310
CONCLUSION DE LA DEUXIEME PARTIE…….370
**CONCLUSUON GENERALE…….374**
Bibliographie……...385
Annexes……...400
Table des matières……...408

# LISTE DES ABREVIATIONS

| | |
|---|---|
| ANPME | Agence Nationale pour la Promotion de la Petite et Moyenne d'Entreprise |
| AMMC | Autorité Marocaine du Marché des Capitaux |
| BAM | Bank AL Maghreb |
| BCP | Banque Centrale Populaire |
| BNPA | Bénéfice Net par Action |
| BMCE | Banque Marocaine du Commerce Extérieur |
| BMCI | Banque Marocaine du Commerce International |
| BTP | Bâtiments et Travaux Publics |
| BVC | Bourse des Valeurs de Casablanca |
| CA | Chiffre d'Affaires |
| CAF | Banque commerciale du Maroc |
| CDG | Caisse de dépôt et de Gestion |
| CDM | Crédit du Maroc |
| CEA | Compte d'Epargne en Action |
| CGEM | Conférence Générale des Entreprises du Maroc |
| CGI | Compagne Générale Immobilière |
| CIH | Crédit Immobilière et Hôtelier |
| CNCA | Caisse Nationale du Crédit Agricole |
| DEPF | Direction des Etudes et des Prévisions Financières |
| DPEG | Direction de la Politique Economique Générale |
| EBE | Excèdent Brut d'Exploitation |
| EGX | Egyptian Exchange |
| EPS | Earnings per Share |
| FASEP | Fond d'Etude et d'Aide au Secteur Privé |
| GPBM | Groupement Professionnel des Banques Marocaines |
| IFRS | International Financial Reporting Standards |
| MASI | Moroccan All Shares Index |
| MENA | Afrique du Nord et Moyen Orient |
| OCDE | Office de Coopération et développement Economique |
| OMPIC | Office Marocain de la Propriété industrielle et Commerciale |
| PER | Price Earnings Ratio |
| PIB | Produit Intérieur Brut |
| PME | Petite et Moyenne Entreprise |
| PMI | Petite et Moyenne Industrie |
| SBA | Small Business Act |
| SBIR | Small Business Innovation Research |
| SGMB | Société Générale Marocaine des Banques |
| SPPP | Société de Participation et de Promotion du Partenariat |
| ROA | Return On Assets |
| ROE | Return On Equity |
| TPE | Très Petite Entreprise |

# LISTE DES TABLEAUX

Tableau n°1.1 : Les seuils quantitatifs de définition de la PME au sein de l'UE……..32

Tableau n°1.2 : Répartition géographique des PME par régions en 2007……45

Tableau n°1.3 : Répartition des PME par branches d'activité en termes de nombre d'entreprises…….....45

Tableau n°1.4 : Répartition des PME par branches d'activité en termes de valeur ajoutée ….46

Tableau n° 1.5 : Typologie des entreprises en termes de nombre d'entreprises….....47

Tableau n° 1.6 : Typologie des entreprises en termes de valeur ajoutée….....47

Tableau n°1.7 : Poids des PME dans le tissu productif national….....48

Tableau n° 1.8 : Répartition des PMI par branches d'activité industrielle en termes du nombre d'unités…….49

Tableau n°1.9 : Répartition des PMI par branches d'activité industrielle en termes du nombre d'unités…..49

Tableau n°1.10 : Répartition des PMI par branches d'activité industrielle en termes de valeur ajoutée……..50

Tableau n°1.11 : Répartition des PMI par branches d'activité Industrielle en termes d'exportations……50

Tableau n°1.12 : Répartition des PMI par branches d'activité industrielle en termes d'investissements……..51

Tableau n°1.13 : Répartition des PME par secteur d'activité….....53

Tableau n°2.1 : Illustration de l'avantage fiscal…….103

Tableau n°2.2 : Les différentes études sur la sous-évaluation des actions.....117

Tableau n°2.3 : Conditions d'éligibilités aux compartiments…….139

Tableau n°2.4 : Conditions d'éligibilités à l'Alternext……...140

Tableau n°3.1 : Typologie des entreprises…….163

Tableau n°3.2 : Les études faites sur la structure de financement des entreprises…….176

Tableau n° 3.3 : Etudes empiriques sur les performances économiques (PE) des sociétés faisant l'objet d'une introduction en bourse (IB)……...191

Tableau n° 4.1 : Structure financière des entreprises…….229

Tableau n° 4.2 : Contraintes de financement des entreprises……..232

Tableau n° 4.3 : Facteurs expliquant le refus d'accord d'un prêt……233

Tableau n° 4.4 : Informations boursière relatives aux PME sélectionnées……246

Tableau n° 4.5 : Evolution moyenne de la dette financière en % du total passif et des fonds propres……247

Tableau n° 4.6 : Evolution moyenne de la dette financière en % du total passif et de la valeur ajoutée ……...247

Tableau n° 4.7 : Le PER des sociétés du secteur des bâtiments durant la période (2005-2010) ……249

Tableau n° 4.8 : Le PER des sociétés du secteur d'agroalimentaire durant la période (2005-2010)……..250

Tableau n° 4.9 : Evolution du bénéfice net par action durant la période (2004-2010)……...251

Tableau n° 4.10 : Evolution de la rentabilité économique durant la période (2004-2010)……..252

Tableau n° 4.11 : Evolution de la rentabilité financière durant la période (2004-2010).....253

Tableau n° 4.12 : Evolution de l'écart (Re – i) durant la période (2004-2010)……255

Tableau n°5.1 : Description des entreprises sélectionnées……262

Tableau n°5.2 : Les ratios retenus avec leurs mesures……..274

Tableau n°5.3 : Evolution des ratios de l'endettement (en %)……..275

Tableau n°5.4 : Coefficients d'ajustement……...277

Tableau n°5.5 : Comparaison des coefficients d'ajustement……...278

Tableau n°5.6 : Evolution des ratios de l'endettement (en %)……..279

Tableau n°5.7 : Coefficients d'ajustement……281

Tableau n°5.8 : Comparaison des coefficients d'ajustement……282

Tableau n°5.9 : Evolution des ratios de l'endettement (en %)……..283

Tableau n°5.10 : Coefficients d'ajustement……..285

Tableau n°5.11 : Comparaison des coefficients d'ajustement……..285

Tableau n°5.12 : Evolution des ratios de liquidité et de trésorerie (en %)……286

Tableau n°5.13 : Coefficients d'ajustement……..288

Tableau n°5.14 : Comparaison des coefficients d'ajustement……..288

Tableau n°5.15 : Evolution des ratios de liquidité et de trésorerie (en %)……289

Tableau n°5.16 : Coefficients d'ajustement……..290

Tableau n°5.17 : Comparaison des coefficients d'ajustement……..291

Tableau n°5.18 : Evolution des ratios de liquidité et de trésorerie (en %)……291

Tableau n°5.19 : Coefficients d'ajustement……..293

Tableau n°5.20 : Comparaison des coefficients d'ajustement……..294

Tableau n°5.21 : Evolution des ratios de la rentabilité (en %)……..295

Tableau n°5.22 : Coefficients d'ajustement……..297

Tableau n°5.23 : Comparaison des coefficients d'ajustement……..297

Tableau n°5.24 : Evolution des ratios de la rentabilité (en %)……..298

Tableau n°5.25 : Coefficients d'ajustement……..300

Tableau n°5.26 : Comparaison des coefficients d'ajustement……..301

Tableau n°5.27 : Evolution des ratios de la rentabilité (en %)……..302

Tableau n°5.28 : Coefficients d'Ajustement……304

Tableau n°5.29 : Comparaison des coefficients d'ajustement……..305

Tableau n°6.1 : Description des PME sélectionnées……316

Tableau n°6.2 : Objectifs de la cotation en bourses des PME sélectionnées……317

Tableau n°6.3 : Présentation des ratios retenus avec leurs formules……320

Tableau n°6.4 : Coefficients d'ajustement des ratios de la solvabilité……..334

Tableau n°6.5 : Coefficients d'ajustement des ratios de la liquidité……335

Tableau n°6.6 : Coefficients d'ajustement des ratios de la rentabilité ……337

Tableau n°6.7 : Coefficients angulaires "a" sur la période N-3 à N+6…….338

Tableau n°6.8 : Quelques études empiriques sur le financement des PME……..346

Tableau n°6.9 : Description des PME sélectionnées…….353

Tableau n°6.10 : Matrice des corrélations des variables……...356

Tableau n°6.11 : Variables du modèle et leurs mesures……...357

Tableau n°6.12 : Récapitulatif du modèle 1……..358

Tableau n°6.13 : Récapitulatif des coefficients et des tests……..359

Tableau n°6.14 : Variables du modèle et leurs mesures……...360

Tableau n°6.15 : Récapitulatif du modèle 2……..360

Tableau n°6.16 : Récapitulatif des coefficients et des tests……..361

Tableau n°6.17 : Variables du modèle et leurs mesures……...362

Tableau n°6.18 : Récapitulatif du modèle 3……..363

Tableau n°6.19 : Récapitulatif des coefficients et des tests……..363

# LISTE DES GRAPHIQUES

Graphique n° 1.1 : Structure de l'actif en moyenne par secteur.....53

Graphique n° 1.2 : Moyenne des stocks par rapport à l'actif circulant……55

Graphique n° 1.3 : Moyenne de la dette financière par secteur d'activité……58

Graphique n° 1.4 : Crédits à moyen terme octroyés aux PME…….59

Graphique n° 1.5 : Evolution des crédits à moyen terme accordés aux PME et du total des crédits à moyen terme distribués par les banques……60

Graphique n° 4.1 : Structure financière des entreprises marocaines……..234

Graphique n°5.1 : Evolution des ratios de l'endettement (en %)……...277

Graphique n°5.2 : Evolution des ratios de l'endettement (en %)……...281

Graphique n°5.3 : Evolution des ratios de l'endettement (en %)……...284

Graphique n°5.4 : Evolution des ratios de liquidité et de trésorerie (en %)……...287

Graphique n°5.5 : Evolution des ratios de liquidité et de trésorerie (en %)……...290

Graphique n°5.6 : Evolution des ratios de liquidité et de trésorerie (en %)……...293

Graphique n°5.7 : Evolution des ratios de la rentabilité (en %)…….296

Graphique n°5.8 : Evolution des ratios de la rentabilité (en % suite)……296

Graphique n°5.9 : Evolution des ratios de la rentabilité (en %)…….299

Graphique n°5.10 : Evolution des ratios de la rentabilité (en % suite)……..300

Graphique n°5.11 : Evolution des ratios de la rentabilité (en %)……...303

Graphique n°5.12 : Evolution des ratios de la rentabilité (en % suite)……..303

# INTRODUCTION GENERALE

Au Maroc, depuis l'adoption du plan d'ajustement structurel en 1983, l'Etat a entrepris des efforts importants pour s'adapter aux mutations de l'économie mondiale. C'est ainsi que plusieurs réformes économiques, juridiques et financières ont été initiées. Il s'agit essentiellement de la libéralisation progressive du commerce extérieure, de l'adhésion à l'OMC, de l'accord d'association et de libre échange avec l'Union Européenne.

Parmi ces réformes figurent également, la nouvelle législation comptable, la création des tribunaux administratifs et commerciaux, la réforme du droit des affaires, la nouvelle loi sur les sociétés anonymes, la réforme bancaire, la modernisation du marché monétaire et du marché financier, la création d'un marché hypothécaire, la mise en œuvre d'un nouveau code des assurances et celui de la concurrence. Autres mesures ont été introduites récemment telles que la création d'une agence nationale de la promotion des petites et moyennes entreprises (PME), l'adoption d'une charte de la promotion des PME-PMI, et la mise en application d'un nouveau code de travail, la création en 2000 du troisième compartiment à la bourse des valeurs de Casablanca (BVC), notamment marché de croissance, l'adoption en 2014 du projet de loi instituant l'autorité marocaine du marché des capitaux (AMMC) qui remplace le Dahir portant loi n°1-93-212 relatif au conseil déontologique des valeurs mobilières (CDVM) et la signature, le 5 juin 2015, d'une convention de partenariat entre l'agence nationale pour la promotion de la petite et moyenne entreprise (ANPME), l'association professionnelle des sociétés de bourse (APSB) et la bourse de Casablanca . Ces réformes ont pour objectif d'allouer aux acteurs économiques et financiers un environnement moderne, libéral, transparent, et propice.

Dans ce cadre, la réforme monétaire et financière nous parait d'une grande importance. Notre travail cherche à situer l'entreprise marocaine à savoir PME dans ce nouveau contexte et essaye à étudier et à expliquer les comportements financiers des entreprises par rapport à ces nouvelles mutations. Les problèmes financiers constituent une préoccupation majeure des entreprises marocaines, aussi bien à court qu'à moyen et long terme.

Dans un contexte de raréfaction des moyens financiers et de nécessité d'allocation optimale des ressources, pour satisfaire aux impératifs d'économie, la fonction financière revêt une importance stratégique. Les entreprises marocaines manifestent plusieurs signes de dysfonctionnement au niveau de leur gestion financière à cause des facteurs endogènes et exogènes.

Dans un environnement marqué par l'ouverture de l'économie marocaine à la compétition internationale, l'amélioration des performances des entreprises aussi bien sur les plans techniques et organisationnels que sur le plan financier est inéluctable.

En effet, L'entreprise constitue le maillon essentiel du système économique. Elle rassemble des individus, des moyens matériels et immatériels autour d'une vision stratégique commune. Sa raison d'être est la production des biens ou des services destinés à être vendus sur un marché. Son rôle dans l'économie est crucial dans les processus de création de richesse et d'emploi. À chaque étape de son cycle de vie est associée des besoins de financements spécifiques. À ce niveau, deux options sont envisageables. Dans le premier cas, l'entreprise possède la totalité du capital lui permettant de financer ses projets, il s'agit alors d'un financement interne également désigné sous le terme d'autofinancement. Dans le second cas, la capacité financière de l'entreprise ne lui permet pas de réaliser seule ses projets. Elle doit, par conséquent, établir un partenariat avec un acteur extérieur afin de financer ses investissements, il s'agit alors d'un financement externe. Les principales sources de financement externe qui existent à ce jour sont le système bancaire, le marché financier et le capital investissement.

Cette thèse s'intéresse au second mode de financement externe. Les opérations du marché boursier peuvent se réaliser sous la forme de financement directe lorsque des investisseurs achètent, sans intermédiaire, des parts sociales dans des entreprises ou sous la forme de financement intermédiaire lorsqu'une société de gestion de portefeuille, désignée sous le terme de "fonds", assure la communication entre ces deux acteurs dans le cadre d'une relation de gérance déléguée. Ces transactions reposent sur un principe d'association de personnes physiques ou morales dans une démarche de partage de gains et de risques associés à un projet.

Les entreprises marocaines sont confrontées à deux grands types de problèmes. Le premier se situe au niveau du choix entre les différentes sources de financement à savoir : l'autofinancement, l'endettement et l'augmentation du capital. Le second, se situe au niveau du choix de la meilleure combinaison entre fonds propres et endettement.

Les modes de financement des entreprises marocaines ont connu une profonde évolution. A coté des instruments traditionnels permettant de procurer des crédits ou de renforcer les fonds propres des entreprises, plusieurs nouveaux instruments originaux et complexes ont fait leurs apparitions dans la plupart des pays en voie de développement. Face à cette situation, les entreprises cherchent à déterminer la meilleure stratégie de financement. L'entreprise devrait-

elle réinvestir la majeure partie de ses bénéfices ou les verser en dividendes; en cas de besoins de fonds supplémentaires, devrait-elle émettre d'autres actions ou emprunter?

Ces nouveaux modes de financement peuvent procurer aux entreprises de nouvelles sources de financement et en leur offrant un meilleur financement du fonds de roulement et une meilleure couverture des risques.

Les réformes économiques, juridiques et financières adoptées par le Maroc ont pour objectif de doter l'ensemble des acteurs économiques et financiers d'un environnement moderne, libéral, transparent, opportun et permettant une insertion dans le processus de mondialisation de l'économie.

La théorie sur le financement des entreprises indique que les entreprises font un arbitrage entre fonds propres et fonds empruntés et composent différemment leur structure financière. Les PME marocaines en général et celles cotées au marché boursier ne dérogent pas à cette règle. Les PME marocaines sont confrontées à un problème de financement depuis leur création jusqu'à leur exploitation effective. Dans cette perspective, certaines se contentent des fonds propres alors que d'autres privilégient une structure financière mixte composée à la fois des fonds empruntés et fonds propres. L'objectif de cette étude est de déterminer les principaux facteurs qui conduisent les dirigeants de PME à préférer telle ou telle autre forme de structure financière.

Dans ce cadre, le marché boursier est à même de constituer une source de financement complémentaire permettant à ces entreprises de répondre à leurs besoins financiers, de s'insérer dans un processus de développement et de modernisation et partant de faire face à la concurrence internationale de plus en plus accrue.

S'introduire en bourse est une décision stratégique dans la vie d'une entreprise. C'est la raison pour laquelle la bourse de Casablanca mène, depuis quelques années une politique de sensibilisation et d'information des chefs d'entreprises sur l'intérêt d'une cotation en bourse. Une introduction en bourse permet de trouver des fonds propres, de diversifier ses sources de financement, d'acquérir une notoriété et une crédibilité au Maroc et à l'étranger, et de rendre liquide son capital et donc son patrimoine.

Il reste à préciser que les PME de tailles relativement modestes, confrontées aux différents problèmes de financement classiques n'ont pas jusqu'à maintenant l'opportunité de bénéficier de ces atouts.

Le problème financier dans l'entreprise reste, malgré de nombreuses recherches qui lui ont été consacrées, une approche difficile et un domaine trop vaste pour être saisi sous tous ces aspects.

Ainsi, l'objet de notre recherche n'est pas de traiter tous les aspects financiers des entreprises cotées en bourse, mais de nous intéresser particulièrement au problème de financement des petites et moyennes entreprises PME par le marché financier.

L'intérêt actuellement porté à ces entreprises n'est pas très récent. Depuis les années 80, les pouvoirs publics comme les théoriciens avaient accordé la primauté aux grandes entreprises.

L'une des explications de l'intérêt particulier portée à ces entreprises est que celles-ci sont considérées comme l'un des pôles de création des emplois et l'un des instruments privilégiés du développement du tissu industriel marocain. De plus, ces entreprises de grande taille offrent un champ d'investigation beaucoup plus vaste et plus propice à la recherche de schémas théorique que la petite et moyenne entreprise.

Tout logiquement, cette introduction générale tente de répondre aux questions suivantes:

Pourquoi ce sujet ?

Quels sont les objectifs et les enjeux de la recherche ?

Quelle est la problématique centrale de la recherche ?

Quelle est la méthodologie adoptée pour atteindre l'objectif final ?

Quel est le plan de l'étude ?

## 1. Pourquoi le sujet du financement des PME marocaines par le marché boursier?

Les sources de financement dont disposent les entreprisses marocaines s'opèrent par trois canaux distincts : l'autofinancement, l'endettement et enfin le recours aux actionnaires via l'émission d'actions. Le choix entre ces moyens de financement s'effectue essentiellement en fonction du coût, des ratios à respecter et des avantages fiscaux. Cependant, et en dehors de quelques publications journalistique[1], rares sont les études qui se sont intéressées aux problèmes de financement des PME marocaines par le marché financier ou font l'objet de vérifications statistiques.

[1] M.Bokhamy "Recherche fonds propres désespérément" l'économiste, 13fév.1997.

Aujourd'hui, le sujet du financement par le marché financier des entreprises et plus précisément des PME a connu un regain d'intérêt égalant dans son intensité l'absence de recherches dont il avait fait l'objet jusqu'alors. Notre objectif est justement de pallier ce manque en apportant une contribution à la connaissance des problèmes de financement par le marché boursier des PME marocaines car, comme nous le verrons l'enjeu est de taille.

La théorie du développement nous apprend que la croissance d'une économie passe, notamment par son financement. Une entreprise ne peut se développer que dans la mesure où elle dispose des capitaux suffisants et affecte ses ressources en respectant un certain nombre de règles, faute de quoi, elle s'expose à la détérioration de ses comptes[2].

Plus précisément, les fonds collectés constituent l'élément financier d'une PME indépendante et déterminent son potentiel d'investissement et doivent couvrir les risques courus par les capitaux empruntés investis dans les PME.

Or, le manque des ressources de financement est un problème récurrent aux entreprises marocaines, qui se manifeste à tous les stades de leur développement, c'est d'ailleurs l'une des faiblesses du système de financement marocain, qui a toléré le financement bancaire sous forme d'emprunt à court terme, comme mode de financement unique et privilégie des PME.

Le passage d'une économie d'endettement à une économie du marché passe nécessairement par un redressement durable des fonds propres qu'ils soient internes ou externes. En effet, le recours au marché des capitaux marocain comporte un coût spécifique qui constitue une entrave à l'entrée pour les petits emprunteurs. En outre, le financement par ce marché est freiné par des contraintes légales et réglementaires ou par l'insuffisance des impératifs d'information permettant l'essor d'un marché liquide.

Il ressort de cet état de fait une faiblesse structurelle des fonds collectés de la plus part des entreprises marocaines en générale. Une telle épargne, dont les composantes sont l'autofinancement et les capitaux propres d'origines externes, apporte une sécurité indispensable au développement des PME et permet donc à ces dernières d'accélérer leur programme d'investissement tout en restant relativement à l'abri d'une crise de liquidité si leur rentabilité est moindre que prévu ou plus lente à se dessiner.

Cette nécessité des fonds s'explique par trois phénomènes contemporains:

- La tendance récente des entreprises marocaines à se désendetter;

[2] A.Choinel et G.Royer"Le marché financier : structure et acteurs "CFPB. Edition revue de banque, 1990.

- L'apparition de nouveaux d'organismes financiers spécialisés dans l'intervention en fonds propres (notamment les sociétés de capital risque) et;

- Enfin, la genèse de nouveaux produits financiers qualifiés de quasi-fonds propres.

Ainsi, nous nous proposons de mener une recherche qui nous permettra d'approfondir la structure ainsi que l'évolution du marché de capitaux marocain afin d'apprécier la place des fonds collectés dans la politique de financement des PME cotées et d'essayer de contribuer à expliquer leurs comportements financiers.

## 2. Enjeux théoriques et pratiques de la présente recherche

Aujourd'hui, le problème qui se pose aux entreprises marocaines est lié au choix d'une structure financière optimale qui passe par le choix du mode de financement adéquat.

D'une part, cette structure réside dans le choix d'un niveau d'endettement acceptable et une forte concentration du capital entre les mains d'actionnaires en nombre limité; d'autre part, elle doit répondre à l'objectif général des PME en tenant compte des contraintes et des avantages que peut présenter chaque source de financement. Une telle démarche pourrait contribuer à l'élaboration d'une stratégie de financement dont l'efficacité et la pertinence dépendantes d'une bonne connaissance des mécanismes qui régissent le choix d'un tel mode de financement. Cette recherche présente à la fois un intérêt théorique, empirique, méthodologique et pratique.

### 2.1. Sur le plan théorique

La revue de la littérature consacrée à la théorie moderne de la structure financière permet de mieux percevoir le rôle, les caractéristiques et les apports des fonds collectés par le marché financier dans la détermination d'une structure optimale du capital, et ce à travers une revue des différents travaux théoriques.

En effet, l'intégration des émissions d'actions dans la politique de financement des PME soulève essentiellement une question théorique qui consiste à savoir si les augmentations de capital par le marché de capitaux permettent-elles une meilleure optimisation de la structure financière de l'entreprise ?

L'analyse de la structure optimale du capital est faite dans plusieurs contextes. Elle part du principe de neutralité des décisions financières formulée par Modigliani et Miller (1958): la valeur de la firme et le coût de son capital ne sont pas affectés par le mode de financement.

Cependant, certains auteurs montrent que ces résultats ne sont valables que dans le contexte d'un marché pur et parfait. En effet, en présence des coûts de transaction, de faillite, d'agences ou de fiscalité, le résultat précédent est remis en cause. L'endettement est souvent préféré du fait de la déductibilité fiscale des intérêts.

Par ailleurs, l'intérêt des émissions d'actions est souvent justifié par les récentes théories notamment la théorie de l'agence et la théorie des signaux, qui ont permis d'apporter de nouveaux éléments de réponse aux questions que l'approche traditionnelle avait laissées en suspens.

En présence d'asymétrie informationnelle entre les différents partenaires de l'entreprise les conflits d'agence naissent. La théorie du signal confirme les interactions entre les décisions d'investissement et de financement. Elle est à l'origine de la hiérarchie des sources de financement, en commençant d'abord par l'autofinancement ensuite l'endettement enfin l'émission d'actions sur le marché financier.

### 2.2. Sur le plan empirique

Les études empiriques sur la structure financière des sociétés dans le monde sont assez nombreuses et souvent controversées, c'est la raison pour laquelle il s'est avéré difficile voire même impossible de procéder à une comparaison de nos résultats avec ceux réalisés dans d'autres pays.

Cependant, il y a eu d'études empiriques au Maroc[3], qui expliquent le recours des entreprises cotées au marché des actions. La plus part des recherches universitaires se sont intéressées à l'organisation et au diagnostic de la bourse de valeur de Casablanca.

Notre participation à cette réflexion nous amène à poser le problème au delà de ce qui existe déjà et à mettre en lumière d'autres centres d'intérêt, à savoir analyser l'effet de l'introduction en bourse sur la santé financière des PME cotées. Nous tentons donc d'apporter une contribution en ce domaine pour élaborer une étude référentielle dans notre pays.

### 2.3. Sur le plan méthodologique

Cette thèse vise donc, au plan théorique, à contribuer à l'avancement des connaissances sur la décision financière qui optimise la structure financière et la politique de dividendes, et de détecter le sens d'influence de cette décision financière sur la rentabilité financière et

[3] R.Belkahia "Les entreprises et la bourse : essai d'analyse du comportement des firmes marocaines" thèse d'Etat, Casablanca, 1994.

managériale chez les PME marocaines. La pertinence de notre recherche sur le plan pratique consiste en l'apport des éléments de réponse en rapport avec les défis organisationnels auxquels les dirigeants et entrepreneurs font face pour soutenir la performance et la création de la valeur pour les investisseurs et pour l'ensemble des partenaires stratégiques de l'entreprise marocaine.

Pour cela, la méthode adoptée dans cette recherche consistera à faire l'analyse statistique de l'impact de l'introduction en bourse sur les performances économiques des PME récemment cotées à la bourse. Cette analyse sera compléter et enrichir par une étude économétrique afin de valider notre recherche. Néanmoins, cette performance financière des PME cotées sera mesurée, non pas selon des critères à priori tel le secteur, ni selon une variable comme le taux de croissance, mais plutôt par une batterie d'indicateurs et de ratios financiers affichant une image tangible de la structure financière, du niveau de la liquidité et de la rentabilité économiques et financières de ces PME constituant notre échantillon.

### 2.4. L'intérêt pratique de la recherche

Enfin, l'intérêt pratique de ce travail découle directement des résultats de notre approche méthodologique.

Cette recherche intéressera à la fois les entreprises, les pouvoirs publics et les chercheurs universitaires:

- Pour les premiers, elle permet d'expliquer leurs comportements financiers et de les sensibiliser à utiliser les nouvelles techniques de la micro-finance afin de tirer profit des avantages de ce marché. En plus, il faut développer l'actionnariat par un effort de formation, et ce à travers l'amélioration du système enseignement actuel et de l'adapter aux réalités économiques afin d'instaurer une pédagogie et une culture boursière chez les entreprises marocaines;

- Pour les pouvoirs publics, elle vise à leur proposer quelques mesures pour dynamiser le marché par une simplification des procédures d'introduction et d'émission d'actions, et ce à travers une politique fiscale moins contraignante;

- Pour les universitaires, ce travail sera d'une part, un début de recherches sur les comportements financiers des sociétés marocaines et le financement par le marché de capitaux et d'autre part une référence aux étudiants de spécialité finance.

## 3. Problématique de la recherche

Durant ces dernières années, le thème de la performance de l'entreprise cotée en bourse a été l'objet de plusieurs discussions importantes entre les chercheurs en finance. Les études effectuées sur ce sujet se préoccupent principalement de l'explication de deux phénomènes majeurs que provoque l'événement de l'introduction en bourse. Il s'agit selon Loughran et Ritter (1995) du phénomène de la sous-évaluation des offres initiales conduisant à une surperformance à court terme de l'entreprise, et du phénomène de la sous-performance à court terme d'après Ritter (1991).Néanmoins, ces études s'intéressent surtout à l'explication de l'évolution des performances boursières après la cotation en bourse, négligeant l'effet de cet événement sur les performances économiques des PME nouvellement introduites en bourse.

Imposant une planification suffisamment considérable, L'introduction en bourse est une décision stratégique dans la vie de l'entreprise. Cette introduction est généralement sollicitée par les entreprises pour diversifier leurs sources de financement, dans le but de renforcer leur développement et leur croissance interne et externe. Toutefois, les études réalisées mettent en évidence une détérioration de la performance boursière après l'introduction en bourse. Ce constat est observé sur la plupart des places financières internationales. En effet, les études réalisées sur le marché américain par Jain et Kini (1994) et par Mikkelson, Partch et Shah (1997), montrent le déclin des performances économiques dans la période post introduction. Le même constat a été confirmé sur le marché européen (par des auteurs comme Pagani, Sentis et Serve) (Pagano, 1998 ; Sentis, 2001 ; Serve, 2004) et sur le marché asiatique (par Cai et Wei et par Kim et autres) (Cai et Wei, 1997 ; Kim et al.2002).

En revanche, rares sont les travaux qui se consacrent à l'étude de l'évolution des performances économique des entreprises marocaines et plus particulièrement les PME nouvellement introduites en bourse. Ainsi, la présente recherche vise à remédier à cette situation, en étudiant l'influence de l'introduction en bourse sur l'évolution de la performance financière des PME mesurée par certains indicateurs financiers.

Aujourd'hui tout comme dans les pays émergents, les PME malgré qu'elles constituent, selon les statistiques du Haut Commissariat au Plan (HCP), l'essentiel du tissu entrepreneurial marocain avec plus de 90 %, 20 % de la valeur ajoutée, participent à hauteur de 40 % à la production et emploient près de 50 % de la population active. Pourtant, ces PME rencontrent beaucoup de difficultés qui entravent leur développement et leur croissance, parmi lesquelles l'accès aux sources de financement surtout externe demeure primordial.

La problématique du financement de la PME au Maroc est liée à plusieurs facteurs indissociables dont notamment: l'insuffisance de l'information financière, conjuguée par une faible maitrise des pratiques financière et des sources alternatives de financement. Cette situation constitue un obstacle à la prise d'une décision financière optimale suite au manque de la transparence et la prédominance d'un fonctionnement de PME basé sur des contrats individuels de court terme, l'augmentation des créances en souffrance et l'absence d'une planification à moyen terme du marché des PME.

L'hypothèse capitale de notre recherche peut ainsi se résumer comme suit "L'événement de l'introduction en bourse entraine un effet favorable sur les indicateurs de performances financières des PME cotées à la bourse?". Pour concrétiser l'effet de la cotation en bourse sur la performance financière des PME après cet événement, nous utilisons les indicateurs de performances financières notamment les ratios de la solvabilité, de la liquidité et de la rentabilité. Cette méthode de ratios financiers va permettre de juger si cet évènement d'introduction en bourse est bénéfique pour les PME cotées ou non.

La méthodologie utilisée dans le cadre de notre analyse empirique est celle d'un système de régression linéaire multiple composé de trois modèles de régression multiple. Ce système permet de traiter conjointement les effets individuels et les effets temporels. Cette double dimension permet de rendre compte simultanément de la dynamique de comportement et de leur éventuelle hétérogénéité, ce qui n'est possible avec les séries temporelles ou les coupes transversales. Cette analyse des données résolue à l'aide d'un logiciel économétrique notamment EVIEWS.5.

Ainsi, nous développons des hypothèses à partir d'un cadre de référence constitué, essentiellement, des explications théoriques basées sur les asymétries informationnelles. Il s'agit principalement de trois hypothèses :

- La première hypothèse : l'effet favorable de la cotation en bourse sur la solvabilité des PME nouvellement introduites en bourse.

- La deuxième hypothèse : l'effet favorable de la cotation en bourse sur la liquidité des PME nouvellement introduites en bourse.

- La troisième hypothèse : l'effet favorable de la cotation en bourse sur la rentabilité des PME nouvellement introduites en bourse.

L'objet de ce travail est d'étudier l'effet de la cotation sur les indicateurs de performance financière des PME récemment introduites en bourse. Cet effet se traduit par un changement

de la structure financière des PME, de leurs sources de financement et par une modification du système de gouvernance et par conséquent, il a un impact sur la conduite stratégique du décideur. Notre objectif est d'essayer d'analyser cet impact en s'inspirant des recherches théoriques et de travaux empiriques élaborés dans ce sens. Ce qui va nous permettre de vérifier ces hypothèses par une étude statistique enrichie par une étude économétrique sur un échantillon de sept PME introduites à la bourse des valeurs mobilières de Casablanca sur la période allant de N-3 à N+6, avec N date d'introduction à la bourse qui se diffère de PME à l'autre.

## 4. Méthodologique de la recherche et les résultats attendus

Cette étude n'a pas la prétention de traiter au fond tous les aspects du financement par le marché des capitaux, mais plutôt d'apporter des éléments de réponses à l'hypothèse primordiale de notre thèse, toute en essayant d'expliquer les incidences de cet événement d'introduction en bourse sur la performance financière des PME cotées à la BVC.

Au total, l'étude envisagée nécessite une méthodologie appropriée, adaptée aux questions posées et à la nature des données utilisées. Après des recherches théoriques et des analyses des travaux empiriques, nous avons procédé à une analyse statistique de l'effet immédiat et à terme de cette cotation en bourse sur l'échantillon des PME retenu et à la fin, nous réaliserons une étude économétrique relative à cet impact sur le même échantillon qui a fait l'objet d'une analyse financière par la méthode des ratios. Il s'agit d'un panel de sept PME marocaines PME non financières cotées à la bourse de Casablanca sélectionnées étudiées sur une période de 10 ans (de N-3 à N+6) avec N indique la date d'introduction en bourse.

Le choix de ces PME dépend en fait de plusieurs éléments qualitatifs et quantitatifs. Les variables explicatives testées ont été déterminées à partir de données comptables, boursières et relatives à la structure de l'actionnariat.

Ainsi, les informations préconisées dans cette recherche proviennent essentiellement de:

- L'analyse des états financiers des PME cotées à la bourse;

- L'étude de certains documents publiés par la bourse de Casablanca et l'AMMC notamment les notes d'informations sur les PME cotées.

## 5. Plan de la recherche

A partir de la problématique, notre travail s'organise en deux parties. La première partie présente les fondements théoriques de notre recherche relative au financement des PME. La

deuxième partie portera sur les soubassements empiriques du financement des PME et plus précisément sur l'analyse pratique de l'impact de l'introduction en bourse sur les performances économiques des PME marocaines cotées. Ainsi, le plan de notre étude s'articule comme suit :

PREMIERE PARTIE : FONDEMENTS THEORIQUES DU FINANCEMENT DES PME : QUELLE PLACE AU MARCHE BOURSIER ?

Chapitre 1 : Définition et financement des PME au Maroc.
Chapitre 2 : Sources de financement et introduction en bourse.
Chapitre 3 : Cadre théorique du financement des PME: vers l'option du financement boursier.

DEUXIEME PARTIE : SOUBASSEMENTS EMPIRIQUES DU FINANCEMENT DES PME : QUELS EFFETS DU MARCHE BOURSIER ?

Chapitre 4 : Approches théoriques de la performance financière des PME cotées en bourse.
Chapitre 5 : Analyse financière comparative des PME marocaines cotées en bourse.
Chapitre 6 : Analyse empirique de l'impact de l'introduction en bourse sur la performance financière des PME marocaines.

# PREMIERE PARTIE

# FONDEMENTS THEORIQUES DU FINANCEMENT DES PME : QUELLE PLACE AU MARCHE BOURSIER ?

# INTRODUCTION DE LA PREMIERE PARTIE

Mondialement, les petites et moyennes entreprises (PME) ont fait l'objet d'une attention particulière en raison de leur rôle économique et social; elles sont considérées comme l'outil le plus efficace pour mobiliser la volonté et les capacités créatrices humaines.

Pour favoriser son développement, les pouvoirs publics se sont intéressés à lui assurer un environnement macro-économique, juridique, fiscal et financier adéquat à travers tout un arsenal de réformes. En témoigne, notamment, le renforcement du dispositif financier national par la modernisation du marché financier, l'incitation et la sensibilisation du secteur bancaire pour améliorer sa position vis-à-vis de cette catégorie d'entreprises.

Ceci et d'autant vrai dans la mesure où la croissance et le développement de ces entreprises demeurent tributaires du coût et de la disponibilité des fonds nécessaires pour répondre à leurs besoins spécifiques de financement. Contrairement aux grandes entreprises où existe une simultanéité temporelle entre les décisions de financement et d'investissement, les PME se soucient en premier lieu de leur indépendance financière et renoncent à certains projets dès le moment où elles estiment que ces projets entraînent un endettement massif pouvant affecter leur structure financière.

En partant de ce constat, dans quelle mesure, l'introduction en bourse des PME marocaines a permis d'atténuer leur vulnérabilité en matière d'accès aux sources externes de financement notamment bancaires?

Cette question s'inscrit dans une logique selon laquelle les PME cotées en bourse transparentes sont connues de l'ensemble des partenaires n'éprouvent pas souvent des difficultés de financement externe.

Avant de trouver les éléments de réponse à cette interrogation, il convient dans un premier temps de mettre en évidence le concept et la problématique du financement des PME. C'est l'objet du premier chapitre.

Dans le deuxième chapitre, nous nous tenterons d'analyser les raisons du choix de la source de financement prise isolement; et nous essayerons de dégager d'une part, les principales variables qui peuvent expliquer pourquoi certaines sources de financement sont avantageuses par rapport à d'autres dans le financement global des PME et d'autre part, la structure financière optimale des entreprises. En fin, nous aborderons les coûts, les avantages et les contraintes de l'introduction en bourse des PME.

Le troisième chapitre de cette première partie sera consacré au cadre théorique relatif au financement des PME à travers la théorie néoclassique, la théorie de l'agence et les fondements théories des décisions de financement des PME.

# CHAPITRE 1: DEFINITION ET FINANCEMENT DES PME AU MAROC

## Introduction

II est évident que la bonne santé d'une économie dépend non seulement des performances des grandes entreprises, mais surtout et de plus en plus de la dynamique des PME qui représentent une part importante du tissu productif. Dans l'ensemble des pays développés, les PME représentent entre 96% et 99% des entreprises industrielles. Les nouvelles créations confirment ces statistiques puisque ces structures en représentent une part prépondérante. Aux Etats-Unis d'Amérique 90% des nouvelles créations des années quatre-vingt-dix ont été des PME. Au Maroc, ces entreprises constituent 95% du tissu productif[4].

Aussi bien dans les pays développés que ceux en voie de développement les PME jouent un rôle important dans le renforcement des performances économiques. Et bien que l'importance de cette catégorie d'entreprises tant au niveau social qu'au niveau économique soit indéniable, et vu l'importance qu'elles occupent dans les économies, ce type d'entreprises ne recevait pas toute l'attention qu'elle mériterait de la part des chercheurs. La plupart des études et recherches économiques mettent l'accent sur l'importance des PME en tant que facteur de croissance économique important.

Les PME sont également essentielles au développement des territoires du fait qu'elles y jouent un rôle très important dans la dynamique économique, et elles sont de véritables facteurs de promotion de l'emploi et de partage des richesses.

Ainsi, nous présenterons successivement dans ce chapitre les éléments de définition des PME et leur place dans les économies, l'investissement et le financement des PME.

## Section 1 : Définition des PME et leur place dans les économies

Avant d'exposer la place de la PME qu'elle occupe dans l'économie marocaine et occidentale, il nous paraît opportun de faire un survol très rapide des définitions adoptées, non seulement pour essayer de faire un parallèle entre la PME au Maroc et à l'étranger, mais aussi

[4] Les PME Marocaines face au défi de la mise à niveau : Ambassade de France au Maroc-Mission Economique de Rabat - 18/08/2004.

pour démontrer que derrière toute définition se cachent en fait des réalités et des stratégies très différentes.

Ainsi, nous essayons de voir dans un premier temps la problématique de la définition des PME, et dans un deuxième temps, la place des PME dans les économies.

## §1. La difficulté de définition des PME

Dans ce paragraphe, nous tenterons d'exposer certaines tentatives de définition de la notion des PME, d'aborder les différentes définitions appliquées au sein des pays industrialisés et d'énoncer par la suite la définition marocaine des PME.

### I. La PME notion difficile à cerner

L'identification de la PME pose problème et s'avère être un exercice un peu délicat à résoudre. Ce terme a donné lieu à de nombreux essais de définitions, de même qu'il a fait l'objet de plusieurs révisions, mais il n'en demeure pas moins qu'il reste toujours délicat de cerner la notion de la PME.

Dans l'usage courant, il n'est pas fait de distinction entre PME et PMI. Or, la PME renferme une notion globale qui intègre la PMI. Celle-ci constitue un ensemble homogène déterminé sur la base des données techniques particulières, spécifiquement industrielles.

Sous l'apparence d'homogénéité qui laisserait supposer sa définition "la PME recouvre des entités aux composantes très diversifiées qu'il est ardu d'insérer dans un cadre délimité et homogène sur la base de critères uniformes"[5].

### II. Les tentatives de définition des PME

La question de la définition de la PME ne date pas d'aujourd'hui. En effet, elle a connu plusieurs versions au cours des 40 dernières années du siècle dernier. De nombreux travaux ont été entrepris pour préciser ce que recouvre la notion de PME. L'une des études les plus connues dans ce domaine, a été réalisée dans le rapport Bolton[6]. Edité dans les années 70, ce travail avait pour objectif de trouver une explication derrière la diminution du nombre des PME en Grande Bretagne. Selon ce rapport, trois critères essentiels pourraient être utilisés pour déterminer une PME:

[5] Bouchta El fadel "le patrimoine immobilier professionnel d'une PME : Choix juridiques et contraintes fiscales" mémoire pour obtenir du diplôme national d'expert comptable à l'ISCAE 2005 p.18.

[6] J.E.Bolton, Report of the Committee of inquiry on small firms, Cmmd. 4811, Londres, HMSO, 1971 cité dans l'étude de Pascal FEBER intitulée "La motivation du dirigeant de PME: un processus à gérer pour soi-même et l'organisation"-IAE de Lille-2002.

Le premier est relatif selon le rapport à la direction personnalisée par les propriétaires de l'entreprise disposant d'un organigramme souvent plat qui manque de hiérarchie et de structure formalisée. Cela suppose que l'ensemble des décisions qui établissent la gestion de l'entreprise sont prises par les propriétaires et qu'il y rarement une délégation des pouvoirs.

Le deuxième critère selon le rapport, la PME a une part de marché restreinte et n'est pas suffisante pour influencer les prix. Cela admet que toute entreprise occupant une position dominante sur une niche n'est pas considérée comme PME.

Le dernier critère est lié à l'indépendance de la PME. En effet, selon le rapport, pour qu'une entreprise soit considérée comme PME, elle ne doit appartenir à aucun groupe plus important même si sa taille est très réduite.

En outre, cette analyse a été plus tard enrichie par plusieurs approches qui essayaient de trouver les caractéristiques essentielles qui pourraient différencier les PME. Il en ressort que deux familles approches[7] qui sont utilisées pour décrire les PME à savoir les approches quantitatives et qualitatives.

Les approches quantitatives utilisent des critères permettant de cerner plus rapidement et facilement la notion de PME, dans le but de lui appliquer des dispositions législatives spécifiques notamment dans le cadre d'une politique industrielle ou fiscale. Les critères quantitatifs généralement retenus pour délimiter ou étendre le champ d'application d'une loi sont au nombre de trois, à savoir, le chiffre d'affaires, le total du bilan et l'effectif. Les approches quantitatives convergent pour souligner la personnalisation de la gestion de la PME.

Cependant, il est apparent que cette méthodologie d'analyse ne permet pas d'avoir une définition unifiée et homogène des PME principalement à cause de la diversité économique et financière des entreprises entre les pays et entre les différents secteurs d'activités. De plus, cette typologie de critères ne touche qu'aux éléments les plus apparents de l'entreprise, ce qui rend son utilisation, d'une manière standard par tous les pays, une tâche impossible voire même erronée, et les comparaisons internationales entre PME seront très difficiles à établir.

Les approches qualitatives font ainsi émerger de multiples typologies de PME selon le type de propriété; le type d'objectifs de la direction et la stratégie suivie; l'organisation ; les secteurs et opportunités de marché; la situation financière… etc.

[7] Azouzi.Bouzid, "PME et stratégie du développement au Maroc",2ème édition. Ed.1997.p.21.

Pour l'OCDE "une PME est en général une entreprise indépendante non filialisée qui emploie un effectif limité à un certain plafond qui varie selon le pays".

Au Maroc, l'article premier de la loi N°53-00 formant la charte de la PME, définit celle-ci comme "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"[8].

Ce seuil peut être dépassé si l'entreprise est détenue par des fonds collectifs d'investissement; des sociétés d'investissement en capital; des organismes de capital risque ou par des organismes financiers dûment habilités à faire appel à l'épargne publique en vue d'effectuer des placements financiers.

A condition que ceux-ci n'exercent, à titre individuel ou conjointement, aucun contrôle sur l'entreprise. En outre, les PME doivent répondre aux conditions suivantes :Pour les entreprises existantes, avoir un effectif permanent ne dépassant pas deux cents personnes et avoir réalisé, au cours des deux derniers exercices, soit un chiffre d'affaires annuel n'excédant pas soixante quinze millions de dirhams; soit un total de bilan annuel n'excédant pas cinquante millions de dirhams.

Lorsqu'il s'agit d'une PME qui détient directement ou indirectement plus de 25% du capital ou des droits de vote dans une ou plusieurs entreprises, il fait addition des effectifs et des chiffres d'affaires annuels hors taxes ou des totaux des bilans annuels de ladite PME et des autres entreprises précitées, sans toutefois que le total de chacun de ces critères dépasse les seuils fixés ci-dessus.

Pour les entreprises nouvellement créées, engager un programme d'investissement initial global n'excédant pas vingt-cinq millions de dirhams et respecter un ratio d'investissement par emploi de moins de deux cent cinquante mille dirhams. On entend par entreprise nouvellement créée, toute entreprise ayant moins de deux années d'existence"[9].

En définitive, on pourra dire que la multiplicité des définitions reflète la diversité des objectifs assignés aux PME par les gouvernements et par les pouvoirs publics, compte tenu de leurs spécificités économiques, financières et sociales.

[8] OCDE, "Perspectives de l'OCDE sur les PME et entreprenariat" , Edition OCDE, 2005, cité par Picard C., "Poids et dynamique des PME : encore beaucoup d'incertitudes" , Le financement des PME en France, horizon bancaires, n°331, Décembre 2006, p.17.

[9] Dahir n°1-02-188 du 12 Joumada I 1423 (23 juillet 2002) B.O du 15/09/2002, Loi N°53-00 formant charte de la PME.

## III. Différentes Définitions de la PME dans les pays industrialisés

Avant d'aborder le problème de la définition de la PME au Maroc, il parait opportun de faire un survol sur les différentes définitions adoptées ailleurs, et cela, non pas pour faire une comparaison ce qui serait une aberration, mais pour démontrer que derrière toute définition se cache des réalités et des stratégies très différentes.

### A. Aux seins de l'Union Européenne (UE)

En 2003, et pour résoudre le problème de la diversité des définitions données par les différents pays européens aux PME, la Commission Européenne est intervenue pour unifier cette définition. Ainsi, la Commission Européenne a jugé comme PME toute entreprise ayant[10] un effectif de moins de 250 personnes; un chiffre d'affaires annuel n'excédant pas 50 Millions d'euros ou un total bilan n'excédant pas 43 millions d'euros et l'entreprise ne doit pas être contrôlée à plus de 25% par une autre entreprise.

En effet, selon la Commission Européenne le critère de l'effectif reste l'un des plus significatifs et le considère comme principal. Toutefois, les critères financiers ont été introduits dans le but d'appréhender la performance de l'entreprise et sa situation par rapport à la concurrence. Cependant, le chiffre d'affaires ne pourrait pas être retenu comme le seul critère financier déterminant de la PME, car il pourrait varier largement selon la nature du secteur d'activité. C'est la raison pour laquelle la Commission Européenne a combiné ce critère avec celui du total bilan qui reflète l'ensemble de la richesse de l'entreprise.

Le tableau ci-dessous retrace les seuils quantitatifs fixés par la Commission Européenne pour définir les PME:

**Tableau n°1.1 : Les seuils quantitatifs de définition de la PME au sein de l'UE**

| Type d'Entreprise | Effectif | Chiffres d'Affaires | Total du Bilan |
|---|---|---|---|
| Moyenne Entreprise | < 250 UTA | < 50 Millions Euro | < 43 Millions Euro |
| Petite Entreprise | < 50 UTA | < 10 Millions Euro | < 10 Millions Euro |
| Micro Entreprise | < 10 UTA | < 2 Millions Euro | < 2 Millions Euro |

Source : Communication de la commission européenne 2003.
UTA : Unité de travail par année.

[10] Voir la recommandation de la commission du 6 mai 2003 concernant la définition des micros, petites et moyenne entreprises (2003/361/CE).

**B. Aux seins des Etats Unis d'Amériques (USA)**

Les Etats-Unis d'Amérique retiennent plusieurs critères à savoir l'emploi, la taille et le chiffre d'affaires. Les PME représentent plus de 99,5% des entreprises qui exportent directement les marchandises à l'étranger et contribuent pour une bonne part non seulement à la croissance économique mais aussi à la création d'emploi (53% d'emploi sont crée par les PME).

Contrairement aux Etats européens, la définition donnée aux PME aux Etats-Unis diffère selon le secteur d'activité. En effet, la PME est définie selon deux critères complémentaires[11].

En effet, l'entreprise ne doit pas être contrôlée par une autre société plus importante même si sa taille est très petite, tant pour la détention du capital que pour la gestion. De même, la PME dispose d'une part de marché relativement réduite.

Les autres critères purement qualitatifs varient selon les secteurs d'activité. Selon le Small Business Act (SRA), 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.

**C. Aux seins du Canada**

Au Canada la confédération générale des PME distingue deux catégories[12]. La première catégorie regroupe les petites entreprises dont l'effectif des salariés est fixé entre 5 et 50 employés. La deuxième catégorie rassemble les moyennes entreprises dont leur définition reste variable selon les provinces et le secteur d'activité, avec un plafond fixé à 500 employés.

Pour toutes les entreprises considérées comme PME, le total des actifs ne doit pas excéder 25 millions de dollars canadiens et, à l'instar de l'Union Européenne, elles ne doivent pas être détenues de plus de 25% par une entreprise de taille supérieure.

**IV. La définition marocaine de la PME**

Au Maroc, de concertation avec le Ministère du commerce et d'industrie, l'Agence Nationale pour la Promotion des PME (ANPME) et la Confédération Générale des Entreprises du Maroc (CGEM), le Ministère des Finances a préparé un projet de nouvelle définition de la

[11] http://www.sba.gov/abot-sba-services/the-sba-wabsite.
[12] http://www.pme-prf.gc.ca/eic/site/sme_fdi-prf_pme.nsf/fra/h

PME[13] qui tend à unifier les critères de définition de cette catégorie d'entreprises, à l'instar de ce qui existe ailleurs.

Enclenché depuis 2010, ce projet de nouvelle définition de la PME est en cours de validation par le Ministère des Finances, le Ministère de l'Industrie et du Commerce, l'Agence nationale pour la promotion des PME (ANPME) et la Confédération Générale des Entreprises du Maroc (CGEM) ont donc examiné en 2011 cette nouvelle définition de la PME. La version finale de la nouvelle définition de la PME tient compte du seul critère du chiffre d'affaires et fait abstraction du nombre de ses employés.

La version finale de ce projet tient compte du seul critère du chiffre d'affaires pour définir la PME et fait abstraction du nombre des employés, le document final définit trois types d'entreprises:

- La très petite entreprise (moins de 3 millions de DH);

- La petite entreprise (entre 3 et 10 millions de DH);et

- La moyenne entreprise (entre10 et 175 millions de DH).

Toutefois, La CGEM avait proposé une fourchette entre 175 et 200 millions de DH pour se rapprocher des standards des banques.

L'objectif de la définition de la PME est double d'une part, cette définition permet de définir les types d'entreprises concernées par les plans de soutiens gouvernementaux (Imtiaz, Moussanada et autres fonds d'appui et de financement des PME) ; et d'autre part, d'améliorer et d'harmoniser les études statistiques relatives aux PME.

Par ailleurs, le président de la commission PME/CGEM[14] qui a opté pour une définition simplifiée et modulable, en tenant compte uniquement du chiffre d'affaires. L'intégration du critère du nombre d'emplois (moins de 200 salariés) n'est pas objective. En effet, selon lui, une entreprise peut employer, par exemple 300 employés et rester une PME. Le nombre de salariés ne fait pas forcément d'une société une grande entreprise.

L'objectif était double, il s'agit notamment de disposer d'abord d'une définition unifiée qui reflète la taille que les entreprises doivent avoir pour affronter le phénomène de la globalisation et ensuite, de contribuer à la cohérence du fonctionnement du dispositif d'appui aux PME.

[13] L'Economiste "PME : la Nouvelle définition en cours de validation", publié le 03/02/2011.
[14] La Vie-éco, Economie et Gestion, Nouvelle définition de la PME au Maroc, publié le 10/02/2011.

En d'autres termes, l'adoption du chiffre d'affaires, comme étant le seul critère de définition de la PME permet d'une part, l'identification des entreprises susceptibles de bénéficier des plans de soutien du gouvernement, et d'autre part, d'effectuer des études statistiques relatives aux PME permettant d'abord, une projection plus objective sur le long terme, et ensuite, une détermination des secteurs devant bénéficiés des programmes de soutien en cas de conjoncture défavorable.

L'objectif de donner une définition aux PME est de faire bénéficier cette famille d'entreprises à des avantages fiscaux, des subventions, des taux d'intérêts relativement bas...etc.

Au Maroc, le concept de la PME a évolué au fil des années donnant naissance à une pléthore de définitions en l'occurrence:

**A. La version légale de la PME**

Jusqu'en juillet 2002, il n'existait pas de définition "officielle" de la PME au Maroc. Deux approches prédominaient la première, qui a été largement répandue, consistait à considérer comme PME toute entreprise dont le chiffre d'affaires était 75 millions DH et la seconde, qui a été proposée en septembre 2001 par les auteurs du document "Vision de l'avenir du Maroc : quelle vision pour les PME/PMI ?" rédigé à l'occasion du projet " Maroc vision 2020" et à partir de la stratification d'un échantillon composé de prés de 10 000 entreprises, ceux-ci proposaient de définir les PME/PMI marocaines sur la base des trois critères suivants: un total d'effectifs inférieur à 200 personnes; un chiffre d'affaire inférieur à 50 millions DH et un total bilan inférieur à 30 millions DH.

Pourtant, depuis la loi 53-00 formant "Charte de la PME" du 23 juillet 2002, cette catégorie d'entreprise a une définition "officielle". En effet, l'article premier de cette loi stipule que :"la PME est une entreprise gérée et ou administrée directement par les personnes physiques qui sont les propriétaires, copropriétaires ou entreprise, ou conjointement par plusieurs entreprises, ne correspondant pas à la définition de la PME"[15]

Toutefois, ce seuil peut être dépassé lorsque l'entreprise est détenue par des fonds collectifs d'investissements, des sociétés d'investissement en capital, des organisations de capital-risque, des organismes financiers habilités à faire appel à l'épargne publique à condition que ceux-ci n'exercent, à titre individuel ou conjointement, aucun contrôle sur l'entreprise.

[15] Article 1 de la loi N° 53-00 formant la Charte de la PME, Dahir N° 1-02-188 du 12 joumada 1423 du 23 juillet 2002.

Par ailleurs, les PME doivent répondre aux deux conditions suivantes ; la première consiste à avoir un effectif permanent ne dépassant pas 200 personnes et la deuxième condition est de réaliser, au cours des deux derniers exercices, soit un chiffre d'affaires hors taxe inférieur de 75 millions de DH, soit avoir réalisé un total bilan inférieur à 50 millions de DH.

Lorsque la PME détient directement ou indirectement plus de 25% du capital ou des droits de vote dans une ou plusieurs entreprises, il est fait addition des effectifs permanents et des chiffres d'affaires hors taxe ou des totaux des bilans annuels de ladite PME et des autres entreprises précitées.

**B. La définition de Bank Al-Maghreb**

Dans le cadre de la mise en place des approches avancées "Bale II" au titre du risque de crédit, les seuils de segmentations ont été rectifiés et une nouvelle définition a été dégagée. Cette dernière a retenu deux critères décisifs à savoir le chiffre d'affaires annuel et le montant des crédits bancaires octroyés aux PME.

En effet, le circulaire n°8/G/2010 relative aux exigences en fonds propres pour la couverture des risques de crédit, de marché et opérationnels, a établi les critères de segmentation prudentiels que les établissements de crédit doivent appliquer pour les besoins de détermination des exigences en fonds propres au titre de crédit. Il s'agit particulièrement des critères suivants:

La Grande Entreprise : le chiffre d'affaires hors taxes ou celui du groupe d'intérêt auquel elle appartient, est supérieur à 175 millions de DH.

La Petite et Moyenne Entreprise : y compris les entrepreneurs individuels est celle qui répond à l'une des deux conditions suivantes:

- Le chiffre d'affaires hors taxes ou celui du groupe d'intérêt auquel elle appartient, est supérieur à 10 millions de DH et inférieur ou égal à 175 millions de DH;

- Le chiffre d'affaires hors taxes est inférieur à 10 millions de DH et le montant global des créances que détient l'établissement de crédit à son égard ou du groupe d'intérêt auquel elle appartient, est supérieur à 2 millions de DH.

La Très Petite Entreprise : le chiffre d'affaires hors taxes ou celui du groupe d'intérêt auquel elle appartient, est inférieur à 10 millions de DH et le montant global des créances détenues à son égard est inférieur à 2 millions de DH.

La procédure simplifiée accélérée de 1972 qui stipule concernant l'octroi des crédits : un total actif après investissement de deux millions de dirhams (2 000 000DH) révisé à cinq millions de dirhams (5 000 000DH) et un chiffre d'affaires de trois millions de dirhams (3 000 000DH) augmenté à 7,5 millions de dirhams; le code des investissements industriels de 1983 limitait l'octroi des avantages fiscaux aux seules PMI, définies comme "toute entreprise dont le programme d'investissement comporte des équipements de production pour une valeur minimale de 100 000DH et maximale de 5 millions de DH et dont le coût d'investissement par emploi stable est inférieur à 70 000 DH".

Il faut souligner que cette définition ne tient pas compte du nombre des emplois créés puisqu'elle insiste sur le coût par emploi. Au cours de la même période, la Banque Mondiale, qui octroyait des crédits au Maroc pour la promotion de la PMI (petite et moyenne industrie), avait aussi retenu comme critère 5 millions de dirhams d'actif net.

La définition de Bank Al Maghreb de 1987 qui relève le total bilan à quinze millions de dirhams (15 000 000 DH) et le programme d'investissement à sept millions de dirhams (7 000 000 DH) pour que la PME soit éligible à son concours financier. Depuis 1988, la Banque Mondiale avait porté ce montant à 8 millions de dirhams, actualisables tous les six mois.

Le Fonds de Garantie de la Mise à Niveau (FOGAM), géré par la Caisse Centrale de Garantie (CCG) pour le compte de l'Etat, est destiné d’une part à garantir les crédits octroyés par les banques pour les projets de mise à niveau et d’autre part à faciliter l'accès des entreprises aux crédits bancaires, à des conditions avantageuses, afin de permettre le financement des programmes de mise à niveau pour les entreprises remplissant les conditions suivantes à savoir:

- Avoir un total bilan (avant investissement) n'excédant pas 50 millions de dirhams (50 000 000 DH);

- Avoir un programme de mise à niveau dans la limite de 25 millions de dirhams (25 000 000 DH);

- Avoir un chiffre d'affaires ne dépassant pas 75 millions de dirhams (75 000 000 DH);

- Etre potentiellement viable et présenter un programme de mise à niveau ayant pour objet l'amélioration des facteurs de compétitivité.

Et tout récemment, la définition, plus élaborée, proposée par la sous-commission PME/PMI à l'origine du Plan de Développement Economique et Social (P.D.E.S) de 2000-2004. Une définition qui tenait compte de plusieurs critères tels que:

- Moins de 200 employés permanents;

- Moins de 50 millions DH de chiffre d'affaires;

- Total du bilan annuel inferieur à 40 millions DH;

- Coût de l'investissement de l'ordre de 75000DH par emploi;

- Aucune participation d'un groupe dans le capital de la PME.

Par ailleurs, d'autres institutions avaient mis en place leurs propres définitions. Ainsi, pour les banques, les PME sont les entreprises qui réalisent un chiffre d'affaires tournant autour de 200 millions de DH.

Pour le département du commerce extérieur et la société marocaine d'assurance à l'exportation (SMAEX), les PME sont les sociétés dont le chiffre d'affaires à l'export dépasse les 10 millions de DH.

Outre les critères quantitatifs cités ci-dessus, d'autres critères, dits qualitatifs, furent adoptés mettant en avant certaines caractéristiques en vue de différencier et d'identifier davantage les PME des autres entreprises de grande taille. Au regard de ces critères, la PME est l'entreprise ayant les caractéristiques suivantes:

- Rôle omniprésent du dirigeant à la fois propriétaire et gestionnaire;

- Manque de spécialisation pour le personnel de direction;

- Une part de marché restreinte;

- L'indépendance vis-à-vis d'un groupe;

- L'inaccessibilité aux marchés financier et bancaire.

La combinaison entre ces deux familles de critères (quantitatifs et qualitatifs) a donné naissance, en 2002, lors de la promulgation de la loi 53-00 formant charte de la PME à une définition légale de la PME dans son article premier : "on entend par PME, toute entreprise gérée et/ou administrée directement par les personnes physiques qui en sont les propriétaires ou actionnaires, et qui n'est pas détenue à plus de 25% du capitale ou des droits de vote par une entreprise ou conjointement par plusieurs entreprises ne correspondant pas à la définition de la PME .

Ce seuil peut être dépassé si l'entreprise est détenue par des fonds collectifs d'investissement; des sociétés d'investissement en capital ou par des organes de capital risque.

Des organismes financiers dûment habilités à faire appel à l'épargne publique en vue d'effectuer des placements financiers, à condition que ceux-ci n'exercent, à titre individuel ou conjointement, aucun contrôle sur l'entreprise. En outre, les PME doivent répondre aux conditions suivantes:

- Pour les entreprises existantes, avoir un effectif permanent ne dépassant 200 personnes et avoir réalisé, au cours de deux derniers exercices, soit un chiffre d'affaires annuel hors taxe n'excédant pas 75 millions de dirhams, soit un total de billon annuel n'excédant pas 50 millions de dirhams; lorsqu'il s'agit d'une PME, qui détient directement ou indirectement plus de 25% du capital ou des droits de vote dans une ou plusieurs entreprises, il est fait addition des effectifs permanents et des chiffres d'affaires annuels hors taxe ou des totaux des bilans annuels de la dite PME et des autres entreprises précitées, sont toutefois que le total de chacun de ces critères dépasse les seuils fixés ci-dessus;

- Pour les entreprises nouvellement créées, engager un programme d'investissement initial global n'excédant pas 25 millions de dirhams et respecter un ratio d'investissement par emploi de moins de 250 milles dirhams.

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

A l'heure actuelle, la définition de la PME continue de susciter l'intérêt des chercheurs en la matière. En effet, une autre définition proposée conjointement par les ministères de l'industrie et du commerce, de l'économie et des finances, de l'agence nationale pour la promotion des PME (ANPME) et de la confédération générale des entreprises du Maroc (CGEM), ne retenant comme critère de différenciation que le chiffre d'affaire, est déjà prête et n'attend que la validation du ministère de l'économie et des finances.

En somme, on peut déduire que le concept de la PME est un concept évolutif et fonction de la période et de l'espace dans lesquels évolue la PME. En d'autres termes, la définition d'une PME n'a de sens qu'au regard des éléments suivants : le secteur de l'entreprise en question ; l'économie dans laquelle elle évolue, le marché dans lequel elle débouche et la période dans laquelle elle est utilisée.

Toutefois, cette définition de la PME au Maroc a évolué en fonction des dispositions contenues dans les différents textes de loi dont en vue d'aider à la promotion et au

développement de cette catégorie d'entreprises en raison de sa taille réduite et sa fragilité relative. Ainsi on repère sur le tableau[16] ci-dessous les différentes approches de définition de la PME au Maroc:

| Source de définition | Définition de la PME |
|---|---|
| Code des investissements industriels limitait l'octroi des avantages fiscaux aux seules PMI | Toute entreprise dont :<br>Le programme d'investissement compte des équipements de production pour une valeur minimale de 100000 dirhams et maximale de 5 millions de dirhams et dont le coût d'investissement par emploi stable est inférieur à 70000 dirhams. |
| La banque mondiale, dans le cadre des crédits donnés au Maroc pour la promotion de la PMI | Toute entreprise ayant :<br>5 millions de dirhams d'actif net, depuis 1988, la Banque Mondiale avait porté ce montant à 8 millions de dirhams, actualisables tous les six mois. |
| Le ministère de l'industrie, du commerce et de l'artisanat | Sont considérées comme PMI celles qui emploient moins de 200 salariés. |
| Le ministère de l'industrie, du commerce et de l'artisanat | Toute entreprise ayant :<br>- Total d'investissement 5 millions de dirhams lors de création;<br>- Coût de l'investissement de l'ordre de 70000 dirhams par emploi. |
| La sous-commission en charge de la PME Plan de développement économique et social 2000-2004 | Les critères retenus par la commission pour identifier la PME sont :<br>- Moins de 200 personnes comme effectif employé;<br>- un chiffre d'affaires inférieur à:<br>5 millions de dirhams en phase création;<br>20 millions de dirhams pour la phase de croissance;<br>50 millions de dirhams pour la phase de maturité. |
| Projet Maroc-vision2020 Document "Vision de l'avenir du Maroc-Quelle vision pour les PME/PMI" septembre 2001 | Toute entreprise ayant:<br>- Total effectifs : <200 personnes;<br>- Chiffre d'affaires : <50 millions de dirhams;<br>- Total bilan : <30 millions de dirhams. |
| La fédération des PME-PMI (Affiliée à la CGEM) | - Moins de 200 employés permanents;<br>- Moins de 50 millions de dirhams de chiffre d'affaires;<br>- Total du bilan annuel inférieur à 40 millions de dirhams;<br>- Coût de l'investissement de l'ordre de 75 000 dirhams par emploi;<br>- Aucune participation d'un groupe dans le capital de la PME. |

[16] Abdellah Ait elhaj," Les dispositifs de financement des PME au Maroc", mémoire 2010.p.10.

| | |
|---|---|
| La charte de la PME juillet 2002 | 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<br>En outre, les PME doivent répondre aux conditions suivantes :<br>a) pour les entreprises existantes :<br>-avoir un effectif permanent ne dépassant pas 200 personnes;<br>-avoir réalisé, au cours des deux derniers exercices, soit un chiffre d'affaires annuel hors taxe n'excédant pas 75 millions de dirhams;<br>-avoir un total de bilan annuel n'excédant pas 50 millions de dirhams;<br>b) pour les entreprises nouvellement créées :Cette même charte propose également des critères spécifiques aux entreprises nouvellement créées (c'est-à-dire celles qui ont moins de deux années d'existence) : sont considérées comme PME les entreprises ayant engagé un programme d'investissement initial inférieur à 25 millions de dirhams et respectant un ratio d'investissement par emploi inférieur à 250000 dirhams. |
| La commission mixte, composée de représentants de Bank Al-Maghreb et du GPBM chargée d'élaborer les nouveaux systèmes de rating bancaire dans le cadre de l'alignement des banques marocaines sur les nouveaux standards des accords de Bâle II(2004) | a) PME :<br>-Effectifs permanents : moins de 250 salariés;<br>-Chiffre d'affaires : moins de 75 millions de dirhams;<br>-Total bilan : 90 millions de dirhams.<br>b) Micro entreprises :<br>- Effectifs permanents : moins de 10 salariés;<br>-Chiffre d'affaires : 10 millions de dirhams;<br>-Total bilan : 15 millions de dirhams. |

Source : Abdellah Ait elhaj," Les dispositifs de financement des PME au Maroc", mémoire 2010.p.10

On peut déduire l'absence d'une définition unifiée et d'une stratégie adaptée à la PME, inexistence d'une instance gouvernementale de coordination et de suivi de la PME, et la visibilité sur le comportement de la PME au Maroc demeure très limitée en raison de la faiblesse du dispositif statistique actuel ; le manque d'information et de bases de données actualisées sur la PME marocaine.

## §2. La place des PME dans les économies industrialisées

Pour pouvoir apprécier à juste valeur le rôle économique et social de la PME au Maroc, il nous a semblé important de la comparer à la PME étrangère en termes de proportions dans l'ensemble des entreprises, de contribution à la croissance économique, et à la création de l'emploi. Nous avons choisi les PME occidentales comme références pour les raisons suivantes:

- Les PME au sein de l'UE représentent 99,8 % des entreprises européennes presque dans les mêmes proportions qu'aux PME marocaines;

- La disponibilité des données statistiques dans ces économies;

- Ces PME occidentales sont souvent prises pour des modèles de performance.

## I. Au sein de l'Union Européenne (UE)

Les PME constituent non seulement la vaste majorité des entreprises de l'Union Européenne (UE), mais également le premier moteur européen de création d'emplois.

Les PME dans l'Union Européenne constituent une importance particulaire et leur nombre s'élève en 2008 à environ 20.7 millions dont 92% sont des TPE (Très Petites Entreprises) employant moins de 10 salariés, soit environ 99,8% des entreprises européennes qui fournissent 65 millions d'emplois.

En effet, les PME engendrent plus de deux tiers (2/3) des emplois au sein de l'Union Européenne soit 67,4% dont les TPE représentent 20,7%, les petites entreprises 29,7% et les moyennes entreprises 17%. En général, les PME ont contribué à plus de la moitié du chiffre d'affaires du secteur privé européen[17].

Totalement, les PME au sein de l'UE génèrent environ de 66% des emplois, ce pourcentage pourrait augmenter grâce aux concurrences auxquelles font face ces PME européennes en matière de mondialisation, l'e-commerce et l'usage d'internet par les entrepreneurs. Durant la dernière décennie, ces PME étaient les sources principales de création d'emplois.

Constituant le fondement de l'économie britannique, les PME contribuent à plus de la moitié du chiffre d'affaires global tous les secteurs confondus. Ainsi, ces entreprises avec moins de 50 salariés concourent aux alentours de 37% du chiffre d'affaires et à hauteur de 44% des emplois du secteur privé. Cependant, les PME manquent de ressources nécessaires pour investir dans les programmes de formation qui sont facilement accessibles par les grandes entreprises[18].

## II. Au sein des Etats Unis d'Amérique (USA)

Par ailleurs, Aux Etats-Unis où l'économie est basée sur la concurrence. Promulgué en 1953 et largement modifié en 1982, la loi sur le Small Business Act (SBA)[19] assure aux PME, obligatoirement, une part dans tous les marchés publics, soit directement soit via l'intermédiaire des grandes entreprises. En effet, tous les marchés publics, dont la valeur se situe entre 2500 dollars sont uniquement réservés aux PME. De même, les appels d'offres supérieurs à 500.000 US Dollars, remportés par une grande entreprise, doivent comporter un

[17] Steve Edward, Magazine en Ligne " Entreprise et Industrie", PME et esprit d'entreprise, évaluer les performances des PME européennes, publié le 22/09/2010.
[18] Bank of England Quarterly Report, Statistics for the UK, on Small Business Statistics, January 2001.
[19] Conseil Déontologique des Valeurs Mobilières "Le Financement des PME au Maroc", Mai 2011.

plan de sous-traitance montrant la part à laquelle les PME ont droit. Au total, des centaines de milliards de dollars de contrats ont dopé la croissance des PME.

Certainement, cette loi accorde un avantage très important aux PME et provoque en même temps une grande anormalité à la concurrence. Toutefois, les pouvoirs publics américains sont bien conscients qu'il faut aider ces PME pour qu'elles deviennent les futurs leaders, et ce pour lutter contre la pauvreté et le chômage.

Depuis 1992 et dans le cadre du SBA, le plus grande programme d'aide publique à la création à savoir le programme SBIR (Small Business Innovation Research) a été mis en œuvre. Il vise à soutenir l'innovation des PME/PMI à travers des subventions accordées par les agences fédérales. Grâce à ce programme et ses subventions annuelles d'environ 2 milliards de dollars, la création des entreprises a été encouragée, et les PME sont incitées à étendre leur potentiel technologique et à créer de nouveaux produits.

**III. Au sein du Canada**

Le Canada est l'un des pays qui connait un nombre élevé des entreprises créées annuellement par les entrepreneurs. Ce rôle important des PME a des impacts directs sur la santé économique du pays.

En effet, l'Etat fédéral a enregistré 2,4 millions entreprises avec une densité plus élevée 70/1000 habitants par $km^2$. La moitié de ces entreprises disposent moins de 4 employés et 98% des PME emploient moins de 100 personnes. Toutefois, ces PME, représentant 45% du PIB et 60% des emplois, jouent un rôle intéressant dans les approvisionnements du gouvernement. Elles fournissent environ 43% de la valeur des achats du gouvernement et 66% des marchés publics[20].

**IV. Au sein du reste du monde**

L'organisation de coopération et de développement économique (OCDE) qui contient 34 pays membres. Dans la plupart de ces pays, les PME représentent plus de 95% des entreprises, et plus que la moitié des emplois du secteur privé. Ainsi, et par exemple en Nouvelle Zélande neufs entreprises sur dix (9/10) sont des PME avec moins de 10 salariés.

La majorité des pays membres de l'OCDE cherchent toujours à promouvoir l'entreprenariat et le développement des PME, avec un nombre infini de programmes et politiques d'appui. A l'instar de l'union européenne, l'objectif principal est d'aider les PME à surmonter les

[20] http://durevealareleve.com/library/pdf/PME_economie_canadienne.pdf.

difficultés de financement, d'innovation et de technologies, ainsi que de faire face au défi de l'e-commerce, à la faiblesse du management et à la mondialisation.

En effet, toutes les nouvelles PME dans les milieux ruraux du Corée du Sud par exemple profitent de taux d'intérêts inférieurs à la moyenne, et pourraient également bénéficier d'une exonération fiscale. De même, et selon des statistiques issues d'un rapport du ministère des finances sud-africain, les PME contribuent aux alentours de 50% du PIB du pays, génèrent environ 40% de la production et recueillent plus de 60% du total emploi.

## §3. La place des PME dans l'économie marocaine

Le développement de toute l'économie passe nécessairement par le développement du tissu des PME. Celles-ci contribuent fortement à la création de richesse, à l'emploi et à la cohésion sociale dans les pays quel que soit leur niveau de développement.

La PME tire avantage de la simplicité de son processus de prise de décision, qui lui procure des avantages économiques considérables liés à sa réactivité et à sa grande capacité d'adaptation face aux différentes situations de changement et d'évolution de marché. Cette flexibilité en fait aussi une véritable source d'innovation et de créativité.

En l'absence d'informations actualisées et fiables, et compte tenu de la part importante de l'économie informelle. Toutefois, il reste, selon le rapport de l'OCDE, très difficile de quantifier le nombre exact des PME en activité au Maroc.

Le contexte marocain n'est pas très différent de celui des pays émergents et de la région MENA (Afrique du Nord et Moyen Orient). Au Maroc, la PME dispose d'une importance significative dans le tissu économique dans lequel elles représentent 95%[21] selon les statistiques de la confédération de la PME,

En effet, les PME de notre économie emploient 50% de la main-d'œuvre et réalisent 20% de la valeur ajoutée, 30% des exportations, 40% de la production nationale et 50% du volume des investissements.

Cependant, la visibilité sur le comportement de la PME au Maroc est aujourd'hui, très limitée en raison de la faiblesse du dispositif statistique actuel.

[21] En l'absence de statistique fiables, ce pourcentage, reconnu par la majorité des rapports officiels demeure approximatif vu le poids important de l'économie informelle au Maroc.

## I. Répartition Géographique des PME par régions

L'examen du tableau ci-dessous relatif à la répartition des PME par région montre leur forte concentration dans les régions du centre atlantique, de même la répartition régionale des créations des personnes morales immatriculées au registre du commerce confirme la concentration des sociétés commerciales dans la région du grand Casablanca (avec 41% de l'ensemble des immatriculations)[22], tandis que le reste de l'effectif est reparti entre les régions de Rabat-Salé-Khémisset (8%), de Tanger-Tétouan (9%), de Meknès-Fès (8%) et les 33% restante se répartissent sur les autres régions.

**Tableau n° 1.2 : Répartition géographique des PME par régions en 2007**

| Régions | PME |
|---|---|
| Casablanca | 41% |
| Tanger-Tétouan | 9% |
| Meknès-Fès | 9% |
| Rabat-Salé-khémisset | 8% |
| Autres Régions | 33% |

Source : Direction de la politique générale économique,mars 2000.

En termes de nombre d'entreprises, le tableau ci-dessous montre que le tissu des PME est constitué essentiellement par les activités de commerce et répartitions avec un taux de 30%, suivies successivement par les activités de l'immobilier et les services aux entreprises à 22%, les industries manufacturières à 15%, le secteur du BTP à 11% et la part des autres services ne dépasse pas 10%.

**Tableau n°1.3 : Répartition des PME par branches d'activité en termes de nombre d'entreprises**

| Branche d'activité économique | Nombre d'entreprise |
|---|---|
| Commerce et réparation | 30% |
| Immobilier, location et service rendus aux entreprises | 22% |
| Industries manufacturières | 15% |
| BTP | 11% |
| Autres services | 10% |
| Transports et Communications | 4% |
| Hôtels et restauration | 4% |
| Activités financières | 2% |
| Agriculture, chasse et sylviculture | 1% |
| Industries extractives | 1% |
| Pêches et aquaculture | 0% |
| Electricité, gaz et eaux | 0% |

Source : Direction de la politique générale économique,mars 2000.

[22] Office Marocain de la Propriété Industrielle et Commerciale, Rapport annuel 2007.

Cependant, en termes de valeur ajoutée et selon le tableau ci-dessous qui exprime la répartition des PME par branche d'activité économique en termes de valeur ajoutée. En effet, Malgré leur part de 15% dans la population des PME, Les industries manufacturières génèrent la plus grande valeur ajoutée avec une contribution qui s'élève à 37%. Elles sont suivies des activités de commerce et réparations avec un taux de 19%, le secteur de l'immobilier et services aux entreprises ne représente que13% et celui du BTP qui atteint 12%.

**Tableau n°1.4 : Répartition des PME par branches d'activité en termes de valeur ajoutée**

| Branche d'activité économique | Nombre d'entreprise |
|---|---|
| Commerce et réparation | 19% |
| Immobilier, location et service rendus aux entreprises | 13% |
| Industries manufacturières | 37% |
| BTP | 12% |
| Autres services | 3% |
| Transports et Communications | 6% |
| Hôtels et restauration | 3% |
| Activités financières | 3% |
| Agriculture, chasse et sylviculture | 1% |
| Industries extractives | 1% |
| Pêches et aquaculture | 2% |
| Electricité, gaz et eaux | 0% |

Source : Direction de la politique générale économique,mars 2000.

## II. Typologie des entreprises en termes de nombre d'entreprises et en matière de création de la valeur ajoutée

D'après le tableau ci-dessous et selon le nombre d'entreprises, le tissu productif national est représenté à plus de 98% par les PME. En effet, dans les cinq secteurs suivant : le secteur des hôtels et restaurations, le secteur immobilier, location et service rendus aux entreprises, le secteur du bâtiment et travaux publics, le secteur transports et communications et celui du commerce, les PME constituent plus de 99% contre moins de 1% pour les grandes entreprises. Toutefois, dans les trois branches d'activités suivantes: la branche de l'agriculture, de la chasse et de la sylviculture, celle des pêches et de l'aquaculture et celle des industries manufacturières, les PME forment plus 98% du nombre d'entreprises marocaines. Alors que le secteur des industries extractives ce taux baisse à plus de 97%. De même, ce pourcentage tombe à plus de 96% dans le secteur de la production et de distribution.

**Tableau n° 1.5 : Typologie des entreprises en termes de nombre d'entreprises**

| Typologie des entreprises en termes de nombre d'entreprises | PME | Grandes Entreprises |
|---|---|---|
| Agriculture, chasse et sylviculture | 98,86% | 1,14% |
| Pêches et aquaculture | 98,86% | 1,14% |
| Industries extractives | 97,83% | 2,17% |
| Industries manufacturières | 98,18% | 1,82% |
| Production et distribution | 96,33% | 3,67% |
| Bâtiments et travaux publics | 99,61% | 0,39% |
| Commerce | 99,16% | 0,84% |
| Hôtels et restauration | 99,69% | 0,31% |
| Transports et Communications | 99,33% | 0,67% |
| Immobilier, location et service rendus aux entreprises | 99,63% | 0,37% |
| Total | 99,30% | 0,70% |

Source : Source: Inforisk, mai 2011

En matière de création de la valeur ajoutée, le tableau ci-dessous qui montre les secteurs d'activité économique où les PME réalisent plus de valeurs ajoutées par rapport aux grandes entreprises. Ainsi, on constate, dans un premier lieu, que les PME du secteur de l'agriculture, chasse et sylviculture qui génèrent plus de 78% de valeur ajoutée, suivis par les secteurs suivants : hôtels et bâtiments à 70,28%; l'immobilier, location et service rendus aux entreprises à 65,14%; bâtiment et travaux publics à 63,22%; commerce à 54,35% et les pêches et aquaculture à 51,85%.

**Tableau n°1.6 : Typologie des entreprises en termes de valeur ajoutée**

| Typologie des entreprises en termes de valeur ajoutée | PME | Grandes Entreprises |
|---|---|---|
| Agriculture, chasse et sylviculture | 78,19% | 21,81% |
| Pêches et aquaculture | 51,85% | 48,15% |
| Industries extractives | 34,35% | 65,65% |
| Industries manufacturières | 41,68% | 58,32% |
| Production et distribution | 8,85% | 91,15% |
| Bâtiments et travaux publics | 63,22% | 36,78% |
| Commerce | 54,35% | 45,65% |
| Hôtels et restauration | 70,28% | 29,72% |
| Transports et Communications | 22,23% | 77,77% |
| Immobilier, location et service rendus aux entreprises | 65,14% | 34,86% |
| Total | 42,00% | 58,00% |

Source : Inforisk, mai 2011

## III. Poids des PME dans le tissu productif national et dans la création de la valeur ajoutée

D'après les données de la direction des statistiques et du tableau ci-dessous, la PME est étalée dans tous les secteurs d'activité économique avec un taux de 98% de l'ensemble du tissu productif national à savoir le secteur de l'agriculture, celui de l'industrie, de l'artisanat, du bâtiment et travaux publics (BTP), des commerces et des services (tourisme, communications, transports et services financiers). En effet, selon le tableau ci-dessous, la part des PME est plus de 90% dans tous les secteurs d'activité à l'exception du secteur de l'électricité, du gaz et de l'eau où la proportion des PME n'excède pas 50%.

**Tableau n°1.7 : Poids des PME dans le tissu productif national**

| Branche d'activité économique | Poids des PME | Poids des Grandes Entreprises |
|---|---|---|
| Commerce et réparation | 99% | 1% |
| Immobilier, location et service rendus aux entreprises | 99,7% | 0,3% |
| Industries manufacturières | 94% | 6% |
| BTP | 99% | 1% |
| Autres services | 99,98% | 0,02% |
| Transports et Communications | 99% | 1% |
| Hôtels et restauration | 99% | 1% |
| Activités financières | 95% | 5% |
| Agriculture, chasse et sylviculture | 95% | 5% |
| Industries extractives | 99,7% | 0,3% |
| Pêches et aquaculture | 91% | 9% |
| Electricité, gaz et eaux | 50% | 50% |

Source : Direction de la politique générale économique,mars 2000.

Le taux de participation des PME dans la création de la valeur ajoutée total est de 21%. En effet, selon le tableau ci-dessous, cette contribution des PME s'élève à 73% pour le secteur de l'immobilier et les services aux autres entreprises. Toutefois, cette participation des PME dans la création de la valeur ajoutée ne dépasse pas 20% dans le cas des industries manufacturières et n'excède pas 0,2% pour la branche de la production et distribution d'électricité du gaz et de l'eau.

**Tableau n° 1.8 : Répartition des PMI par branches d'activité industrielle en termes du nombre d'unités**

| Branche d'activité industrielle | Nombre d'unités |
|---|---|
| Industries chimiques et para chimiques | 32% |
| Industries électriques et électroniques | 3% |
| Industries mécaniques et métallurgiques | 15% |
| Industries agro-alimentaires | 26% |
| Industries textiles et cuir | 24% |

Source : Direction de la politique générale économique,mars 2000.

## IV. Répartition des PMI par branche d'activité industrielle

D'après le tableau ci-dessous, et en terme du nombre d'unités, les PMI sont concentrées dans les quatre principales branches suivantes: les industries chimiques et para-chimique à 32%, les industries agro-alimentaires à 26%, les industries textiles et cuir à 24% et les industries mécaniques et métallurgiques à 15%.

**Tableau n°1.9 : Répartition des PMI par branches d'activité industrielle en termes du nombre d'unités**

| Branche d'activité industrielle | Nombre d'unités |
|---|---|
| Industries chimiques et para-chimiques | 32% |
| Industries électriques et électroniques | 3% |
| Industries mécaniques et métallurgiques | 15% |
| Industries agro-alimentaires | 26% |
| Industries textiles et cuir | 24% |

Source : Direction de la politique générale économique,mars 2000.

En terme de valeur ajoutée, on remarque sur le tableau ci-dessous approximativement la même concentration: les industries chimiques et para-chimique à 33%, les industries agro-alimentaires à 28%, les industries textiles et cuir à 20% et les industries mécaniques et métallurgiques à 15%.

**Tableau n°1.10 : Répartition des PMI par branches d'activité industrielle en termes de valeur ajoutée**

| Branche d'Activité Industrielle | Nombre d'Unités |
|---|---|
| Industries chimiques et para-chimiques | 33% |
| Industries électriques et électroniques | 4% |
| Industries mécaniques et métallurgiques | 15% |
| Industries agro-alimentaires | 28% |
| Industries textiles et cuir | 20% |

Source : Direction de la politique générale économique,mars 2000.

Par contre, en termes d'exportation, on relève, suivant le tableau ci-dessous que le secteur textile et cuir vient au début avec un taux de 46% suivies, cette fois-ci, par les industries agro-alimentaires à 39%, les industries chimiques et para-chimique à 10% et les industries mécaniques et métallurgiques à 4%.

**Tableau n°1.11 : Répartition des PMI par branches d'activité industrielle en termes d'exportations**

| Branche d'activité industrielle | Nombre d'Unités |
|---|---|
| Industries chimiques et para-chimiques | 10% |
| Industries électriques et électroniques | 1% |
| Industries mécaniques et métallurgiques | 4% |
| Industries agro-alimentaires | 39% |
| Industries textiles et cuir | 46% |

Source : Direction de la politique générale économique,mars 2000.

Concernant les investissements, le tableau ci-dessous exprime que les industries chimiques et para-chimique viennent en tête avec un taux de 34%, suivies par les industries agro-alimentaires avec un taux de 30%, les industries de textiles et cuir à 21% et les industries mécaniques et métallurgiques à 12%.

**Tableau n°1.12 : Répartition des PMI par branches d'activité industrielle en termes d'investissements**

| Branche d'Activité Industrielle | Nombre d'Unités |
|---|---|
| Industries chimiques et para-chimiques | 34% |
| Industries électriques et électroniques | 3% |
| Industries mécaniques et métallurgiques | 12% |
| Industries agro-alimentaires | 30% |
| Industries textiles et cuir | 21% |

Source : Direction de la politique générale économique,mars 2000.

## V. La contribution à l'emploi et à la création de la valeur ajoutée

La PME est présente dans tous les secteurs de l'activité économique marocaine. On peut citer à titre d'exemple l'industrie, l'artisanat, le BTP, les commerces et enfin les services qui englobent le tourisme, les communications, les transports, les services financiers.

Au Maroc, La PME contribue à la résolution des fléaux socio-économiques et surtout à la création de l'emploi. Dans le domaine industriel en particulier, parmi les 500,000 emplois que compte le secteur au cours de l'année 2000, la PMI représente près de la moitié répartie de la manière suivante. On compte 35% dans le secteur de textile et habilement, 26% dans la chimie et la parachimie, 24% dans l'agro-alimentaire, 12% mécanique et la métallurgie et 3% dans le secteur électrique et de l'électronique (3%)[23].

Dans le secteur artisanal, la PME dispose d'une présence très importante dans les secteurs de la pêche, de la sylviculture et de l'élevage, et surtout dans les métiers traditionnels à forte valeur ajoutée culturelle et sociale (tapis, produits de terre, métaux, cuir, couture traditionnelle, etc.). Si on exclut la production des matériaux de construction (sidérurgie, cimenteries, fabrication de conduites), les PME prédominent encore plus dans le secteur du BTP, établissant ainsi la grande majorité des entreprises marocaines de construction. Toutefois, ce secteur artisanal qui entraine près de 2 millions d'emplois est constitué dans sa plus grande majorité de PME. Même remarque est constatée dans le secteur du commerce où les PME génèrent 888.000 emplois (hors informel).

[23] Document de travail N°50 de la Direction de la politique Economique Générale du Ministère de l'Economie et des Finances Maroc, mars 2000 "les PME au Maroc Eclairage et Propositions".

Le secteur du commerce qui compte 888.000 emplois (hors informel) est constitué dans presque son intégralité de PME.

Dans le secteur des services ou les PME établissent un outil privilégié dans la promotion de l'hôtellerie, de la restauration et des agences de voyages[24]. Ainsi, dans le tourisme qui réalise près de 600.000 emplois.

Par ailleurs, la privatisation du secteur des communications et les grandes mutations liées aux technologies de l'information ont provoqué la naissance de nouvelle PME dans les services de l'internet, des publiphones, de la téléphonie sans fil, de l'audio-visuel et de la réception par satellites.

Le secteur des transports urbains et inter-urbains depuis leur privatisation au milieu des années 90 est constitué dans presque son intégralité de PME.

Enfin, la réforme du marché financier et la dynamisation de la bourse ont, aussi, engendré la création de PME nouvelles telles qu'intermédiaires boursiers, sociétés de crédit à la consommation, intermédiaires d'assurances,…

## VI. La prédominance des PME dans le tissu économique

Selon les données Inforisk SA[25], en se basant sur la définition de la charte des PME, le nombre des entreprises dont le chiffre d'affaires est inférieure à 75 millions de dirhams en 2008 et 2009 est aux alentours de 57754 sociétés. Selon la même source, 96% de ces sociétés ont un chiffre d'affaires au cours des deux derniers exercices inférieur à 3 millions de dirhams. Ceci montre clairement que le tissu économique marocain est, en effet, essentiellement constitué de petites, à très petites entreprises, voire même des micros entreprises.

Les PME marocaines disposant d'un chiffre d'affaires entre 3 et 75 millions de dirhams sont présentées dans presque tous les secteurs économiques. Le tableau et les graphiques suivants montrent la répartition de 120 PME selon leur secteur d'activité, on remarque, donc, une prédominance dans les secteurs manufacturiers et commerciaux.

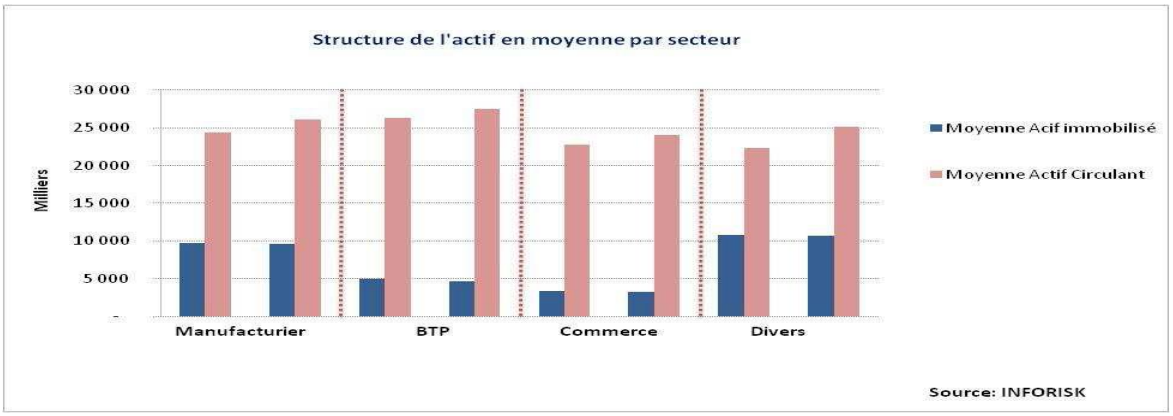
[24] Document de travail N°50 de la Direction de la politique Economique Générale du Ministère de l'Economie et des Finances Maroc, mars 2000 "les PME au Maroc Eclairage et Propositions".
[25] Inforisk est une société filiale du groupe Finaccess (premier agence d'information financière au Maroc), fournisseur d'informations légales sur les entreprises au Maroc.

**Tableau n°1.13 : Répartition des PME par secteur d'activité**

| Secteur d'activité économique | Répartition des PME |
|---|---|
| Industries manufacturières | 37% |
| Commerce et réparation | 41% |
| BTP | 14% |
| Divers | 8% |

Source : Source: Inforisk, mai 2011

Ces mêmes entreprises (micros, très petites entreprises ou PME), se caractérisent généralement par une faiblesse des actifs immobilisés, avec une dominance de l'actif circulant. Le tableau suivant montre la moyenne des actifs immobilisés par rapport à la moyenne de l'actif circulant par entreprise sur un échantillon de 120 PME répartis sur 4 secteurs d'activités.




Ce graphique montre clairement que les PME quel que soit leur secteur d'activité, souffrent d'une fragilité de la structure de l'actif. Cet écart pourrait s'expliquer par la nature même de la PME marocaine qui a souvent des activités intensives en mains d'œuvre contrairement aux entreprises industrielles. Cette nature pourrait être une conséquence des difficultés de financements auxquels font face les PME, car cette contrainte pourrait les pousser vers des activités peu capitalistiques.

Une seconde caractéristique des PME au Maroc est la faiblesse des actifs incorporels. Le graphique montre clairement que seul le secteur du BTP et celui du commerce qui présentent des valeurs considérables des immobilisations incorporelles par rapport aux totales des immobilisations, soit respectivement 23% (contre 20% en 2008) et 19% en 2009.

Une seconde caractéristique des PME au Maroc, est la faiblesse des actifs incorporels. Dans les pays développés, la source de la compétitivité entre les entreprises réside dans les formes immatérielles de l'investissement, telles que la recherche et développement, les brevets et licences.

Cependant, et selon le bulletin de la banque de France n°40, avril 1997, on constate que les PME consacrent une part significative de leur effort aux investissements immatériels, ce qui reflète l'importance qu'elles accordent à ces derniers comme composantes de la compétitivité. Lorsqu'il s'agit de décliner les différentes formes de l'investissement immatériel, les experts sont d'accord sur un minimum de quatre composantes : la recherche et développement, la formation, les logiciels et l'action commerciale.

Toutefois, l'analyse par branche de la nomenclature économique de synthèse fait ressortir une forte divergence sectorielle. Dans les industries agro-alimentaires, il y a prépondérance écrasante des dépenses d'action commerciale, notamment de publicité, alors que l'effort de recherche apparaît relativement faible. De même, sans surprise, la part de l'action commerciale est importante dans les industries de biens de consommation[26].

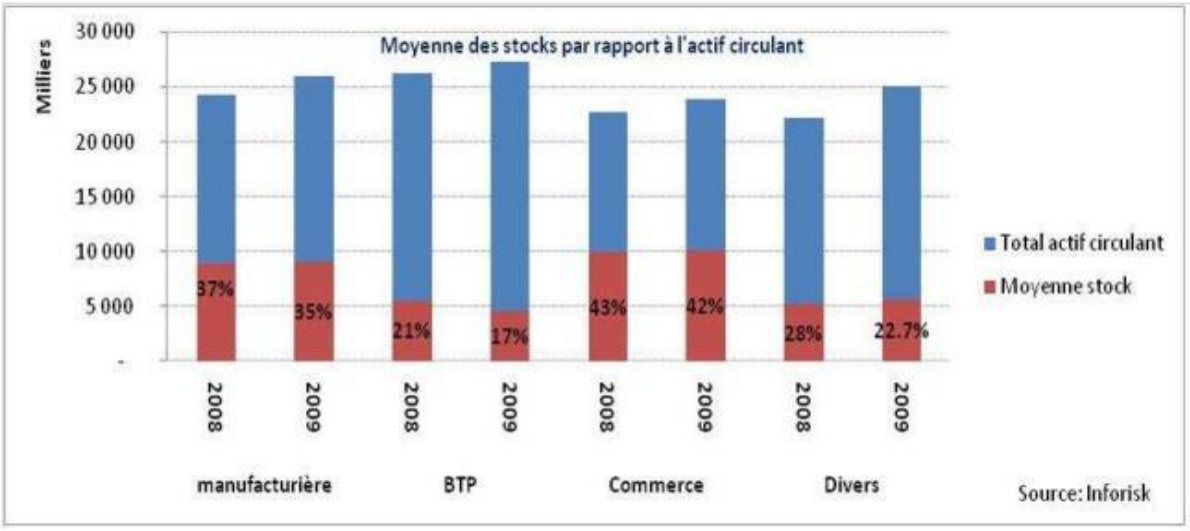
À l'inverse, la part des dépenses de recherche et développement est sensiblement plus forte dans les industries de biens d'équipement, alors que ces dernières ne consacrent qu'une faible proportion de leurs dépenses immatérielles à leur action commerciale, qui est sans doute par la nature même de leur activité plus tournée vers d'autres entreprises que vers le grand public[27].

Les PME opérantes dans le secteur commercial et celui de l'industrie manufacturière ont une moyenne de stock relativement élevée en comparaison avec les autres secteurs, soit respectivement 43% et 37% en 2008 du total des stocks par rapport au total de l'actif circulant.

Ces niveaux élevés de stocks pourraient être à l'origine d'une mauvaise gestion de la part de l'entreprise ou bien la concurrence sur le marché qui pourrait pousser la PME à commander des quantités plus importantes par rapport à besoins afin de bénéficier de certaines réductions commerciales auprès fournisseurs tels que les remises, les ristournes,…etc.

La qualité et le coût de la logistique concernant les PME importatrices pourraient également expliquer les stocks excessifs. Les PME évitent les incertitudes et les retards de la chaîne logistique et n'ont pas de choix sauf accumuler les stocks.

[26] Bulletin de la banque de France – n° 40 – avril 1997.
[27] Idem.




## Section 2 : Vulnérabilité des PME et leurs modalités de financement

Toute activité entrepreneuriale a besoin d'être financée. Qu'il s'agisse de la création d'entreprises, des activités opérationnelles pour la production de biens, d'une expansion ou du rachat d'une entreprise. La nature et l'importance du financement ou de l'investissement jouent un rôle essentiel dans l'évolution de l'entreprise, quelle que soit sa taille.

Représentant 95% du tissu économique[28] et occupant plus de 50% des salariés du secteur privé, la part des PME dans les exportations marocaines et les investissements privés nationaux se situerait respectivement à 31% et 50%. Alors qu'elles contribuent à près de 40% de la production nationale, les PME ne participent qu'à hauteur de 20% à la valeur ajoutée. Le développement de l'économie nationale passe nécessairement par le développement des PME. Celles-ci contribuent fortement à la création de richesse et de l'emploi.

Pour toutes les PME, la recherche de ressources financières reste une préoccupation principale. En effet, la grande majorité des PME ne possèdent pas suffisamment de ressources internes (capacités d'autofinancement) pour couvrir leurs besoins d'investissement.

Dans cette section, nous tenterons de voir dans un premier paragraphe la vulnérabilité des PME marocaines, dans un second temps la politique financière des PME et le dernier paragraphe sera consacré aux différents types de financement des PME marocaines.

### §1. La vulnérabilité des PME marocaines

Les PME sont vitales pour la croissance et le développement économique des pays tant industrialisés qu'en voie de développement, car elles jouent un rôle essentiel dans la création

[28] Source: AMMC, OCDE.

d'emplois. De ce fait, des financements sont nécessaires pour les aider à créer et étendre leur activité, développer de nouveaux produits et investir dans de nouvelles recrues ou de nouveaux sites de production.

De nombreuses petites entreprises naissent d'une idée formulée par une ou deux personnes qui investissent leur propre argent et, probablement, font appel à leur famille et à leurs amis pour qu'ils les aident financièrement en échange d'une part dans l'entreprise.

Mais une fois la création de l'entreprise est faite avec succès, toutes les PME en croissance ont à un moment ou à un autre besoin d'investir pour se développer ou innover davantage. C'est à ce moment-là que, souvent, se pose le problème de l'obtention des financements. Elles s'orientent donc vers des sources de financement à l'extérieur de l'entreprise. A ce niveau, l'emprunt bancaire demeure de loin le mode de financement privilégié des entreprises en général et des PME en particulier. En effet, les PME représentent selon Bank Al Maghreb 30% des crédits accordés aux entreprises non financières[29].

Dans cette section il sera donc opportun d'aborder les différents facteurs sources de vulnérabilité des PME au Maroc et qui constituent des entraves quant à leur accès au financement.

**I. La sous - capitalisation des entreprises au Maroc**

Le capital social d'une entreprise représente la valeur des apports faits par les associés lors de la constitution de cette dernière. Au cours de la vie sociale, il peut être augmenté soit par de nouveaux apports, soit par incorporation de réserves ou de bénéfices non distribués.

Le capital social est le gage exclusif des créanciers de la société, en effet, dans la mesure où les associés ne sont responsables que de leurs apports, le capital social représente le montant maximum qu'un associé engage dans l'entreprise. Les banques sont, en général, difficiles à convaincre pour financer un projet, elles raisonnent en termes de partage de risque avec les associes. Elles exigent systématiquement des garanties qui dans la plupart des cas dépassent largement les montants prêtés, de préférence des garanties réelles adossées à la caution personnelle du chef d'entreprise[30].

Les PME, sous-capitalisées, sont les premières à souffrir de cet accès restreint aux financements et aux facilités bancaires. L'économie marocaine souffre d'un mal chronique

[29] Source: CDG Capital research-Bank Al Maghreb.
[30] EL FADEL Bouchta, op. cit. p.16.

caractérisé par la sous-capitalisation des entreprises. En général, le non remboursement dû et les frais financiers relatifs au retard du paiement entraine à des difficultés croissantes de financements au PME.

Le découvert bancaire finance le fonds de roulement permanent, à la place des fonds propres que les actionnaires répugnent à renforcer. Dans certains cas les entreprises recourent au découvert pour financer des investissements ou pour lancer des produits ou activités nouvelles.

On a longtemps cru qu'un découvert, c'est facile. Il suffit d'avoir une bonne relation avec son banquier. Or, l'époque où l'accès au financement était facile est révolue. Bank Al Maghreb est désormais plus exigeante à l'égard des banques, qui ne peuvent plus financer comme par le passé des entreprises au bilan déséquilibré ou confectionné.

Et comme c'est le cas en France, les bilans présentés aux banques devront être désormais certifiés par un expert-comptable. Cette nouvelle condition risque de mettre en difficulté toutes les entreprises qui ont l'habitude de préparer un bilan détaillé pour la banque, ne serait ce que durant les premières années d'application de cette disposition. En revanche, cette disposition aura pour objet de garantir la transparence et la fiabilité de l'information comptable et financière communiquée par l'entreprise.

**II. Insuffisance d'informations comptable et financière**

Le principal problème de la PME au Maroc, c'est l'accès aux financements bancaires. La réticence des banques à accorder aux entreprises des lignes de crédit s'explique en grande partie par le faible niveau de transparence de ces dernières et en particulier par l'incohérence de l'information comptable et financière communiquée aux banques ne reflétant pas la réalité de la situation économique réelle de l'entreprise.

Selon le gouverneur de BAM "Le coût élevé du crédit aux PME et le phénomène du rationnement s'expliquent souvent par l'existence d'imperfection dans le fonctionnement du marché dit crédit. Ces imperfections sont généralement liées à des problèmes de transparence au niveau de la comptabilité des entreprises, aux difficultés à réaliser les garanties dont disposent les créanciers et à l'indisponibilité d'une information fiable sur l'endettement et la situation financière des emprunteurs"[31].

D'après Hammad KASSAL, ex président de la fédération des PME et vice président de la CGEM "Le système bancaire marocain obéit à la fameuse loi des 20/80. C'est-à-dire 80% des

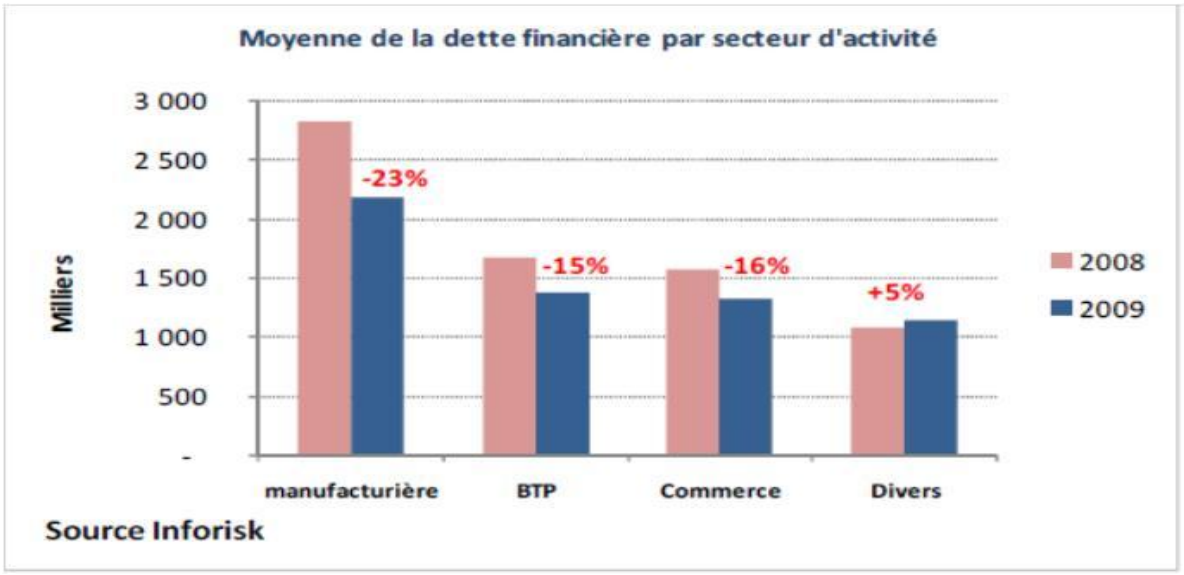
[31] A.Jouahri gouverneur de BAM, le rapport, hebdomadaire marocain, 23 novembre 2006.

crédits sont accordés à 20% des grandes entreprises au Maroc et 80% des PME n'ont accès qu'à 20% des crédits accordés. Sur les 20% des crédits accordés aux PME/PMI, il y a le tiers accordé à des PME adossées à des groupes; le tiers accordés à des PME solvables et le tiers qui reste c'est le réel risque PME, un chiffre qui tourne autour de 6%"[32].

Le financement des entreprises prend la forme de crédit auprès des banques et des sociétés de financement. Le marché de financement marocain a tendance prendre une forme privilégiée avec une offre concentrée par un nombre de grandes banques et une demande composée de grandes entreprises et une large population de TPE et de PME qui favorisent les voies de financement bancaires, car elles ne peuvent pas recourir aux marchés des capitaux aussi facilement que les grandes entreprises.

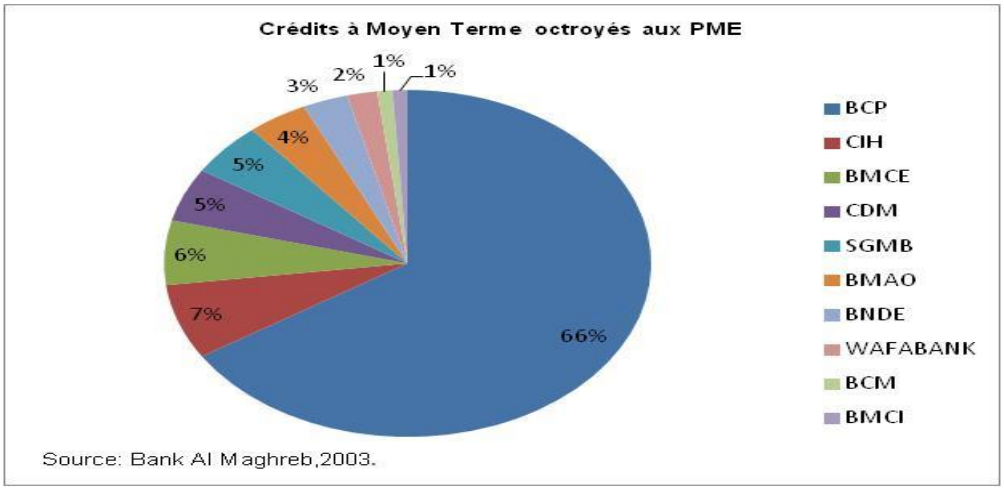
Ainsi, d'après le rapport des Nations Unies élaboré en 2010, le total des crédits accordés par les banques au secteur privé s'élève à 468 milliards, dont environ 300 milliards destinés aux entreprises. Toutefois, selon la direction de la supervision bancaire de Bank Al-Maghreb montre que la quotte part des PME dans ces crédits est située à seulement 18% en 2008, soit un montant global de 54 milliards de dirhams, le reste a été alloué aux grandes entreprises.

Le graphique suivant retrace la moyenne des dettes bancaires par secteur d'activité. En effet, on constate que les secteurs de manufacturière, du commerce et de BTP ont enregistré respectivement durant les années 2008 et 2009 une baisse moyenne de la dette financière de -23%, -16% et -15%. Par contre les autres secteurs d'activité ont une augmentation de cette moyenne de +5% entre 2008 et 2009.




[32] Hammad Kassal, président de la fédération des PME/PMI, la Gazette du Maroc, numéro 337, 13 octobre 2003.

Le graphique ci-dessous trace l'évolution des crédits accordés aux PME, et la contribution de chaque banque à la distribution de ces crédits; en effet, la BCP constitue la principale banque accordant des crédits à moyen terme au PME, en offrant 66% des crédits distribués en 2002. Le reste est principalement distribué par la BMCE, le CDM et la SGMB. Alors que le CIH a amélioré ses contributions au financement des PME à moyen terme (de 0% en 1996 à 7% en 2002), le CNCA, l'UMB et la CITIBANK n'ont jamais participé à la distribution de ce genre de crédits aux PME.




Les principales banques qui ont réduit, sur la période 1996-2002, leur offre de crédits à moyen terme dédiée aux PME sont: BCM (- 52%), Wafabank (- 43%), BMCl (- 41%) et BMCE et SGMB (- 28%), La baisse enregistrée par la BCP est de-11,3%[33].Pour Hammad KASSAL,"Le financement était un problème grave au niveau des PME-PMI et la responsabilité était partagée entre le secteur bancaire et les entreprises. Les PME manquaient malheureusement de transparence et les banques étaient conscientes que les entreprises établissaient trois bilans un pour les actionnaires, un pour l'administration fiscale, et un pour la banque. En conséquence, elles exigeaient des garanties personnelles importantes pour octroyer des financements"[34].

Le manque de transparence dans la relation banque /PME augmente la méfiance et aboutit à des distorsions dans le financement bancaire. L'image négative des PME auprès des banques engendre une mesure normalisée de leur risque de non-paiement. L'observation des différents dispositifs financiers mis en place pour accompagner le financement des PME montre une régression de la satisfaction des besoins de la PME. Le recul des financements bancaires en faveur de la PME et l'inadéquation de certains dispositifs financiers aggravent les capacités

[33] H.louali, document de travail N° 9 de la Direction de la Politique Economique Générale du Ministère de l'Economie et des Finances, aout 2003 "Evaluation du financement de la Pme au Maroc", p.9.
[34] Conjoncture, revue de la chambre française de commerce et d'industrie au Maroc, numéro 878, janvier 2007, p.18.

financières des PME, même si plusieurs efforts ont été fournis pour mobiliser les fonds privés nécessaires au développement de la PME national.

D'après le graphique ci-dessous, le financement à moyen terme de la PME a reculé, en effet, les crédits à moyen terme alloués aux PME ont baissé, entre 1996 et 2002, de 22,1%. Alors que la part des crédits à moyen terme accordée aux PME n'a représenté, en 2002, que 7,7% de l'encours total des crédits à moyen terme distribués par les banques contre 49,4% enregistrés en 1996.

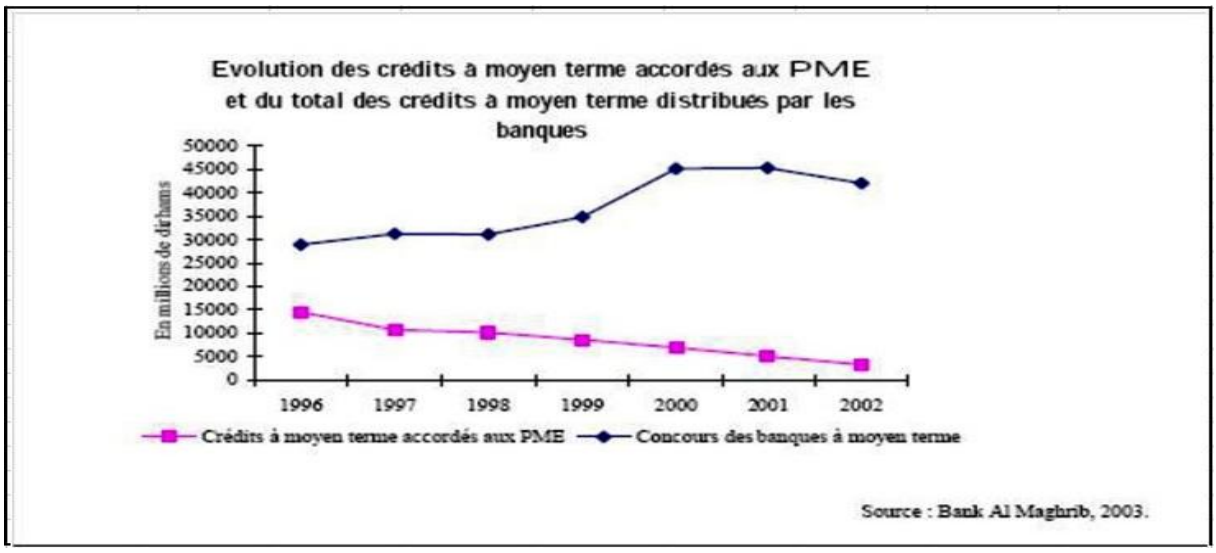
Le recul des crédits à l'équipement en faveur des PME est expliqué principalement par:

- La persistance de la difficulté d'accès des PME aux crédits types moyen et long termes distribués par les banques à cause du manque de transparence et de la prédominance d'un fonctionnement de PME basé sur des contrats individuels de court terme;

- L'augmentation des créances en souffrance de 11,5% en 1996 à 17,8% en 2002 et le retard enregistré au niveau des tribunaux quant au règlement des contentieux ;

- Le manque de circulation de l'information et son impact sur la dynamique du capital financier bancaire;

- L'absence d'une planification à moyen terme du marché des PME ne garantit pas une demande à moyen terme et contrarie ce type d'entreprises à présenter des contrats et à fournir des études de projet adéquates pour le développement de leurs marchés.




Généralement, les méthodes d'évaluation mobilisées par les organismes bancaires ne tiennent pas compte de l'hétérogénéité des entreprises. Une disjonction entre le monde réel et le monde

financier engendre une tendance à la surdétermination des risques des PME. II en résulte un effet d'éviction bancaire dont ces entités sont principalement les victimes.

### III. Manque de structuration et de vision future chez les PME

Du coté des entreprises, certains aspects constituent une préoccupation prédominante pour les banques. D'abord, le poids des emprunts chez les PME dans les plans de financement apparaît souvent trop important, ce qui d'une part conduit les banques à durcir une position déjà naturellement réservée ou à multiplier les demandes de garanties, et d'autre part, freine les entreprises dans l'atteinte de l'équilibre financier, les faisant ainsi redoubler de fragilité.

Le deuxième obstacle important rencontré par les banques est l'insuffisance d'organisation des PME, notamment en ce qui concerne les ressources humaines, la comptabilité, la gestion administrative et les fonctions de contrôle. Le chef d'entreprise, y compris pour des PME de grande taille, est souvent le seul décideur de la société. La formalisation modeste favorise les erreurs, les fraudes et nuit à la régularité des processus, ce qui peut particulièrement pénaliser les entreprises et affaiblis la sérénité des banquiers face aux PME.

Enfin, le manque de vision du futur de l'entreprise constitue le troisième principal obstacle. Trop de sociétés naissantes sont issues d'une initiative plutôt impulsive de l'entrepreneur, sans analyse approfondie du marché et de la concurrence. Ceci entraîne fréquemment des désillusions sur le chiffre d'affaires, et en conséquence, sur les capacités de remboursement des concours bancaires.

Beaucoup d'entreprises nouvelles sur dimensionnent leurs investissements au démarrage, au lieu de concevoir leur projet par étapes, compromettant ainsi presque à coup sûr leur rentabilité. Et certaines PME en développement analysent de façon très approximative leur potentiel et leur rythme de croissance et handicapent donc leur futur, même si elles avaient été exemplaires dans une première phase de leur existence.

## §2. Les différents types de financement

Pour exercer son activité, l'entreprise doit d'abord engager des dépenses avant de percevoir des recettes : réalisation des investissements matériels (terrains, installations, constructions); achats des matières et fournitures, prévoir la rémunération de la main d'œuvre). Ce n'est qu'ultérieurement, à l'issue de la production et de la commercialisation, que des recettes seront encaissées après la réalisation des ventes. Il y a donc un décalage dans le temps entre les paiements et les encaissements concernant aussi bien les investissements que l'exploitation. Ce

décalage crée des besoins de financements que l'entreprise devra couvrir en se procurant des fonds selon différentes modalités.

En partant du fait que l'entreprise est une entité économique combinant les facteurs de production (capital, travail, matières premières) dans le but de produire des biens et services destinés à être vendus sur un marché solvable, le financement peut être défini comme lui permettant de disposer des ressources qui lui sont nécessaires sur le plan pécuniaire. Ce financement conditionne la survie de l'entreprise.

Ainsi dans un premier lieu, nous aborderons le financement du cycle d'investissement de l'entreprise puis, dans un deuxième temps, nous évoquerons le financement du cycle d'exploitation.

## I. Le financement du cycle d'investissement

Le cycle d'investissement concerne l'acquisition et l'utilisation des immobilisations nécessaires à l'activité de l'entreprise (machines, moyens de transports, matériel informatique) qui constituent ses outils de travail. Ce cycle est long (plusieurs années). Il démarre dès la constitution de l'entreprise.

### A. Besoins de financement du cycle d'investissement

A sa création, l'entreprise doit se procurer un ensemble de biens destinés à rester dans la firme pour plusieurs années. Il en va de même chaque année, l'entreprise devant réalisée des investissements de nature variée correspondant à des objectifs multiples en vue d'assurer sa survie (par le renouvellement et l'adaptation de ses matériels) et son développement (par l'accroissement de ses installations).

Les investissements corporels (terrains, locaux, équipements, installations). Ils répondent à des objectifs variés:

- La création d'une capacité de production compte tenu de la demande prévue lors de la constitution de l'entreprise;

- Le maintien de la capacité par le renouvellement des immobilisations au terme de la durée de vie : investissement de remplacement;

- L'accroissement de la capacité pour assurer le développement : investissement de capacité;

- L'orientation vers de nouvelles activités : investissement de modernisation;

- La réalisation de gain de productivité afin de réduire les coûts, accroître les marges, la compétitivité : investissement de productivité.

Les investissements incorporels sont complémentaires des investissements matériels qu'ils précèdent, accompagnent ou suivent.

Ainsi les investissements de recherche précèdent les investissements matériels lorsqu'ils aboutissent à améliorer, adapter ou imaginer des procédés et matériels nouveaux.

Les investissements en formation accompagnent les investissements matériels dont ils permettent l'usage efficace par l'adaptation des qualifications des utilisateurs.

Les investissements en logiciels se poursuivent au-delà de l'acquisition des matériels informatiques et, de même, les investissements dans l'action commerciale se poursuivent après la mise en fabrication du produit.

Les investissements financiers sont les acquisitions de titres de participation, de titres immobilisés qui donnent le droit de propriété ou de créances.

Ils tendent à se développer dans les grandes entreprises (ex. holding mixte) qui a simultanément des activités d'exploitation industrielles et commerciales, et des activités de gestion et de contrôle de ses filiales et participations ou la société mère qui abandonne à des filiales toutes ses activités d'exploitation et devient une société de portefeuille ou holding pur. Les immobilisations financières constituent alors l'essentiel de son bilan. Ses revenus sont constitués de produits financiers et ne proviennent plus de ses ventes.

En résumé, les investissements corporels, incorporels et financiers sont complémentaires. Ils représentent les moyens de mise en œuvre de la stratégie de l'entreprise dont ils constituent les éléments du développement futur.

**B. Moyens de financement du cycle d'investissement**

L'entreprise peut financer ses investissements par ses propres ressources (fonds propres) ou par des ressources extérieures (ressources étrangères). Le financement des investissements par fonds propres. Il existe trois moyens de financement de fonds propres.

**1. L'autofinancement**

C'est la forme préférée de financement des entreprises, en effet, c'est la plus facile à mettre en œuvre, car il n'y a pas à obtenir l'accord des personnes extérieures à l'entreprise et qu'elle n'entraîne pas de frais. Toutes les entreprises l'utilisent y compris les plus grandes.

L'autofinancement est le financement des investissements par les moyens propres de l'entreprise, c'est la ressource qui provient de l'activité de l'entreprise et conservée par elle.

L'autofinancement a pour avantage d'assurer à l'entreprise son indépendance. C'est le résultat de la soustraction entre la capacité d'autofinancement et les dividendes. Cette ressource interne disponible après rémunération des associés.

**2. L'augmentation de capital**

Ce mode de financement est plus rare, car il est plus difficile de trouver de nouveaux apporteurs de fonds que de puiser dans ses propres ressources. Le capital risque est un mode de financement pour les PME en forte croissance grâce à des innovations technologiques.

Elle permet de financer le développement de l'entreprise (investissements nouveaux) ou en cas de perte, rétablir une situation financière saine (émission de titres, introduction en bourse), capital risque (organisme financier).

**3. Les cessions d'éléments d'actifs**

Elles peuvent résulter d'un renouvellement normal des immobilisations, de la nécessite d'utiliser ce procédé pour obtenir des capitaux, ou de la mise en œuvre d'une stratégie de recentrage (cessions des participations ou filiales marginales par rapport aux métiers dominant qu'elle exerce).

Le financement des investissements par ressources étrangères. En effet, les fonds propres sont le plus souvent, insuffisants pour financer la totalité des investissements. L'entreprise doit donc recourir à des sources de financement externe.

**a. Les emprunts à long ou moyen terme**

Le recours à ce mode de financement augmente son endettement et réduit sa capacité d'emprunt. Les deux types sont les emprunts obligataires et les emprunts indivis.

**b. Le crédit bail**

Contrat de location où la société de crédit-bail reste propriétaire du matériel jusqu'à la fin du contrat pour une valeur résiduelle. Contrairement à l'emprunt, le crédit ne demande pas d'apport personnel. C'est un procédé rapide et simple.

A l'aspect du financement de l'investissement vient s'ajouter l'aspect du financement de l'exploitation.

## II. Le financement du cycle d'exploitation

Indépendamment des investissements que nous venons d'étudier, l'exploitation engendre des besoins financiers.

### A. Les besoins du financement du cycle d'exploitation

L'importance des besoins issus de l'exploitation dépend essentiellement de la durée du cycle de fabrication, de la gestion des stocks, de la politique de crédit consenti aux clients et des délais de paiement obtenus des fournisseurs.

#### 1. Le besoin en fonds de roulement

Le besoin en fonds de roulement finance les besoins liés au cycle d'exploitation. Il est issu des décalages provenant des opérations d'exploitation.

#### 2. La trésorerie

L'exploitation engendre des besoins temporaires de trésorerie. Faire face aux échéances des règlements exige des liquidités qui ne sont pas toujours disponibles. En cas d'insuffisance, l'entreprise doit s'en procurer à l'extérieur et des ajustements de court terme sont nécessaires.

### B. Les moyens du financement du cycle d'exploitation

Pour faire face aux différents besoins de financement du cycle d'exploitation, l'entreprise dispose d'un certain moyen de financements qu'on peut retracer de la manière suivante.

#### 1. Le fonds de roulement

Ce financement stable est l'excédent des ressources stables sur les immobilisations, il résulte de la politique financière de l'entreprise et est destiné à couvrir le besoin de financement permanent qu'exige l'exploitation.

#### 2. Le crédit consenti par les fournisseurs

Il s'agit de l'octroi de délais de paiement. Les délais de règlement accordés par les fournisseurs constituent une forme de crédit interentreprises qui permet le financement des stocks immobilisés et d'une partie des délais de paiement accordés aux clients.

#### 3. Mobilisation de créances

Pour se procurer des liquidités l'entreprise qui a accordé des délais de paiement peut mobiliser ses créances sans attendre leur échéance par l'escompte d'effets de commerce et l'affacturage.

**4. Crédits de trésorerie**

C'est une avance d'argent consentie par la banque pour financer des déficits de trésorerie. Ils sont destinés à faire face aux difficultés temporaires de trésorerie. Il s'agit principalement du découvert bancaire et les facilités de caisse.

En conclusion, l'entreprise a besoin de capitaux pour financer d'une part ses dépenses de fonctionnement (d'exploitation) qui sont couvertes soit par les rentrées de caisse (qui proviennent des ventes), soit par les prêts bancaires à court terme (découverts) et d'autre part pour faire face à ses dépenses d'investissements (acquisitions d'immobilisations) financées par des emprunts à moyen ou long terme.

Économiquement, on peut distinguer les formes d'investissement qui concerne l'activité de l'entreprise:

- L'investissement d'expansion a pour objectif de développer les parts de marché de l'entreprise par exemple la construction d'une nouvelle unité de production;

- L'investissement d'amélioration, son objectif est d'adapter le produit aux besoins de la clientèle (à titre d'exemple dans un hôtel, l'installation de téléphones dans les chambres permettant d'avoir l'accès direct à l'extérieur);

- L'investissement de renouvellement (ou de remplacement), a pour but de changer à l'identique un matériel usagé (progrès technique et obsolescence);

- L'investissement de capacité (ou de productivité), il correspond à l'achat d'un matériel permettant de réaliser un gain de productivité;

- Une autre distinction économique parle d'investissement matériel et d'investissement humain sous forme d'actions de formation du personnel.

Les entreprises marocaines ne disposent pas encore de véritables alternatives au financement bancaire, ce qui ne permet pas un véritable arbitrage entre les différentes sources de financement. Toutefois, le tableau[35] comparatif ci-dessous synthétise les avantages et les inconvénients des différents moyens de financement.

[35] Faouzi Guemmi,"L'impact de la structure financière des entreprises marocaines sur leurs performances", mémoire 2007.P35.

| MOYENS DE FINANCEMENT | AVANTAGES | INCONVENIENTS |
|---|---|---|
| **Autofinancement**:<br>Ce sont les fonds que l'entreprise dégage de son exploitation et qu'elle utilise pour financer ses investissements. La capacité d'autofinancement (CAF) correspond au résultat de l'entreprise + dotations aux amortissements de la période nettes de reprises. L'autofinancement est égal à la CAF déduction faite des bénéfices distribués. | -Indépendance financière;<br>-Absence d'intérêts bancaires. | -L'autofinancement ne suffit pas souvent pour financer l'ensemble des investissements;<br>-Diminution des revenus versés aux associés (découragement). |
| **Emprunt accordé par un organisme financier** | -Rapidité et simplicité;<br>-Financement important en valeur;<br>-Intérêts bancaires fiscalement déductibles. (Les intérêts apparaissent dans le compte de résultat en charges financières). | -Coût des intérêts;<br>L'autonomie financière de l'entreprise diminue (le capital emprunté apparaît au passif du bilan dans le poste Dettes). |
| **Emprunt obligataire:**<br>Des titres financiers (appelés obligations) sont émis sur le marché et proposés à des souscripteurs. Chaque titre représente une créance sur l'entreprise qui est rémunéré par un revenu fixe appelé intérêt. | -Financement important en valeur;<br>-Intérêts déductibles fiscalement. | -Coût des intérêts;<br>L'autonomie financière de l'entreprise diminue;<br>-Moyen de financement limité aux sociétés anonymes;<br>-Formalités importantes. |
| **Crédit-bail (Leasing)**<br>Il s'agit d'une location avec option d'achat à terme | -Renouvellement plus facile du matériel;<br>-Déductibilité fiscale des loyers (les redevances de crédit-bail apparaissent en charges d'exploitation dans le compte de résultat);<br>-Autonomie financière préservée. | -Coût élevé;<br>-Moyen de financement limité à certains biens. |

Source : Faouzi Guemmi,"L'impact de la structure financière des entreprises marocaines sur leurs performances", mémoire 2007.p35.

L'handicap des entreprises marocaines est encore bien réel et sa résorption aurait des effets positifs sur l'économie; la structure financière des entreprises marocaines étant mise en évidence, il en ressort l'ampleur du financement bancaire et de la relation banques / entreprises, comme facteur déterminant dans la prospérité des entreprises.

Comparativement à d'autres pays, les entreprises au Maroc sont moins importantes en performances, leur croissance interne est entravée par les difficultés de financement, plus particulièrement par l'insuffisance des fonds propres.

## Section 3 : Politique financière de la PME

La politique financière de l'entreprise concerne l'ensemble des décisions qui ont un impact sur le niveau et la structure de l'ensemble de ses actifs et de l'ensemble de ses financements, dans l'optique de la maximisation de sa rentabilité financière, pour un niveau de risque accepté.

Le couple rentabilité-risque est au cœur de cette politique en effet, l'entreprise qui souhaite augmenter son profil doit accepter d'en supporter un niveau de risque élevé.

Cette définition résulte des principales composantes de la politique financière qui sont:

- Identification et optimisation des besoins de financement;

- Recherche des sources de financement au regard du couple rentabilité-risque;

- Equilibrage de la structure des ressources;

- Adéquation de la composition des ressources à la structure des emplois;

- Détermination de la politique d'affectation des résultats;

- Gestion des risques d'investissement et de financement;

- Planification financière.

Cette section va s'articuler autour de trois points essentiels à savoir la gestion financière, la gestion de la trésorerie et la politique d'investissement.

### §1. La gestion financière

Pour bien préciser la gestion financière de l'entreprise, il nous semble utile d'exposer dans un premier lieu la gestion financière en tant qu'une fonction primordiale pour l'entreprise, et dans un second lieu la gestion financière des PME marocaines.

#### I. La gestion financière une fonction primordiale pour les entreprises

La finance d'entreprise est l'ensemble des activités à l'origine des décisions, des opérations financières et d'équilibre financier des entreprises.

Généralement, dans les entreprises, c'est le directeur financier qui est chargé de ces domaines. Mais d'autres acteurs interviennent en finance d'entreprise, notamment les banques et les actionnaires.

La finance d'entreprise a pour objet d'optimiser la rentabilité des apports en capitaux et assurer la solvabilité de l'entreprise et la liquidité de sa trésorerie. Elle est donc amenée à gérer les

outils financiers (emprunt, immobilisation financière, et autres outils d'engagement et actifs financiers).

Pour les PME marocaines, le service financier est souvent intégré au service comptable et administratif. Cette intégration s'explique en grande partir par le fait que le service financier s'appuie d'abord sur les informations comptables.

Parmi les grandes missions de la Finance d'entreprise, on peut citer deux types de missions:

**A. Missions à long terme**

Le choix d'investissement en termes de rentabilité, c'est-à-dire l'identification des opportunités d'investissement susceptibles de créer de la valeur. Le service financier de l'entreprise donne certains indicateurs pour permettre de faire des choix quant au changement du périmètre de l'entreprise.

Le service financier participe à la stratégie d'entreprise, surtout pour donner un point de vue relatif au niveau de dépendance en capitaux extérieurs de l'entreprise et de la structure du financement des investissements retenus, à partir des capitaux propres, des emprunts ou de l'autofinancement.

**B. Missions à cours terme**

Les entreprises doivent vieillir à optimiser la rentabilité de leurs placements à court terme. Elles doivent vieillir de prés à leur trésorerie, notamment pour faire face aux échéanciers de paiement et éviter les découverts. Elles doivent gérer leur cycle d'exploitation, c'est-à-dire surveille le niveau de leurs stocks, de leurs créances clients et de leurs dettes d'exploitation.

Une bonne gestion financière d'entreprise est basée particulièrement sur trois critères. En effet, la rentabilité pour permettre à l'entreprise d'attirer les capitaux propres dont ils a besoin à son activité, la solvabilité qui donne à l'entreprise la possibilité de recourir aux emprunts et le troisième critère la liquidité est nécessaire à l'entreprise pour faire face à leurs engagements de paiement à court terme lors de l'activité de l'entrepris.

A noter que la rentabilité peut découler et / ou influencer la solvabilité et la liquidité. Le premier indicateur ne se situant pas au même niveau d'évaluation temporel que les deux autres.

**II. La gestion financière des PME**

Il est admis que la PME marocaine est sous capitalisée à cause d'un financement en fonds propres souvent faibles ne permettant pas de réaliser un programme d'investissement équilibré.

Dans ces conditions, les problèmes financiers auxquels la PME doit d'abord faire face à court à terme peuvent résulter de besoins en liquidité en rapport avec l'exploitation et non couverts par les capitaux permanents.

Ainsi, les PME utilisent abusivement les découverts bancaires et les facilités de caisse et d'autres prêts à court terme pour financer l'investissement aggravant leur déséquilibre financier et finissent par subordonner leurs activités aux concours bancaires à court terme qui provoquent des frais financiers de plus en plus lourds à supporter par l'entreprise.

De telles entreprises deviennent de plus en plus dépendantes vis-à-vis des facilités bancaires et de plus en plus vulnérables face aux problèmes de débouchés commerciaux ou de recouvrement de créances par exemple.

Rapidement, de graves problèmes de trésorerie surgissent compliqués par la limitation ou carrément la suppression des concours bancaires par méfiance en regard de la situation de l'entreprise.

S'il n'est pas rare que le dirigeant de la PME fasse appel par sa propre initiative (sans intervention du banquier) à des formules de financement inadaptées comme le financement des immobilisations par des crédits à court terme ou le recours systématique sans véritable motif le justifiant aux découverts bancaires, il est vrai que le recours à l'endettement à court terme est également encouragé pour des considérations de prudence et de rentabilité par les banquiers. Les prêts à court terme sont plus rentables et plus sure pour les banques.

Celles-ci expliquent le surendettement à court terme des PME/PMI par le fait que ces entreprises n'offrent pas suffisamment de garanties et présentent des risques élevés pour un financement à long terme.

La sous-capitalisation, l'insuffisance des fonds propres ajoutés à une maîtrise imparfaite de la fonction financière et notamment des besoins en fonds de roulement constituent les ingrédients de la vulnérabilité financière par excellence.

Cette situation de vulnérabilité extrême résulte d'une part de l'incapacité du dirigeant à renforcer les fonds propres et à doter son entreprise d'une bonne gestion notamment d'une bonne gestion financière.

Le renforcement des fonds propres se heurte à la rareté des fonds de participation et à la réticence des chefs d'entreprises qui par mesure d'indépendance poussée à l'extrême, refusant d'ouvrir le capital de leurs entreprises à un actionnariat autre que l'actionnariat familial.

De même, la mauvaise gestion financière peut se refléter par l'absence d'une comptabilité claire traduisant la vraie situation de l'entreprise se répercutent sur la qualité des calculs de la capacité d'endettement, des cash-flows, des prix de revient, des coûts d'exploitation etc.….

La faible maîtrise des techniques comptables semble caractériser certaines PME qui par conséquent sont handicapées pour avoir des tableaux de bord reflétant leur santé financière permettant d'élaborer une stratégie édifiante.

**A. Les caractéristiques financières des PME**

Parmi les caractéristiques financières des PME, nous pouvons évoquer une faible planification financière, une gestion opérationnelle de financement largement informelle et un contrôle de gestion quasi inexistant.

Traditionnellement, le financement des entreprises de taille moyenne ou petite repose principalement sur les capitaux personnels, souvent limités; le recours à des crédits à court et moyen terme, jugés très coûteux, n'est utilisé qu'en dernier lieu. Ceci influe sur leur profitabilité, réduit leur performance financière et accroît le risque d'insolvabilité à court et moyen terme.

**B. Le degré de perception des problèmes de financement**

Il est observé au niveau des PME une certaine situation paradoxale : si les problèmes financiers sont au cœur des préoccupations de gestion de l'entrepreneur, la fonction financière est, dans une large mesure, sous estimée.

Aux yeux du dirigeant de la PME, les conditions de financement représentent une contrainte sur laquelle il aurait peu de pouvoir aussi bien pour le long que pour le court terme. Autrement dit, selon son idée, les problèmes financiers ne sont que la résultante, pure et simple, des autres problèmes de gestion.

Or, une telle perception des problèmes financiers s'avère d'autant plus redoutable lorsque l'on sait que les partenaires financiers de la PME appuient leur jugement sur la compétitivité de celle-ci. Cette compétitivité mesurée à partir d'indicateurs financiers, probablement viciée à la base.

De surcroît, il parait que le dirigeant décide de la structure financière de son entreprise à partir de sa propre perception du besoin en fonds de roulement.

### C. Le besoin d'une stratégie financière

En général, la structure telle qu'elle est déterminée par le dirigeant de la PME s'avère le plus souvent inadéquate avec les besoins financiers de l'affaire. Des études récentes[36] montrent une remarquable constance de leur structure de financement (prédominante du capital familial, recours au fonds propres en premier, sollicitation limitée des financements externes…).

Il est à noter que la composante financière n'est pas assez déterminante dans l'esprit managérial de la majorité des dirigeants des PME. Dans ce sens, les erreurs de gestion en matière de financement sont le plus souvent la conséquence d'erreurs.

Une petite entreprise dont l'activité s'inscrit dans un processus de croissance mal maîtrisé, sera confrontée à un problème de financement des investissements matériels et immatériels et au problème du besoin en fonds de roulement sans les avoir préalablement bien évalués dans un plan stratégique. Le problème sera encore aigu si l'entreprise se fixe comme objectif la croissance, tout en maintenant sa volonté d'indépendance et d'autonomie financière, et sans pour autant en avoir les moyens.

Aussi, l'une des limites majeures auxquelles est confrontée la petite entreprise réside dans une maîtrise insuffisante des problèmes financiers ou des incidences financières des décisions de gestion. Alors, les erreurs d'appréciation se traduiront rapidement en incidents de paiement susceptibles de s'accumuler. La petite entreprise doit se doter d'un système de direction stratégique et de contrôle des performances qui doit être basé essentiellement sur des indicateurs financiers fiables. Car les projets qui ne sont pas traduits par des concrétisations financières fiables sont souvent la cause du refus des dossiers de crédit.

### D. Le rôle du dirigeant de la PME

Dans la petite entreprise, le rôle du dirigeant en matière d'animation et de contrôle est déterminant, du fait que c'est à lui que revient cette tache. Cependant, il est préoccupé essentiellement par des taches techniques et commerciales qu'il estime plus prioritaires, les décisions financières s'occupent qu'une place minime dans ses préoccupations de gestion. Or, comme nous l'avons vu ci-haut, toutes les décisions de gestion courantes ont une incidence financière souvent mal évaluée et se répercutent parfois gravement sur la trésorerie de l'entreprise.

[36] Rapport d'étude établie par le Cabinet Mc Kinsey en 2005.

Ceci dit la décision financière dans la petite entreprise relèverait plutôt de la "gestion par exception", le dirigeant ne prendra conscience du problème que tardivement ; c'est-à-dire, seulement une fois l'incident de paiement ayant eu lieu (défection d'un client, refus d'une demande de crédit, etc.…).

Ceci pourrait évidemment nuire au bon fonctionnement des activités de leur entreprise. Par exemple, les incidents de paiement sur un client ne seront pas immédiatement portés à la connaissance des commerciaux qui continueront à recevoir des commandes, ce qui est de nature à aggraver les états du chiffre d'affaires, de la production et des approvisionnements et à engendrer, en conséquence, des difficultés de trésorerie importantes.

De même, la négociation des conditions de paiement ou de financement est le plus souvent opérée par le dirigeant de l'entreprise sans aucune harmonie, ni avec les conditions d'exploitation internes à la firme ni encore avec son équilibre financier de court terme. Ceci trouve son origine dans le fait que dans les PME "les formes de la négociation, voire de la prise de la décision stratégique, restent largement intuitives et artisanales".

## §2. La gestion de la trésorerie

La trésorerie d'une entreprise est la somme de tous les avoirs et dettes à court terme. Une partie importante de la trésorerie est le contenu des comptes de banque et des comptes de caisse de l'entreprise. La gestion de la trésorerie permet, à l'entreprise dans premier, de contrôler les entrées et sorties de fonds, dans un second lieu d'optimiser la gestion de trésorerie, dans un sens de sécurité et de rentabilité et dans un troisième lieu de s'assurer de la bonne application des conditions bancaires (jours de valeur, frais appliqués sur le flux de trésorerie).

### I. Caractéristiques de la gestion de la trésorerie

La gestion de trésorerie consiste à veiller à maintenir un liquide suffisant pour faire face aux échéances, tout en optimisant la rentabilité des fonds. En effet, si la trésorerie est positive, dans ce cas l'entreprise aura la possibilité de placer cet argent pour rapporter des intérêts ou l'investir, et si elle est négative, il faut alors payer des agios bancaires.

L'entreprise est liquide quand les ressources dégagées par ses opérations courantes lui fournissent les disponibilités suffisantes pour faire face à ses échéances à court terme. Avec le capital, la trésorerie est le deuxième aspect de la dimension financière de l'entreprise. C'est une contrainte dans le sens où si l'entreprise se retrouve en situation d'incapacité de payer à l'échéance (en état de cessation de paiement), elle risque le dépôt du bilan.

La rentabilité (résultat/moyens) est la capacité de l'entreprise à rémunérer des fonds durables mis a sa disposition la principale contrainte étant la confiance des partenaires (prêteurs, actionnaires, clients, fournisseurs). En effet, si la confiance baisse le niveau d'engagement s'en ressent et l'entreprise peut alors être conduite à déposer le bilan.

La solvabilité est la capacité de l'entreprise à faire face à ses engagements à leur échéance. L'entreprise est contrainte à rester solvable à contrario son image se dégradera et de plus certains partenaires (banque fournisseurs) risquent de refuser de poursuivre leurs relations. Cela peut conduire à réduire son activité ou pire à déposer le bilan.

**II. Rôle du trésorier**

Le trésorier doit prévoit et assurer les échéances au moyen d'un plan de trésorerie, qu'il doit optimiser de façon à avoir d'une part le moins possible de fonds non rentrés (surveillance des encaissements) ou dispersés, par exemple dans les agences, filiales et leurs comptes en banque propres (c'est le concept de la trésorerie centralisée), et d'autre part, le moins possible de fonds liquides rapportant peu ou pas assez d'intérêts.

Ce pendant, il faut avoir suffisamment d'argent disponible ou de lignes de crédit pour assurer les paiements à temps pour éviter l'un défaut de paiement.

Pour une gestion réussie de la trésorerie de l'entreprise, le trésorier doit par ailleurs assurer la relation avec les banques pour bénéficier, dans un premier lieu, des circuits d'encaissement et de paiement les plus rapides, sûrs et rentables, et dans un second lieu de profiter des taux d'intérêt les plus favorables.

De même, pour une PME en croissance, le trésorier doit pouvoir d'une part, mesurer et surveiller la performance de la trésorerie de l'entreprise et d'autre part, créer des stratégies et des tactiques opérationnelles visant à maximiser la trésorerie de l'entreprise.

Dans le cadre de soutenir la PME marocaine, la banque populaire a lancé récemment un produit (Chaabi Cash Pooling), qui représente une démarche structurante pour l'entreprise qui cherche à optimiser la gestion de ses flux de trésorerie, assurer une réduction et une maîtrise de ses coûts et frais financiers et avoir une meilleure visibilité de sa trésorerie grâce à la pertinence, la disponibilité et l'efficacité de l'information financière recherchée.

Ce produit a pour objet de :

- Centraliser les nombreux comptes sur un compte unique;

- Consolider la trésorerie de l'entreprise;

- Gérer les placements par des ordres de souscriptions ou de rachat en cas de besoin d'OPCVM monétaire de la filiale AL ISTITMAR CHAABI;

- regrouper les flux des comptes secondaires vers le compte principal centralisateur.

Par ailleurs ce produit de la banque populaire présente les avantages suivants:

- La gestion d'une position globale;

- La concentration des ressources financières et la réactivité de l'entreprise, en améliorant sa capacité à saisir rapidement des opportunités;

- L'optimisation de la gestion des risques financiers;

- La baisse des charges financières;

- Une solution souple, évoluant selon les besoins de l'entreprise.

## §3. La politique d'investissement

L'investissement, pour l'économiste, est transformation d'un capital, entendu dans le sens de ressource monétaire, en capital fixe, un bien d'équipement ou de l'immobilier par exemple ; pour le financier il recouvre la notion de placement à moyen ou long terme dans des actifs financiers. Pour le comptable, l'investissement est synonyme d'immobilisation qu'elle soit corporelle, incorporelle ou financière.

Les entreprises cherchent à anticiper la demande avant d'investir pour savoir s'il est nécessaire d'augmenter leurs capacités de production.

Ainsi des anticipations favorables où l'on prévoit une hausse de la demande, favorisent l'investissement tandis que les anticipations défavorables qui prévoient une stagnation ou une baisse de la demande, le freinent.

Les taux d'intérêt déterminent le coût des emprunts contractés pour effectuer un investissement et peuvent donc freiner l'investissement s'ils sont hauts. Le niveau d'endettement de l'entreprise joue aussi : une entreprise endettée devra consacrer ses profits à son désendettement au risque de disparaître.

Tout investissement doit prendre en compte le coût d'opportunité permettant de comparer son bien fondé par rapport à d'autres utilisations du capital engagé.

### I. Caractéristiques

Les investissements peuvent être classés selon leur objectif:

- L'investissement de capacité ou d'expansion pour but d'augmenter la capacité de production de l'entreprise;

- L'investissement de remplacement ou de renouvellement, a pour but de maintenir l'activité à son niveau actuel. C'est l'investissement de prédilection en période de crise;

- L'investissement de modernisation ou de productivité, a pour but d'accroître la productivité en introduisant des équipements modernes et perfectionnés;

- Il peut aussi prendre une forme stratégique, son but est alors d'assurer le développement de l'entreprise.

L'investissement est considéré comme productif lorsque la valeur cumulée des biens et des satisfactions obtenus est suffisamment supérieure aux coûts engendrés.

Un investissement matériel concerne un bien de production, par exemple, un investissement immatériel concerne des services: formation, recherche-développement, innovation, marketing, technologies de l'information, publicité, etc., susceptibles d'apporter un développement futur.

## II. Critères de décision d'un investissement

Apres avoir exposé les caractéristiques des investissements qui peuvent être classés selon leur objectif, il nous semble utile d'étudier les critères de décision d'un investissement à travers l'analyse macro-économique, l'analyse micro-économique et à la fin l'analyse économie d'entreprise.

### A. Analyse macro - économique

Dans sa décision d'investir, l'entrepreneur compare le coût de l'investissement (I) et la somme des valeurs actualisées des rentrés de trésorerie obtenues grâce à l'investissement (R). Le projet d'investissement sera réalisé si R > I. Dans l'analyse keynésienne, l'efficacité marginale du capital désigne le taux de rendement interne de l'investissement. Elle sert de taux d'actualisation des recettes tirées de l'investissement. Pour Keynes, l'investissement dépend de la comparaison entre l'efficacité marginale r de l'investissement et le taux d'intérêt pratiqué sur le marché des capitaux. Si r > i, la décision de réaliser l'investissement est justifiée. Il peut être financé soit à partir de fonds dont dispose l'entreprise, soit à partir d'emprunt dont le coût est inférieure au taux de rendement de l'investissement.

Pour une efficacité marginale donnée, l'investissement apparaît comme une fonction décroissante du taux d'intérêts. Le niveau du taux d'intérêt est donc la variable incitatrice ou

des incitatrices privilégiées du processus d'investissement. Dans l'analyse keynésienne, l'investissement est considéré comme autonome, c'est-à-dire indépendant du revenu.

**B. Analyse micro - économique**

Selon l'analyse néoclassique, l'investissement doit être fait jusqu'au point ou son bénéfice marginal égale son coût marginal. James Tobin a proposé un critère, appelé le Q de Tobin qui compare la valeur boursière de l'investissement avec son cout de remplacement. Dixit et Pindyck (1994) proposent de faire l'analogie avec les options : pour la décision d'investissement, l'entrepreneur a le choix entre ne rien faire et attendre ou investir tout de suite, choix dont l'irréversibilité joue un rôle important.

**C. Analyse économique d'entreprise**

Investir revient à engager de l'argent dans un projet, en renonçant à une consommation immédiate et en acceptant un certain risque, pour accroître ses revenus futurs.

Le retour sur investissement ou rendement, est le ratio de la capacité d'autofinancement par rapport au montant investi. Il est souvent fait à titre prévisionnel pour déterminer si un investissement proposé est adapté, et dans quelle mesure il satisfera l'investisseur. La rentabilité est un critère décisif pour choisir l'investissement, elle est mesurable avec certains critères : la valeur actuelle nette, l'indice de profitabilité, délai de récupération du capital investi et l'avantage relatif.

Le taux de rentabilité interne (TRI) peut parfois être en contradiction avec le critère de la Valeur Actuelle Nette (VAN)[37]. On peut trouver deux investissements A et B tels TRIA >TRIB et VANB >VANA:

- Temps de retour sur investissement, le délai au bout duquel on récupère capital investi;

- Le capital investi a une durée de vie à la fin de laquelle il peut encore présenter une valeur résiduelle.

**D. Les formes d'investissement**

Nous avons montré que le premier recours à l'investissement passe par les banques; cependant, devant les difficultés d'accéder facilement à ces ressources, nous allons examiner à la lumière

[37] La valeur actuelle nette (VAN, en anglais : Net Present Value, NPV) est un flux de trésorerie actilisé représentant l'enrichissement supplémentaire d'un investissement par rapport au minimum exigé par les apporteurs de capitaux. Elle mesure à partir d'informations comptables si l'investissement peut réaliser les objectifs des apporteurs de capitaux.

de l'expérience du Fonds National de Mise à Niveau (FOMAN), dont les conditions sont détaillées dans le premier paragraphe de la première section de ce chapitre, le profil du mode de financement après quatre ans d'exercice (2004-2007):

| Années | 2004 | 2005 | 2006 | 2007 |
|---|---|---|---|---|
| Nombre de demandes | 22 | 12 | 11 | 19 |
| Evolution (%) | - | -45,5 | -8 | 73 |

A fin 2007, le nombre total des dossiers traités a atteint 64 dont 58 ont été validés par le comité de crédit. Les programmes d'investissement agréent s'élève à 313,5 MDHS, en progression de 28,5% par rapport à 2006. L'engagement correspondant du FOMAN a augmenté de 33,66% pour atteindre 95,7MDH.

En dépit des conditions intéressantes du FOMAN, les résultats obtenus restent mitigés au regard du taux d'engagement du fonds (30%). La baisse des taux intérêts appliqués par les banques, actuellement de 6,67% (soit une réduction de 10% entre 2004 et 2007), l'assouplissement des conditions de garanties et la situation de sur liquidité des banques expliqueraient cette reprise. Sur les 19 dossiers traités en 2007, cinq sont issus des plans d'actions réalisés par l'ANPME.

**E. Financement et structure financière des PME marocaine**

Les entreprises sont modérément liquides. En moyenne, la différence entre leur passif et leur actif à long terme (propriété intellectuelle, participations, terrains et bâtiments, et matériel) est de l'ordre de 2 à 5 millions de dirhams, avec de nombreuses variations selon les années.

Les bénéfices réinvestis sont la première source de financement des entreprises au Maroc. En moyenne, les bénéfices réinvestis financent 62% des investissements et 71% des besoins en fonds de roulement des entreprises. Les financements bancaires ou ceux d'autres institutions financières ne reviennent qu'en second rang. Ceux-ci ne représentent que 20% du financement des besoins en fonds de roulement (essentiellement sous la forme d'autorisation de découvert) et 25% des investissements. Le crédit fournisseur et les avances des clients représentent la troisième source de financement la plus importante, soit 7% des besoins en fonds de roulement. Le crédit-bail n'est utilisé que dans 7% des investissements. Les autres sources de financement sont mineures.

En ce qui concerne le financement des opérations, le crédit entre entreprises joue un rôle essentiel. Les ventes à crédit représentent en moyenne 73% des ventes. Seulement 4% des ventes sont payées à l'avance par les clients. Près de 94% des entreprises reçoivent un crédit fournisseur d'une durée moyenne de 75 jours. Moins d'un quart des fournisseurs offre une ristourne pour paiement à la livraison. Quand elle est offerte, cette ristourne est en moyenne de 4%. Une même proportion d'entreprises (95%) offre des facilités de paiement à leurs clients, pour une durée moyenne identique et des taux d'escompte et des pratiques similaires. En moyenne, les entreprises ont 30 jours d'inventaire de produits finis. Ceci est considérable par rapport à d'autres pays comparables.

Le crédit à la clientèle représente une charge considérable des entreprises manufacturières, bien au-delà de ce que l'on observe ailleurs. Les comptes clients représentent un quart des actifs. Ils représentent 80% de la valeur comptable nette combinée des terrains et des équipements. Il n'est désormais pas rare que les crédits clients soient consentis à 120 jours et plus. Ce phénomène inquiétant s'accompagne d'un accroissement encore plus alarmant des chèques sans provision.

De fait, l'augmentation des impayés se traduit mécaniquement par un allongement des délais de paiement, chaque fournisseur impayé se trouvant lui-même dans l'obligation de demander des délais de règlement plus longs. Ceci est devenu un problème majeur pour les entreprises, en particulier celles de petite taille.

Tout comme le crédit client, le client fournisseur est une source majeure de financement des entreprises. Il est, en moyenne, équivalent à 80% du crédit accordé par les entreprises à leurs clients. 3% du crédit fournisseur et des avances sur ventes sont libellées en devises. Pour alimenter leur trésorerie, les entreprises font appel aux facilités de découvert consenties par les banques et pratiquent l'escompte des lettres de change. Les banques préfèrent octroyer des prêts contre des lettres de change émises par leurs propres clients, car elles peuvent les réescompter auprès de la banque centrale ou auprès d'établissements spécialisés. Seules les lettres de change émises par des entreprises de grande taille et de bonne réputation sont acceptées par les établissements d'escompte.

## Conclusion du chapitre

Le présent chapitre s'est proposé, dans un premier temps, de définir ce qu'englobe le terme "Petite et Moyenne Entreprise". Il a été démontré qu'il n'existe pas de définition unique ou universelle des PME mais que chaque organisme ou gouvernement retenait un certain nombre de critères lui permettant d'attribuer aux entreprises le qualificatif de PME.

Les critères retenus, à ce niveau, sont :

- Soit des critères quantitatifs (total du bilan, chiffre d'affaire, effectif etc.) qui permettent de cerner plus facilement la notion de PME dans l'objectif de lui appliquer des politiques économiques ou fiscales mais qui, en même temps, refusent de pénétrer à l'intérieur;

- Soit, des critères qualitatifs qui sont, à notre sens, plus pertinent puisqu'ils mettent en évidence l'aspect humain lié à l'entreprise. En effet, la culture managériale du dirigeant demeure l'invariante fondamentale qui permet de différencier la PME de la grande entreprise.

Les PME représentent, selon la confédération générale des petites et moyennes entreprises (CGPME) 95% du total des entreprises, elles jouent un rôle important surtout dans le domaine de l'absorption du chômage et de la création de la richesse.

Cependant, ce rôle reste restreint à cause de ces problèmes souvent financiers qui entravent le financement des ces cycles d'exploitation et d'investissement. Plusieurs obstacles limitent le développement des PME au Maroc, il s'agit en premier lieu d'un manque de la transparence et la fiabilité de l'information comptable et financière communiquée, qui souvent lié à la fragilité de leurs structures et d'une sous-capitalisation. De même, les PME souffrent souvent d'une carence du capital humain bien encadré et formé. Par conséquent, ces entraves peuvent entrainer une détérioration de la performance et de la compétitivité des PME.

Ce chapitre, nous a permis de constater que la majorité des PME marocaines est sous-capitalisées, car dans leurs gestions financières elles se basent sur le financement en fonds propres souvent faibles ne permettant pas de réaliser un programme d'investissement équilibré. Ainsi, les PME utilisent trop les découverts bancaires et les facilités de caisse et d'autres prêts à court terme pour financer l'investissement aggravant leur déséquilibre financier. Dans ce sens, on peut dégager les caractéristiques financières des PME:

- Une faible planification financière;

- Une gestion opérationnelle de financement largement informelle; et

- Un contrôle de gestion quasi inexistant.

Les PME marocaines ne disposent pas encore de véritables alternatives au financement bancaire, ce qui ne permet pas un véritable arbitrage entre les différentes sources de financement.

L'handicap des PME marocaines est encore bien réel et sa résorption aurait des effets positifs sur l'économie; la structure financière des entreprises marocaines étant mise en évidence, il en ressort l'ampleur du financement bancaire et de la relation banques / entreprises, comme facteur déterminant dans la prospérité des entreprises.

Comparativement à d'autres pays, les PME marocaines sont moins performantes puisque leur croissance interne est entravée par des difficultés de financement, plus particulièrement par l'insuffisance des fonds propres.

En outre, ce chapitre a mis en évidence la problématique du financement et de la mise à niveau des PME. Ces dernières, quoique constituant l'essentiel du tissu économique, n'ont pas:

- Accès aux ressources nécessaires pour financer leurs projets de développement;

- Saisi l'opportunité du programme national de mise à niveau pour se restructurer, et ainsi résister au choc de l'ouverture des marchés.

L'accès aux moyens de financement classiques est subordonné à la capacité des entreprises à présenter des garanties réelles, non liées à la fiabilité des projets (caution solidaire du chef d'entreprise, hypothèques sur des biens non économiques, nantissements etc.). Cette situation pousse les PME de recourir à d'autres moyens de financement alternatifs tel que le marché boursier.

# CHAPITRE 2 : SOURCES DE FINANCEMENT ET INTRODUCTION EN BOURSE

## Introduction

Dans le présent chapitre, nous essayerons d'analyser les raisons du choix de la source de financement; et nous tenterons de dégager d'une part, les principales variables qui peuvent expliquer pourquoi certaines sources de financement sont avantageuses par rapport à d'autres dans le financement global des entreprises et d'autre part, la structure financière optimale des entreprises.

Ainsi, nous tenterons de voir dans une première section la structure financière et les sources de financement des PME, dans la deuxième section les coûts et les avantages de l'introduction en bourse et de noter, dans la dernière section les contraintes de l'introduction en bourse.

## Section 1 : Structure financière et sources de financement des PME

La structure du capital s'analyse comme étant la configuration du passif à long terme de l'entreprise ou encore comme la combinaison des sources de financements accumulées à une date de donnée.

Le rôle du gestionnaire est de répondre à la question de proportion idéale des dettes et des fonds propres qui doit figurer dans le passif du bilan. En faisant ceci, le gestionnaire dote son entreprise d'un structure pour laquelle le coût est minimal ou bien celle qui maximise la valeur de l'entreprise. Cette question a fait l'objet de nombreuses discussions théoriques variées à partir de 1950. Les tenants de l'existence d'une structure financière optimale se trouvaient confrontés à ceux qui défendaient l'indifférence de la valeur de l'entreprise par rapport à son degré d'endettement. Les contributions dans ce domaine sont nombreuses et souvent contradictoires.

Les variables en questions peuvent être relevées au niveau de l'analyse des avantages et des inconvénients des sources de financement et aussi au niveau de leur coût qui apparait comme une variable déterminante du choix financier pour les entreprises.

Ainsi, nous essayerons dans cette section de présenter la structure financière des PME, puis nous mettrons en évidence les disparités des avantages et des inconvénients des sources de financement des PME.

## §1. La structure financière des PME

Dans ce paragraphe nous tenterons d'exposer la raison sur laquelle compte beaucoup les gestionnaires pour arrêter leurs choix des sources de financement tient à leurs coûts, puis nous mettrons en évidence les apports des nouvelles théories de l'agence et de signal.

### I. Relation entre l'objectif de l'entreprise et le coût du capital

Avant d'entamer les aspects théoriques du coût de capital, nous mettons en évidence au préalable la fixation de l'objectif de l'entreprise.

#### A. La fixation d'objectif

La décision de financement que prennent les responsables de l'entreprise se base sur un certain nombre de critères qui servent à son évaluation. Du point de vue financier, le principal critère qui semble pertinent dans la décision de financement a été évoqué par la théorie financière à partir des années 50. Il s'agit de la maximisation de la richesse des actionnaires ou la maximisation de la valeur des capitaux propres.

Le choix du critère en question trouve sa justification dans le fait que les actionnaires sont les seuls propriétaires de l'entreprise et que se sont eux, par conséquent, qui assument la fonction de prise de risque.

De nombreuses discussions théoriques se sont intéressées aux relations entre maximisation de la richesse des actionnaires et maximisations de la valeur de l'entreprise[38].

En effet, la théorie néoclassique stipule qu'il y a "Equivalence entre la maximisation de la richesse des actionnaires et la maximisation de la valeur de la firme"[39]. Cette équivalence s'explique par le fait que la valeur de la firme dépond du résultat de son activité. En maximisant ce dernier, elle maximisera la valeur de son actif ou sa valeur. La richesse des actionnaires aux yeux des néoclassiques n'est rien d'autre que la différence entre la valeur de l'actif et la valeur de ses engagements c'est-à-dire les dettes et, par la suite la maximisation de la valeur de l'entreprise conduit à la maximisation des capitaux propres.

La théorie néoclassique montre qu'il y a une simple relation entre la maximisation de la valeur de l'entreprise et la maximisation de celle des capitaux propres. Ce pendant, leur analyse se dénote par son insuffisance, car elle ne tient pas compte des conflits entre les différents partenaires de la vie de l'entreprise. D'autres théories viennent de les intégrer dans

[38] La valeur marchande de l'entreprise est égale à la valeur marchande des capitaux propres et de dettes.
[39] Nathalie Morgues "Financement et coût du capital de l'entreprise" Edition Economica, 1993, p25.

leur raisonnement sans remettre en cause le principe ou l'objectif de la maximisation de la richesse des actionnaires. Mais elles s'opposent aux néoclassiques en connaissant la complexité de la relation mentionnée ci-dessus.

La notion de coût du capital revêt une grande importance dans la théorie de l'investissement, de financement et de la maximisation de richesse des actionnaires. Il est un taux d'actualisation qui sert au seuil d'acceptation ou de rejet d'un projet d'investissement : un projet ne peut être retenu que si ton taux interne de rentabilité est supérieur au coût du capital, il sera rejeté s'il lui est inférieur. Plus le coût du capital est faible, plus l'entreprise a des possibilités supplémentaires d'investir, est plus sa valeur marchande est grande. Cette situation consiste le nœud des responsables de l'entreprise puisqu'il est dans leur intérêt d'amasser les fonds à moindre coût jusqu'au point qu'ils atteignent un minimum de coût de capital.

**B. Les aspects théoriques du coût du capital**

La théorie du coût de capital a été fondée par les économistes américains qui se sont intéressés à la décision d'investissement. Le coût du capital était l'objet de nombreuses discussions théoriques souvent contradictoires. L'un des accords entre les théoriciens se situe au niveau de l'identification du concept.

Le coût du capital est un coût d'actualisation qui pourrait être utilisé dans l'investissement. C'est ainsi un taux qui détermine la valeur de l'entreprise par la capitalisation des bénéfices d'exploitation.

L'école française aborde le problème du taux d'actualisation dans une optique macro-économique, alors que l'américaine privilège le couple rentabilité-coût, et ceci, pour déterminer l'investissement.

Parmi les problèmes posés dans la théorie financière, nous identifions à présent la relation entre le coût du capital et le risque d'exploitation, ce qui a permis aux auteurs d'aborder plus qu'une norme du coût du capital.

William et Nilson[40] rejoignent Lintner sur le point de dépendance entre le coût du capital et le risque d'exploitation et suggère qu'il faille au moins deux normes de coût du capital, tout dépend du risque d'exploitation associé au projet d'investissement considéré. En effet, si la

[40] William.G et Nilson, traduit en français par F.Grault et R.Zissiwiller apparu dans "coût du capital et évaluation de l'entreprise"T2 edition Dunod, 1972, P4.

société est engagée dans un seul type d'activité, elle devrait utiliser le coût moyen pondéré du capital pour l'évaluation de la majorité des projets appartenant à la même classe de risque. Par contre, si elle est engagée dans plus d'un secteur elle devrait utiliser une norme de coût de capital pour chaque secteur puisque ces derniers présentent des risques différents.

Le deuxième problème posé au niveau de la théorie financière se dénote par la détermination d'un coût du capital. Ce dernier ne peut être déterminé que si l'on estime le coût de chaque source de financement qui le compose.

## II. Passage de coûts des sources de financement à la détermination du coût global du capital

Les coûts des sources de financement à savoir les coûts implicites, explicites et d'opportunités se dénotent par leur différence que ce soit au niveau de l'autofinancement ou au niveau des fonds propres ou encore au niveau d'endettement.

Or, le capital n'est rien d'autre qu'un groupement des ressources provenant des origines différentes dont le coût global du coût de la ressource qui le compose. Ceci nous a amené à déterminer avec rigueur le coût des sources de financement prises isolement pur, répondre à la question de détermination du coût global du capital, ainsi que les difficultés que pose son évaluation.

### A. Détermination des coûts des ressources de financement

Pour financer ses activités, l'entreprise recourt soit au financement interne (Autofinancement) soit au financement externe. Ce dernier se réalise soit par voie du marché financier (emprunt obligatoire ou augmentation du capital) soit par voie des intermédiaires bancaires.

Selon ce chemin, nous tenterons de déterminer le coût de chaque source de financement : autofinancement, endettement et fonds propres externes[41].

Il est à noter que le concept "coût ne revêt pas la même signification pour ces trois modes de financement. En effet, le coût du capital action est représenté par le taux de rentabilité exigé par les actionnaires. Celui des dettes se compose d'un coût explicite qui est lié au taux d'intérêt et d'un coût implicite représenté par le taux d'actualisation. Quant à l'autofinancement il a un coût en opportunité "[42].

[41] Voir le deuxième paragraphe de la présente section de ce chapitre.
[42] William.G et Nilson, traduit en français par F.Grault et R.Zissiwiller apparu dans "coût du capital et évaluation de l'entreprise"T2 edition Dunod, 1972.

## 1. Coût des fonds propres ou capital action

Le coût du capital action doit présenter la rémunération exigée par les actionnaires, à savoir non seulement l'espoir d'encaisser les dividendes dans l'avenir mais aussi celui de percevoir des actions gratuites et/ou des plus-values que l'accumulation des bénéfices au sein de l'entreprise aura permis de générer.

Le coût du capital action prélevé sur le marché financier est difficile à déterminer pour les raisons suivantes:

- les flux relatifs à la détention des actions sont inconnus c'est à dire les bénéfices et la politique de distribution sont indéterminés;

- La détention de l'action ne s'étale pas sur le long terme, tout dépend au cours boursier;

- Le coût du capital action peut être estimé à travers la méthode dite d'actualisation. Cette méthode consiste à actualiser les revenus futurs attachés à la détention de l'action. Les revenus en question peuvent être des bénéfices ou des dividendes.

### a. Estimation du coût des fonds propres par les bénéfices

Le rendement noté KC qu'attend l'actionnaire de son placement et qui représente le coût des fonds propres externes peut être calculé par référence aux bénéfices qu'attend l'entreprise. Le court de l'action Po peut être évalué comme suit : P = somme Bt / (1+ KC). Ou :

Po : le cours boursier de l'action.

Bt : les bénéfices prévus pour l'année t.

KC : le coût des fonds propres.

Les bénéfices au période t1, t2 ……. Tn sont actualisés au taux Kc qui est égale au coût du capital action.

Dans le cas ou les bénéfices évolueraient à l'identique le coût Kc = B/Po.

### b. Estimation par les dividendes

Le cours de l'action est égale à la même actualisée à l'infini des dividendes futurs Po = somme Dt / (1+ KC )t

En fonction de la politique de l'entreprise, la distribution des bénéfices peut garder une structure régulière ou bien être modifiée pour satisfaire les détenteurs des actions.

Dans le cas ou les dividendes par action sont constants et ceci quel que soit la période, le coût

de l'action peut s'établir ainsi :

Po = D / KC ce qui nous donne KC = D / Po

Ou Po : Cours de l'action

D : Dividendes par action

KC : Coût des fonds propres.

**2. Coût de la dette**

Nous nous limitons aux seuls provenant du marché obligatoire et / ou des organismes prêteurs.

Le coût d'endettement peut être déterminé dans deux optiques différentes:

- Dans une optique comptable : le coût des dettes correspond à des charges qui se composent des intérêts versés, des primes d'émission et des remboursements. Le coût apparait ainsi comme un flux de charges financières venant aggraver le résultat de l'entreprise ;

- Dans une optique financière: le coût de la dette revêt une signification différente et fréquemment utilisable. Elle correspond au taux d'actualisation K "qui rend le produit net de l'emprunt égale à la valeur actuelle du principal et des intérêts"[43]. Le coût peut être donné par la formule : $Po = \sum (It + Pt) / (1+ KC) t.$ Ou

Po : Les entrées de fonds initiales reçus par la firme.

It : Les intérêts versés à la période t.

Pt : Le remboursement du principal à la période t.

Par un raisonnement progressif, dans lequel nous introduisons les frais liés aux dettes, le coût prendra plusieurs formulations.

Dans un monde ou il n'y a pas ni impôt ni frais d'émission le coût de la dette à long et moyen terme est égale au taux d'intérêt nominal Ki = I. Ou

I : Taux d'intérêt nominal

Ki : Coût de l'emprunt.

Dans un monde ou seul l'impôt existe, le coût de la dette devient :

[43] J.C.Horn, op. Cité. P 512.

Ki = I (1-t)[44].

Le raisonnement en termes d'introduction de l'impôt conduit à affirmer que le coût des dettes après impôt est légèrement inférieur à celui avant impôt dû à la déductibilité des charges d'intérêts.

**B. Détermination du coût global du capital**

Jusqu'à présent, on a considéré les possibilités qu'ont les entreprises pour se financier et la manière dont elle calcule le coût de chaque source de financement prise isolement. Il nous reste maintenant à déterminer le coût global du capital d'une entreprise financée à partir des deux sources de financement que sont l'endettement (obligation, prêts bancaires …) et les capitaux propres (autofinancement, action).

Les coûts explicites respectifs étant supposés connus, il suffit, pour obtenir le coût capital de l'entreprise, de considérer chacune des ressources en fonction de sa part dans le coût du capital avancé à l'entreprise. Le coût global du capital Ko est alors égal à la moyenne pondérée du coût des capitaux propres KC et du coût des dettes Kd, les coefficients de pondération étant les parts respectives des capitaux propres C et de dettes D dans la structure financière :

Ko = [ (KC x C) + (Kd x D) ] / (C+D).

La détermination du coût global du capital revêt un intérêt certain pour l'entreprise car il sert de seuil d'acceptation ou de rejet pour les projets d'investissement. En effet, un projet est retenu si son taux interne de rentabilité est supérieur au coût moyen pondéré su capital, il sera rejeté s'il lui est inférieur.

**III. Les apports des nouvelles théories de l'agence et de signal**

Ces deux théories se contentent d'expliquer les comportements des différents agents qui interviennent au niveau de l'entreprise à savoir les dirigeants, les actionnaires les obligataires et les créanciers en général, et de voir l'impact de leur comportement sur la détermination de la structure financière. Dans ce cadre deux hypothèses fondamentales sont à prendre en considération:

- Les dirigeants et les actionnaires n'ont pas forcement les mêmes objectifs;

- Tous les agents économiques n'ont pas un égal accès à l'information relative à la firme et à

[44] J. Couvreur cité par R. M'rabet, op cité : p.173.

son environnement.

Pour ce faire nous nous pencherons en premier lieu sur l'extension de la théorie de l'agence à la finance d'entreprise puis en deuxième lui nous évoquerons le financement de l'entreprise en présence d'asymétrie d'information.

### A. Extension de la théorie de l'agence à la finance d'entreprise

Dans ce cadre, il nous semble opportun d'exposer dans un premier lieu l'extension de la théorie de l'agence à la finance d'entreprise, et dans un second lieu d'étudier les conséquences de la délégation du pouvoir.

#### 1. Organisation de l'entreprise et délégation du pouvoir

Contrairement aux entreprises familiales ou le pouvoir de décision est détenu entièrement par le propriétaire et sa famille, les grandes entreprises, en général, font exception ; dans la mesure où il y a séparation du pouvoir de la propriété. Le pouvoir s'exerce soit par des organes internes "actionnaires" soit par des organes externes "dirigeants non Propriétaires" en fonction de leur qualification. Selon A.Levy "Le pouvoir dans la structure de financement n'est pas neutre, ce pouvoir s'acquière soit par la possession du capital soit par la compétence du dirigeant"[45].

La situation d'un dividende dans une organisation, dépend de l'action d'une autre personne. Ce que décide de l'action est l'agent, alors que celui affecté par la décision est le principal. L'apport de Pratt et Zeck hauser[46] nous apprend que non seulement la relation existante entre les acteurs à l'issue de la délégation du pouvoir constitue la relation d'agence, mais aussi la relation de coopération.

Jensens et Mackling étaient très précis lorsqu'ils ont mentionné que la relation d'agence est un contrat selon lequel une ou plusieurs personnes, le principal ou mandant, engage une autre personne, l'agent ou mandataire, pour accomplir des services en leur nom, service qui implique la délégation du pouvoir de décision au profit de l'agent. Jensen et Mackling sont les premiers auteurs qui ont introduit le modèle d'organisation du pourvoir de décision dans l'entreprise pour expliquer le comportement des décideurs et leurs relations avec eux qui l'ont confié sa délégation. L'entreprise se caractérise donc par des relations d'agence entre les détenteurs de capitaux les créanciers et les dirigeants.

[45] A.Levy "Management financier"Edition Economica, collection D.E.C.F : UV, 1993 p.128.
[46] Cité par N.Morgus" Financement et coût du capital de l'entreprise" collection Gestion, Edition Economica, 1993.

## 2. Conséquences de la délégation du pouvoir

La délégation du pouvoir dans l'entreprise génère des relations d'agence caractérisées par des rapports conflictuels entre les actionnaires et les dirigeants, d'une part, et autre les créanciers et les dirigeants – actionnaires, d'autre part, et ceci lorsque ces derniers coopèrent entre eux.

### a. Nature de relation entre les dirigeants et les actionnaires

Selon Quintard et Zisswiller[47], la théorie d'agence est fondée sur "les fonctions d'utilités et sur les conflits potentiels qui existent entre le mandat et le mandataire". Certainement, les dirigeants d'entreprise et les actionnaires ont les mêmes objectifs selon le contrat qui les a unis, mais en termes d'utilité personnelle ils s'opposent car les dirigeants cherchent à maximiser leurs fonctions d'utilité par des prélèvements pécuniaires et non pécuniaires, et de ce fait ils n'agissent plus dans l'intérêt des actionnaires, représenté par la maximisation de leur richesse.

Les conflits contractuels dus à la divergence d'intérêt entre actionnaires et dirigeants entrainent des coûts que l'on regroupe en trois catégories:

- Coûts de surveillance : ce sont des dépenses engagées par le mandant pour observer les décisions insensées des mandataires;

- Coûts résiduels : sont généralement des coûts d'opportunités, tels l'abandon par le mandat le contrôle des actions prises par le mandataire;

- Coûts de justification : sont engagés par le mandataire.

Ce qu'on peut tirer de ces analyses d'une manière générale, la délégation du pouvoir crée de tensions entre les actionnaires et les dirigeants. Ces tensions s'accentuent avec le degré de conflit entre eux et génèrent des coûts d'agence dont le montant est très élevé. La réduction de ces coûts est une nécessité impérieuse pour converger les intérêts. La résolution de ce problème réside dans le recours à l'endettement.

### b. Nature de relation entre créanciers et actionnaires – dirigeants

L'analyse de ce type de relation suppose une relation suppose une relation d'entente entre les dirigeants et les actionnaires. Ces derniers se regroupent pour s'opposer aux créanciers.

En effet, les créanciers misent à la disposition de l'entreprise des fonds dont l'espoir de les

[47] M.C.Jensen et W.H.Meckling "Theory of the firm managerial behavior agency cost end ownership structure"journal of financial économics, vol3, 1976.

récupérer à échéance, augmentés de charge d'intérêts. La partie coalisante, quant à leur part prélève investir dans leurs comportements génère des tensions et des conflits. Jensen et Meckling stipulent que le contrat de la dette incite les actionnaires à investir de façon optimale. En effet, les recettes des investissements reviennent principalement aux actionnaires, mais en cas du non réalisation de ces recettes les créances supportent les conséquences d'échec dans la mesure où ils ne peuvent être remboursés. Pour les mêmes auteurs l'arbitrage entre les coûts d'agence de la dette et les avantages qu'ils procurent à l'entreprise conduit à une structure optimale du capital.

### 3. La résolution des conflits

Avant d'exposer la nature de la relation entre actionnaire-dirigeant et les créanciers, il nous semble utile d'étudier, dans un premier temps, la nature de relation entre les dirigeants et les actionnaires.

#### a. Nature de relation entre les dirigeants et les actionnaires

L'élimination ou au moins la réduction des conflits est une solution bénéfique pour les actionnaires. Cette solution leur permet d'une part, de maximiser leur richesse et d'autre part, de limiter les prélèvements pécuniaires des dirigeants. La réduction de ces conflits nécessite l'entreprise "Les conflits entre les objectifs des individus sont résolus par la mise en place d'un réseau de relation contractuelle"[48]. Du point de vue financier le réseau se situe dans la politique financière de l'entreprise.

L'endettement constitue un moyen pour les intérêts entre les dirigeants et les créanciers. Car toutes politiques du recours à l'endettement entrainent une augmentation du risque de faillite qui peut conduire au moins à la perte d'emploi des dirigeants, ce qui l'oblige à être plus performant. Dans le même ordre d'idées A. Levy dit "L'endettement a pour avantage d'inciter les dirigeants à augmenter leur rentabilité, ce qui va dans l'intérêt des actionnaires"[49].

L'endettement constitue un moyen de résolution des conflits contractuels parce qu'il réduit les coûts d'agence. Selon Jensen et Meckling, plus l'endettement augmente plus les coûts d'agence associés aux relations entre actionnaire et dirigeants (coûts d'agence des fonds propres) baissent, en même temps les coûts inhérents à la relation entre actionnaires et créanciers augmentent (coûts d'agence de l'endettement). L'optimum est atteint lorsque les coûts d'agence atteignent leur niveau minimal.

[48] A. Levy, op.cité p.229.
[49] Idem

**b. Entre actionnaires – dirigeants et créanciers**

La résolution des conflits qu'ont pour origine l'accroissement du risque de moyen l'entreprise et le sous investissement, réside dans l'instauration des moyens qui peuvent empêcher les actionnaires – dirigeants de s'approprier une partie de la richesse de l'entreprise au déterminant des créanciers. En d'autre terme, il s'agit d'éviter les décisions qui accroissent le risque des actifs de l'entreprise et / ou qui conduisent à l'investissement sous optimal. Les principales solutions susceptibles de converger les intérêts entre les différents partenaires de l'entreprise sont :

Les garanties ou sûretés réelles : Elles prennent généralement la forme d'hypothèque sur terrains ou de nantissement sur matériels. Ces derniers assurent le remboursement des fonds mis à la disposition de l'entreprise par les créanciers ;

Les prescriptions de limites d'endettement : Ces limites peuvent être de deux ordres, d'une part, l'interdiction d'émettre ultérieurement des dettes obligatoires de rang supérieur à celui qui existe déjà et, d'autre part le plafonnement de l'endettement à un niveau fixé par un ratio approprié qui doit être généralement lié au risque de l'entreprise ;

Choix de l'échéance de la dette : dans les pratiques financières, les remboursements des dettes se font par annuités constantes ou variables. Ces échéances ont pour objectif de réduire les risques de l'entreprise et des créanciers. En outre le recours à l'endettement à court terme renouvelable au lieu de celui à long terme favorise la résolution des conflits actionnaires – créanciers ;

L'émission d'obligations convertibles en actions : la clause de convertibilité peut dissuader les actionnaires actuels de modifier la structure et le risque du portefeuille des actifs ainsi qu'elle les incite à choisir des projets qui contribuent à l'augmentation de la valeur de la firme. En effet, les obligations convertibles sont assimilées à des options d'achats relatives aux actions de l'entreprise émettrice. Leur émission s'interprète comme étant une augmentation du capital différé ou bien un endettement édulcoré. Les titres en question ont des avantages aussi bien pour les souscripteurs que pour les émetteurs. Les souscripteurs bénéficient des revenus fixes, alors les émetteurs bénéficient du coût qui se situe entre celui de l'emprunt ordinaire et celui de l'augmentation du capital.

**B. La structure de financement en présence d'asymétrie d'information**

Puisque les différents protagonistes de l'entreprise ont des intérêts divergents, et des perceptions différentes sur l'entreprise, nous pouvons considérer les théories qui gèrent ces

relations sont complémentaires à celles étudiées précédemment.

### 1. Le principe de l'asymétrie d'information

Il est fondé sur le principe stipulant que les dirigeants de l'entreprise sont mieux informés que le reste du marché en général sur les performances de l'entreprise et en particulier sur les bénéfices et les opportunités de l'investissement.

### 2. La signalisation

Pour rendre la firme plus attrayante, les dirigeants émettent un signal aux investisseurs pour la différentie des autres entreprises. Mais ce signal peut être imité par les concurrents, ce qui nécessite en présence d'asymétrie d'information, l'instauration du système d'intéressement aux dirigeants pour les obliger à communiquer l'information qui reflète le mieux la situation, ainsi que les pénalités pour les dissuader d'agir différemment des autres. Le signal dont nous venons de parler peut être émis de deux façons différentes : la première façon consiste à agir selon les actes des dirigeants, alors que la seconde concerne l'action sur le niveau d'endettement de la firme.

#### a. La participation du dirigeant au capital de l'entreprise

L'une des modalités de signalisation la plus pertinente a été avancée par Leland et Pyle en 1977. Selon ces autres les dirigeants de l'entreprise détiennent les actions de leurs sociétés en cas de perspectives favorables. Mais ils les dessaisissent dans le cas contraire. La participation des dirigeants dans le capital de l'entreprise est un excellent signal pour les investisseurs et le reste du marché.

#### b. L'endettement est un moyen d'informer le marché

Partant de l'évidence "l'endettement accroît le risque de faillite" alors tout chargement dans la politique financière de l'entreprise induit automatiquement des modifications dans la perception de la firme par le marché. A la suite de ce changement, les partenaires de l'entreprise, pour qu'ils répondent à leurs propres intérêts doivent informer le marché sur leurs anticipations et sur les performances de l'entreprise.

En effet, le lancement d'un nouvel emprunt, exige l'entreprise de signaler au marché ses véritables perspectives, c'est-à-dire si elle est capable de générer suffisamment de cash pour faire face aussi bien à ses charges d'intérêts supplémentaires que ses engagements. En cas de perspectives favorables la firme est attrayante et peut obtenir. Dans le cas contraire elle ne peut l'obtenir.

L'endettement constitue un signal que doivent utiliser les dirigeants pour caractériser la nature de leur firme. Cependant, aucune entreprise n'a intérêt à émettre un faux signal grâce à l'existence de pénalité (faillite) que peut entraîner l'endettement s'il est mal transmis (signal).

### 3. L'ordre de financement hiérarchique

En présence d'asymétrie d'information, Myers et Majluf (1984) suggèrent que le choix du mode de financement s'opère selon un ordre, qualifié en théorie financière, de l'ordre hiérarchique de financement. Les autres tiennent à l'idée selon laquelle l'entreprise recourt en premier lieu au financement par les bénéfices qu'elle génère, en deuxième lieu aux emprunts et en troisième lieu à l'augmentation du capital.

## §2. Disparités des avantages et des inconvénients des sources de financement

Les variables en questions peuvent être relevées au niveau de l'analyse des avantages et des inconvénients des sources de financement et aussi au niveau de leur coût qui apparait comme une variable déterminante du choix financier pour les entreprises.

## I. Les avantages et les inconvénients des sources de financement

Avant d'exposer les avantages et les inconvénients des sources de financement externes, il nous paraît opportun de faire un survol très rapide des avantages et les inconvénients des sources de financement internes.

### A. Les avantages et les inconvénients de l'autofinancement

Pour bien préciser les avantages et les inconvénients de l'autofinancement, il nous semble utile d'exposer dans un premier lieu les définitions et les mesures de ce mode de financement, et dans un second lieu les avantages de l'autofinancement.

#### 1. Définitions et mesures de l'autofinancement

Le concept d'autofinancement a été défini différemment par les théoriciens. La définition du concept est liée à l'approche utilisée. Dans le cadre de la comptabilité des entreprises, Elie Cohen[50] définit l'autofinancement de deux manières.

La première considère l'autofinancement comme étant l'ensemble de flux de fonds dégagés par l'entreprise sur ses activités, et conservé durablement par elle-même pour financier ses

[50] E.Cohen "Gestion Financière de l'entreprise et développement financier" Edition : EDICEF, 1991, P.194

opérations futures. La capacité d'une entreprise à se financier elle - même se décompose en amortissement et en profit réservé. Le profit réservé est la partie du revenu de l'entreprise qui n'est pas distribuée aux actionnaires, elle est retenue ou encore mise en réserve. L'amortissement est la partie du revenu qui est consacrée à remplacer le capital.

La seconde définition du concept, qui est qualifiée de technique, fait appel à son mode de calcul. L'auteur propose deux méthodes de calculs convergentes:

La première, dénommée méthode soustractive, considère l'autofinancement comme un résidu, c'est-à-dire la différence entre les flux d'encaissement et décaissement induit par l'activité de l'entreprise. Sur ce résidu sera prélevé le montant de dividendes à distribuer.

La seconde méthode dénommée additive, s'oppose à la première par le fait qu'elle consiste à sommer les dotations aux amortissements et aux provisions avec les bénéfices non distribués pour obtenir l'autofinancement.

Les deux procédés aboutissent au même résultat. Mais en raison de sa simplicité, la seconde est fréquemment utilisée en pratique.

### 2. Les approches de l'autofinancement

Avant de présenter les approches accordant une place prépondérante à l'autofinancement, il nous semble utile d'étudier les approches accordant une place limitée à l'autofinancement.

#### a. Les approches accordant une place limitée à l'autofinancement

L'histoire de l'émergence des modes de financement, nous a appris que l'autofinancement était la première et la principale source de financement utilisée par les firmes. "Historiquement les modes de financement sont apparus de façon progressive et dans un ordre chronologique qui a permis l'émergence successive d'un régime d'autofinancement, puis de la finance directe et enfin de l'intermédiation financière"[51].

Malgré que son utilisation ait été reconnue depuis longtemps, les approches économiques et même parfois financières ne lui attribuent aucune place privilégiée par rapport aux autres sources dans le financement global des sociétés. Parmi les principales approches économiques et financières nous citons : l'approche néoclassique, keynésienne, celle de Walter et celle de Modigliani et Miller. Ces approches ont été fondées dans des optiques différentes. Les approches économiques ont été fondées sur la théorie de l'investissement alors les financières

[51] E.Cohen op cité P.42.

l'ont été sur la théorie de distribution des bénéfices.

**i. Les approches économiques**

Dans ce cadre, il nous parait utile de présenter dans un premier lieu la théorie néoclassique, et dans un second lieu la théorie keynésienne.

Selon la théorie néoclassique, la société investit tant que la production marginale du capital est supérieure au coût du capital financier. Le taux d'intérêt qui permet de calculer ce coût est unique. Il est égal à celui qui serait perçu si les bénéfices non distribués étaient investis à l'extérieur.

A la lumière de la théorie néoclassique, il n'y a pas lieu de distinguer entre les ressources qui concourent à l'investissement et, par conséquent, l'autofinancement n'a pas d'importance particulière par la comparaison avec les autres sources. L'autofinancement et l'investissement sont donc indépendants.

Le modèle keynésien a été fondé sur la théorie de l'investissement plutôt que de financement. Ce pendant, certaines traces des questions financières figuraient dans sa littérature, ce qui nous a permis de l'aborder.

Selon Keynes, l'investissement dépend seulement du taux d'intérêt ; cette relation intime conduit à inciter les entreprises à investir par une simple action sur les taux d'intérêts. Or ces investissements peuvent être financés par voie interne ou externe.

Si l'entreprise opte pour l'autofinancement, elle s'attend à ce que le taux de rendement soit supérieur au taux d'intérêt, sinon, elle devra renoncer car "le revenu qu'elle recevra en prêtant l'équivalent du bien d'investissement sera supérieur à ce que lui rapportera l'investissement"[52].

En revanche, si elle recourt à l'extérieur, elle investira tant que le rendement qu'elle espère obtenir lui permet de rembourser le principal et l'intérêt. L'entreprise continue à investir jusqu'à ce que le taux de rendement égalise le taux d'intérêt.

Quant au choix du mode de financement avantageux, il est à signaler que Keynes n'en parle pas et n'accorde aucune importante à l'autofinancement sur les autres sources[53]. Toutefois, l'introduction du risque dans l'analyse keynésienne reconnait à l'autofinancement une

[52] R.M'rabet, "Les fondements de la décision d'investissement de la grande entreprise : un essai d'explication stratégique" Thèse d'Etat en science de gestion, université Paris Dauphine, 1982, P.73.
[53] Il s'agit essentiellement de l'endettement et des opérations sur le capital.

certaine supériorité sur les autres sources, en raison de son coût plus faible. La différence du coût ainsi constatée provient des exigences des bailleurs de fonds qui cherchent à couvrir le risque et l'incertitude.

Comme l'analyse néoclassique, la théorie keynésienne ignore le problème d'autofinancement n'a pas d'influence sur l'investissement.

**i.i. L'approche financière**

L'approche financière étudie le problème de l'autofinancement sous cet angle de l'alternatif autofinancement-distribution de dividendes. Les principales approches qui se sont intéressées à ce problème sont celles de J.Walter, et F.Modiglini et Miller.

D'après l'approche de James Walter qui fut l'un des premiers théoriciens à élaborer un modèle théorique sur les dividendes. Il visait par ce dernier à établir une politique de distribution de dividendes en indiquant les conditions de rétention et de distribution.

Le principe de son modèle repose sur le fait que la politique de dividendes en tant que décision de financement est déterminée seulement par la rentabilité des opportunités d'investissement.

En effet, pour Walter il existe un taux de distribution optimal. Cette situation se produit lorsque la valeur de l'action sur le marché est maximale. Le taux optimal pour lui, est condamné à être nul. Dans ces conditions, tous les fonds internes sont conservés à des fins de financement des opportunités. Ainsi, si le rendement des investissements est inférieur à la capitalisation du marché. Cette situation se caractérise par l'inexistence de l'autofinancement.

Le cas d'égalisation entre le rendement des investissements et les taux de capitalisation du marché ne pose pas pour Walter puisque, pour lui, le prix sur le marché des actions est indépendant du taux de distribution de dividendes.

Les enseignements qu'on peut tirer du modèle de Walter se résument dans l'idée selon laquelle l'autofinancement n'a pas de sens que si les occasions d'investissement s'offrent à l'entreprise. Quant au problème de préférence de l'autofinancement sur les autres ressources, Walter ne l'évoque pas : Tout se passe comme si toutes les ressources avaient la même importance.

Par ailleurs, Modigliani et Miller, ont démontré avec beaucoup de rigueur, dans le cadre d'un

marché parfait[54], que les firmes sont indifférentes à l'égard de la politique de distribution de dividendes. Elles peuvent donc opter la politique qu'elles souhaitent que ce soit rétention ou distribution sans qu'il ait effet sur leurs valeurs. La validation de ces conclusions par les auteurs est basée sur la neutralité de la politique de financement ayant fait d'une publication dans un article paru en 1958 par ces mêmes autres.

Le modèle élaboré par Modigliani et Miller qui a abouti à ces conclusions peut être présenté sous une forme simplifiée tel que suit[55] :

CPt = (NtPt+1+NtDIVt) / (1+Rt) ou

CPt : les capitaux propres à la période t.

Rt : le taux de rentabilité requis par les actionnaires pendant la période t.

DIVt : les dividendes à la période t.

Pt+1 : le cours boursier à la période t+1.

Nt : le nombre d'action.

Par ailleurs, au cours d'une période t, la relation d'égalité des flux d'emploi et de ressources est vérifiée pour :

It = NtDIVt + var B.F.D.R = E.BE + AKt + Et - FFt ou

var B.F.D.R : variation B.F.D.R.

It : l'investissement à la période t.

FFt : Frais financier à la période t.

AKt : Augmentation de capital à la période t.

Et : Variation des dettes financières diminuées de remboursement.

Apres transformation, les augmentations du capital AK sont tels que : AKt = It – Ft + NtDIVt. De même, comme les augmentations du capital sont égales au nombre d'actions nouvellement crées (m) multiplié par le cours Pt+1, alors AK = m Pt et nt+1= nt + m. le nombre d'actions à la fin de l'exercice est égal au nombre d'actions au début d'exercice augmenté du nombre d'action émise. Selon la règle d'évaluation présentée ci-dessus, les capitaux propres prennent une nouvelle formulation :

[54] Dans ce marché, il n'y a ni impôt ni coût d'accès au marché financier, l'information est symétrique et sans coût.
[55] G. Charreaux "Gestion Financière" Edition Litec, 1986, p.382.

CP= (ntPt+1+NtDIVt) / (1+Rt)

= (nt+1 Pt+1 – mPt+1 + nt DIVt) / (1+Rt)

= (CPt+1 – It + Ft) / (1+Rt).

Selon cette relation, il apparaît nettement que la valeur des fonds propres ne répond pas de la politique de dividendes puisque la variable dividende (DIV) disparaît du modèle. Ce qu'on peut tirer du modèle de Modigliani et Miller c'est que le montant mis en réserve - donc l'autofinancement - n'a également aucune importance, l'entreprise peut distribuer le montant qu'elle souhaite et peut recueillir les fonds dont elle a besoin par recours à d'autres moyens sans aucune limitation puisque selon les mêmes auteurs la politique de financement est parfaitement neutre.

**b. Les approches accordant une place prépondérante à l'autofinancement**

Il s'agit essentiellement de la théorie de l'ordre hiérarchique de financement qui fut développé par Myers et Mjluf.

Le principe de la hiérarchie est basé sur les observations des faits et manque, à l'origine, de justifications théoriques. Mais à travers l'hypothèse d'existence d'asymétrie d'information, Myers et Mjluf ont établir un corpus théorique à ce principe. Toutefois Myers a abandonné l'hypothèse d'asymétrie d'information et a justifié théoriquement le principe de la hiérarchie. Myers et Mjluf proposaient un modèle de financement hiérarchique basé sur les hypothèses suivantes:

- Les investisseurs sont moins informés que les dirigeants sur la valeur de la firme;

- Les dirigeants cherchent à maximiser la richesse des actionnaires existants;

- Les actionnaires existants sont passifs et ne modifient pas leur portefeuille en fonction des décisions prises par les dirigeants.

Sur la base de ces hypothèses, les auteurs établissent un ordre hiérarchique[56] dans le financement : l'autofinancement du capital. La théorie de financement hiérarchique a été remise en cause par un certain nombre de théoriciens. A titre d'exemples G.M. Constantinides et B.D.Grundy[57] soutenaient que les firmes n'ont pas uniquement le choix entre dettes et

[56] E.Butel, "Les théories de financement hiérarchique apportent-elles une explication nouvelle de la structure de financement des entreprises ?" Revue finance 1994, pp. 140-157.
[57] S.Boutahlil "La structure financier des entreprises au Maroc" Thèse de 3ème cycle, Université Mohamed V Rabat, 1994, p.56.

actions. Mais elles peuvent recourir à une multitude d'instruments financiers pour racheter leurs actions et financer leur projet d'investissement. Pour eux, il n'y a aucune raison pour qu'il y ait un ordre de financement hiérarchique comme dans le cas de Myers et Mjluf.

**i. Les avantages de l'autofinancement**

Bien que les approches théoriques de l'autofinancement soient loin d'être convergentes, les études empiriques montrent que l'autofinancement est une source de financement prépondérante dans le financement global des firmes à long et moyen terme.

La préférence des entreprises pour le financement d'origine interne s'explique par la supériorité de ses avantages sur les autres sources. Ces avantages peuvent être repérés à plusieurs niveaux : au niveau de sa disponibilité ; au niveau de son coût ; et au niveau de ses performances.

**- L'accès à l'autofinancement**

Pour la plupart des entreprises ce type de financement reste le moyen le plus simple comme le précise Gordon Donalson :"Dépendre des bénéfices réinvestis demeure pour la plupart des sociétés, la voie la plus facile car elles peuvent ainsi éviter d'être sous les feux de la rampe et de devenir le point mixe des actionnaires"[58].

Le recours à l'autofinancement ne donne lieu à aucune charge financière contrairement à l'émission d'obligations ou à l'augmentation du capital qui sont lentes et donnent lieu à des coûts fixes ainsi qu'à des coûts indirects. Les coûts ainsi engendrés peuvent restreindre l'accès au marché financier surtout pour les entreprises de moyenne taille.

Par ailleurs, l'autofinancement assure l'indépendance de la firme vis-à-vis des apporteurs de capitaux, ce qui limite le risque de faillite et assure la stabilité dans la structure du pouvoir et dans la répartition des bénéfices.

Il faut ajouter également que l'autofinancement peut se réaliser dans les meilleurs délais et ne donne lieu à aucune charge de remboursement.

Les institutions de crédit peuvent aussi orienter le comportement des entreprises vers le recours au financement interne. Cette situation s'explique par la rigidité de leur statut juridique qui peut limiter les possibilités d'endettement auxquelles nous ajoutons les conditions sévères de consentement des prêts.

[58] G.Donaldon, "Corporate deb capacity: division of resreach" gradwate school administration, Havard University, Boston 1961, cité par S. Bouthahlil, op cite p.171.

**- Le coût de l'autofinancement**

En comparaison avec les autres sources de financement, l'autofinancement a un coût faible. En effet, le coût d'opportunité des fonds investis à l'intérieur de l'entreprise est, au plus, égal au taux d'intérêt des prêts qu'il pourrait consentir, en tout cas il est inférieur à celui des emprunts.

L'erreur commise par les praticiens est de considérer l'autofinancement comme une source de financement gratuite. Les théoriciens s'opposent aux patriciens par la reconnaissance du coût de l'autofinancement. Ce dernier a constitué de controverse dans la théorie du capital.

En effet, selon Brochier, il est possible de distinguer entre autofinancement ex-post et ex-ante. Un autofinancement est dit ex-post lorsque, à la fin de l'exercice comptable, les responsables de l'entreprise décident d'affecter au moins une partie des profits constatés à l'investissement.

Mais si les responsables cherchent à augmenter le prix de vente de leur produit en agissant sur le marché du travail pour dégager les fonds nécessaires nous sommes en présence d'un autofinancement ex-ante. Pour l'auteur, l'autofinancement ex-post est sans coût, alors que le coût de l'ex-ante dépend du marché où opère l'entreprise.

Dans le marché de monopole, ou les élasticités sont faibles le monopoleur fait supporter les charges de l'autofinancement au consommateur et par conséquent l'opération est sans coût. Dans le marché de concurrence pure et parfaite, l'autofinancement ex-ante n'existe pas puisque l'élasticité de la demande est forte.

En présence du marché d'oligopole, si l'augmentation n'est pas suivie, l'entrepreneur baissera sa part des ventes du groupe oligopoliste. Cette réduction des ventes constitue le coût de l'autofinancement pour l'auteur.

Dobrovsky propose une autre logique du coût de l'autofinancement, il s'agit du coût d'opportunité "du point de vue actionnaires le coût des fonds propres internes est un coût d'opportunité, en ne distribuant pas une certaine partie du profit net, la direction prive les actionnaires de l'occasion d'investir en dehors de la société aux meilleurs taux de rentabilité accessibles sur le marché"[59].

J.C Van Horn propose deux démarches de la détermination du coût de l'autofinancement:

- La première tient compte de ce que les actionnaires prévoient comme dividendes "Si la

[59] Dobrovolsky, "l'entreprise et l'économie du 20ème siècle" Edition Dunod 1966 ; cité par R.M'rabet op. Cité : p.165.

firme n'est pas en mesure de saisir les opportunités d'investissement qui procurent un rendement de Kc, les actionnaires pourront probablement trouver sur le marché des titres d'autres sociétés qui, avec le même degré de risque pourront procurer un tel rendement"[60].

- De nombreux auteurs soutiennent que le coût de l'autofinancement ou des bénéfices non distribués doit tenir compte de l'impôt que doivent payer les actionnaires sur les dividendes. Selon, cette thèse le coût des bénéfices non distribués est: K = (1-t)Kt.

- La seconde démarche est fondée sur le critère de "rendement externe" selon lequel "le coût d'opportunité des bénéfices non distribués est déterminé par ce que la firme peut obtenir du placement de fonds à l'extérieur"[61].

**- L'autofinancement est un signal**

Le financement sur fonds propres internes est nécessaire pour l'entreprise, car il constitue, d'une part, un bon indicateur relatif aux performances dans la mesure ou" un autofinancement élevé rassure les apporteurs de capitaux externes sur les possibilités de rémunération et de mise en valeur de fonds qu'ils peuvent fournir "[62] et, d'autre part, ajoute E. Cohen "son importance donne aussi une mesure de risque de non - remboursement que les apporteurs de capitaux supportent du fait de l'entreprise"[63]

**i.i. Limites de l'autofinancement**

Malgré que l'autofinancement occupe une place prépondérante dans le financement global des firmes, il demeure insuffisant. Ce caractère constitue une limite partielle mais considérable de l'autofinancement. En outre le recours exclusif à ce moyen de financement comporte autres limites qui affectent à la fois chaque entreprise considérée isolement, et l'économie nationale. En effet, les besoins et la capacité de financement diffèrent d'une entreprise à l'autre.

Certains ont des besoins qui dépassent largement leur capacité immédiate, il s'agit notamment des entités de productions appartenant aux domaines d'activité qui requièrent un important effort d'investissement. Si ces entités se limitaient à l'autofinancement pur, elles devraient renoncer à des occasions d'investissement ce qui limite leur développement. Pour les entités ayant des ressources qui excèdent leur besoin de financement immédiat, elles détiennent des excédents des capitaux inutilisables. Les entreprises ayant ce comportement font partie des

[60] J.C.Von Horn,"Gestion et politique financière" T1 Edition Dunod, 1982, p.125
[61] J.C.Van Horn, op. cité p.126.
[62] E.Cohen op, cité p.194.
[63] E.Cohen, IRID.

domaines d'activité dans lesquels la technologie est stabilisée ou les possibilités d'accroissement de production sont limitées. Un tel régime d'autofinancement correspond à un gâchis de ressource et à une limitation non justifie des possibilités de développement des entreprises et de l'économie nationale. Cette situation nécessite la mobilisation financière permettant de déplacer les surplus soit directement soit par intermédiation d'où la nécessité d'un financement externe.

## II. Les avantages et les inconvénients du financement externe

Comme nous l'avons précisé dans le paragraphe précédent, l'autofinancement occupe une place prépondérante dans le financement global des firmes. Ce pendant, en général, son insuffisance dans la couverture des besoins de financement oblige les entreprises de recourir au financement externe. Ce dernier se réalise soit par la voie de l'emprunt auprès du marché et / ou auprès des intermédiaires financiers, soit par la voie de fonds propres externes.

Dans la présente section, nous chercherons à dégager si l'importance de ces ressources externes que l'on étudiera dans l'optique de leurs avantages et inconvénients peut constituer un arbitrage du choix entre elles.

Pour ce faire, une présentation séparée de ces deux sources de financement constituera un moyen de mieux faire apparaître leur profonde différence.

### A. Au niveau de l'endettement

Avant de survoler les inconvénients de ce mode de financement externe, il nous semble utile d'exposer les avantages de l'endettement.

#### 1. Les avantages de l'endettement

La théorie financière propose un certain nombre de variables censées accroître ou freiner le recours à l'endettement. Ces variables résultent d'imperfections diverses du marché financier.

Les variables incitatives du recours à l'endettement sont essentiellement le levier financier et la fiscalité qui est certainement la première à avoir été étudiée de manière approfondie. Par contre le risque de faillite, le risque de la perte de l'autonomie financière et le risque de non – remboursement limitent son utilisation dans le financement

##### a. L'avantage lié à l'incidence fiscale

L'erreur commise par les contribuables est de concevoir la fiscalité comme une contrainte dans les enjeux financiers. Mais en fait, elle constitue un avantage important du

essentiellement à la déductibilité des charges d'intérêts et de l'assiette de l'impôt sur les sociétés.

De nombreux auteurs reconnaissent le rôle de l'avantage fiscal dans l'accroissement de l'endettement. En effet, Modigliani et Miller (1958)[64] et Ross (1985)[65] avaient introduit dans leur modèle la fiscalité pour arbitrer entre le financement par endettement et fonds propres.

Pour G.Charreaux[66], l'intervention de l'Etat par la fiscalité à une influence importante sur la structure du portefeuille d'actif et sur la structure de financement des entreprises. A ce titre d'illustration de l'avantage fiscal nous proposons l'exemple suivant:

Soient deux entreprises dont l'une endettée à hauteur de 5000 DH à un taux d'intérêt de 12%, l'autre non endettée. Le bénéfice avant intérêt étant le même pour les deux entreprises 2 000 DH. Le taux d'imposition est de 35%.

Le tableau suivant récapitule les calculs de bénéfice net, du revenu des actionnaires et celui des détenteurs des titres.

**2.1 : Illustration de l'avantage fiscal**

| | **Entreprise non endettée** | **Entreprise endettée** |
|---|---|---|
| **Capitaux Propres** | **10 000** | **5 000** |
| **Dettes** | **0** | **5 000** |
| **Bénéfices Avant Intérêt et Impôt** | **2 000** | **2 000** |
| **Intérêts Versés** | **0** | **600** |
| **Bénéfices Avant Impôt** | **2 000** | **1 400** |
| **Impôt (35%)** | **700** | **490** |
| **Bénéfices pour les Actionnaires** | **1 300** | **910** |
| **Fonds destinés aux Actionnaires et Obligatoires** | **1 300 + 0 = 1 300** | **600 + 910 = 1 510** |

Source : Les travaux de J.C.Van Horn "Principe de gestion financière" Edition Economica, 6ème édition 1991, p.604.

Les résultats formulés dans ce tableau montrent clairement que les revenus totaux des

[64] F.Modigliani et M.H.Miller, "The cost of capital, corporate finance and theory of investement"1958.
[65] S.A.Ross,"The détermination of financial structure: The incencive signaling approche" in bell journal of economics, 1977, pp, 23-40.
[66] G.Charreaux, "Gestion financière" Edition litec, 1986, p. 19.

actionnaires et des obligations sont plus élevés pour la société endettée que pour celle non endettée. Ce supplément de valeur s'obtient par la multiplication du taux d'imposition par les taux d'intérêt et par la dette, il est dû à la déductibilité des charges d'intérêts.

Toutefois, il est à noter que l'avantage fiscal de la dette ne peut jouer favorablement que si la société imposée réalise des bénéfices. En effet, si la société est déficitaire, elle supporterait la totalité des charges ce qui aggravait sa situation.

L'avantage fiscal que procure la dette peut justifier pourquoi il est dans l'intérêt des entreprises de recourir à l'endettement même si elles ont la possibilité de recourir à d'autres moyens de financement.

Le rôle de l'endettement comme accélérateur peut être démontré par recours à deux modèles, l'un fondé sur les valeurs de marché des fonds, l'autre sur les valeurs comptables.

**b. L'incidence de l'endettement sur la rentabilité des capitaux propres : Effet de levier**

Le deuxième avantage reconnu à l'endettement depuis longtemps par la théorie financière se situe au niveau de l'effet de levier. En effet, l'utilisation accrue de l'endettement fait augmenter la rentabilité des capitaux, c'est ce que soutient P. Conso en affirmant que "dans la mesure ou l'entreprise emploie des capitaux empruntés à un taux d'intérêt fixe dans des investissements dont le taux de rentabilité est supérieur à ce taux, il va en résulter une augmentation du bénéfice à la disposition des actionnaires et une augmentation du bénéfice par action puisque le nombre d'actions est inchangé"[67].

Le rôle de l'endettement comme accélérateur peut être démontré par recours à deux modèles, l'un fondé sur les valeurs de marché des fonds, l'autre sur les valeurs comptables.

**i. Preuve de l'effet de levier à travers le modèle comptable**[68]

Désignons par:

AE : Actif économique de l'entreprise;

FP : Fonds propres;

DF : Dettes financières;

BN : Bénéfices nets;

FF : Frais financiers;

[67] P.Conso, "la gestion financière de l'entreprise" Edition Dunod, 6ème édition 1983, p 237.
[68] M.Albouy "Structure financière et coût du capital" Encyclopédie de gestion, Edition Economica. 1989.

BAII : Bénéfice avant impôt et frais financiers.

La rentabilité de l'actif économique exprimée par Ka avant impôt:

$Ka = BAII / AE \quad (1)$

Le coût de la dette exprimé par Kd avant impôt:

$Kd = FF / DF \quad (2)$

La rentabilité financière des fonds propres exprimé par Ks après impôt:

$Ks = BN / FD \quad (3)$

Soit (t) le taux d'imposition et (L) le levier financier mesuré par le ratio d'endettement L = DF / FP, il exprime la relation entre la rentabilité des fonds propres et l'endettement.

La relation comptable du Bénéfice Net (BN) s'écrit:

$BN = (BAII – FF) [(1-t)] \quad (4).$

Les relations suivantes se déduisent:

$BN = Ks \times FP$

$FF = Kd \times DF$

$BAII = Ka \times AE$

En utilisant ces transformations la relation (4) devient:

$Ks \times FP = (Ka \times AE) – (Kd \times DF) [(1-t)]$

$= [Ka (FP + DF) - (Kd \times DF)] [(1-t)]$

$= [(Ka \times FP) + (Ka \times DF) - (Kd \times DF)] (1-t)$

D'où $Ks = [[(Ka \times FP) \times (1-t) + (Ka \times DF) \times (1-t) - (Kd \times DF) (1-t) / FP$

$= [Ka (1-t) + DF/FP] \times (Ka - Kd ) (1-t)$

$= [(Ka + L) (Ka - Kd ) ] (1-t).$

Cette relation signifie que la rentabilité des capitaux Ks égale à la rentabilité de l'actif économique après impôt augmentée de l'écart entre l'actif économique et le coût de la dette après impôt affecté d'un coefficient d'endettement.

Tant que l'entreprise est rentable économiquement, et que cette rentabilité dépasse le coût de la dette, si l'entreprise recourt davantage à l'endettement (L) augmente et par conséquent la

rentabilité des capitaux propres Ks augmente. C'est ce qu'on qualifie d'effet positif de l'endettement.

Les effets induits de l'endettement sur la rentabilité peuvent expliquer partiellement pourquoi les entreprises préfèrent le financement sur endettement.

Toutefois, il est à noter que les mécanismes de l'effet de levier ne jouent pas toujours pleinement, et tout recours exagéré à l'endettement aura des conséquences graves sur les entreprises.

**i.i. Les limites de l'Effet de Levier**

Les mécanismes de l'effet de levier ne jouent pleinement sur la rentabilité financière des entreprises si les deux hypothèses suivantes soient vérifiées:

- La rentabilité économique de l'entreprise est forte par rapport au coût de la dette;

- Les entreprises sont très endettées.

Toutefois, les facteurs qui déterminent la rentabilité économique et le coût de l'endettement sont différents. En effet, la rentabilité économique dépend des conjonctures économiques, des secteurs d'activité, des risques d'activité et de la nature d'activité de l'entreprise elle – même. Par contre, le coût de l'endettement est lié aux exigences dès actionnaires et des prêteurs ainsi que les conditions du système financier. L'octroi de l'emprunt n'est pas une opération simple à effectuer, elle est liée à plusieurs facteurs et contraintes et par conséquent les entreprises ne peuvent augmenter indéfiniment leurs niveaux d'endettement.

Les divergences constatées au niveau des facteurs qui déterminent le coût d'endettement et la rentabilité économique d'une part, et la rigidité du système financier d'autre part ne peuvent garantir toujours la supériorité de la rentabilité économique sur le coût de la dette. Dans ce cas l'effet de levier de la dette joue inversement c'est-à-dire le recourt à l'endettement détériore la rentabilité financière des entreprises. Cette situation s'explique par le fait que les entreprises empruntent à un taux supérieur à la rentabilité qu'elle peut obtenir de l'investissement dans son actif économique. Il y a dès lors un déficit qui vient s'imputer sur la rentabilité économique dégagée par les capitaux propres. Le résultat s'amoindrit, et la rentabilité financière devient inférieure à la rentabilité économique.

**2. Les inconvénients de l'endettement**

Les avantages du financement par endettement que nous avons soulignés précédemment, se trouvent sérieusement limités dans leurs étendus par ses inconvénients majeurs : le risque de

la perte de l'autonomie financière, le risque de non remboursement et le risque de faillite.

**a. Le risque de la perte de l'autonomie financière**

Lors du choix des sources de financement, la tendance vers la réalisation d'un certain degré d'indépendance constitue sans doute le souci des responsables de l'entreprise. Ces derniers n'ont pas intérêt à s'engager dans des opérations d'endettement lourdes pour éviter de mettre l'entreprise entre les mais de créanciers. De même, ils évitent généralement les ouvertures du capital pour garder la structure du contrôle et la stabilité de la répartition des bénéfices par action.

L'autonomie financière peut être appréciée par le ratio DLMT / CP[69] qui donne aux organismes prêteurs une idée sue le risque. Plus ce rapport est élevé plus le prêteur verra son risque augmenter ainsi que l'entreprise verra son autonomie financière se dégrader.

**b. Le risque de non remboursement**

Plusieurs ratios peuvent définir le risque du prêteur, nous retiendrons le ratio FF/EBE[70], qui indique le montant des frais financiers dans le résultat réel de l'entreprise.

La centrale des bilans de la banque américaine utilise le ratio FF/RBE[71] pour vérifier si les résultats des entreprises couvrent les charges d'intérêts versés à ceux qui ont acheté leurs obligations.

**c. Le risque de la faillite**

La faillite est un facteur déterminant de la politique d'endettement des firmes. Son impact réside dans les coûts qu'elle entraine dans son sillage ainsi que la disparition de l'entreprise. Cela étant, le risque de faillite consiste l'inconvénient majeur du recours à l'endettement et, par conséquent, il le limite au profit des autres moyens de financement.

**B. Au niveau des fonds propres externes**

Le financement par fonds propres externes est un autre aspect de l'obtention de nouvelle ressource pour l'entreprise. Cependant, il diffère de l'endettement par le caractère de la structure de commandement qu'il entraine.

Quant à son origine, il est possible de distinguer entre le cas des entreprises non cotées et celles cotées à la bourse.

[69] DLMT : Dettes à long et moyen terme/ CP : Capitaux propres.
[70] EBE : excédant brut d'exploitation.
[71] RBE : Résultat brut d'exploitation.

Dans les premières, les fonds propres proviennent essentiellement des actionnaires actuels de l'entreprise. Cependant ces derniers sont incapables de faire face aux besoins de financement grandissants. Pour pallier ces insuffisances l'entreprise doit faire appel aux établissements spécialisés, par appel en fonds propre, dont les modalités d'interventions vont de la simple participation au capital jusqu'à celle de la gestion de l'entreprise.

Par contre dans le cas des entreprises cotées à la bourse, le marché financier constitue la principale source des apports en capital à travers la participation des anciens et des nouveaux actionnaires. Actuellement les apports en capital sont beaucoup diversifiés et prennent donc plusieurs formes:

- Les augmentations du capital par émission d'actions nouvelles en numéraire qui apportent à l'entreprise;

- Les augmentations du capital en nature représentées par des biens matériels et immatériels qui apportent à l'entreprise indirectement de liquidité;

- Les augmentations du capital par incorporation de réserves ou conversions de créance qui modifient la structure du passif sans apporter de la liquidité à l'entreprise.

Malgré que le financement par capitaux propres ait des effets positifs sur l'entreprise il n'en demeure pas moins qu'il en a des négatifs qui peuvent réduire son utilisation dans le financement global.

**1. Les effets positifs des fonds propres externes sur l'entreprise**

L'adoption de la politique du renforcement des fonds propres se traduit par une diminution corrélative de l'endettement. L'entreprise réalise de ce fait des économies de frais financiers, qui viennent augmenter l'autofinancement. Ce dernier peut également être renforcé du fait que l'entreprise peut, se dispenser de verser des dividendes mais pas de payer les frais financiers qui constituent une charge permanente en cas d'endettement. Par ailleurs les actionnaires vont recevoir des rémunérations sous forme de dividendes plus consistantes et de plus value de cession.

Les économies ainsi réalisées sont générées par la diminution du volume de l'endettement qui dégage des ressources pouvant permettre la diminution du coût de l'endettement par la modification de sa structure.

Le renforcement des fonds propres a un effet positif sur le plan macro – économique. En effet, la relation entre fonds propres et désinflation s'explique par le fait que les entreprises

confrontées à des évolutions des charges d'intérêts issues de la progression de l'endettement, cherchent à les répercuter sur les prix à la fin de préserver leurs marges Par contre la restriction du recours à l'endettement au profit des fonds propres ont un effet favorable sur les prix qui contribuent à la maitrise de l'inflation.

**2. Les limites du recours aux fonds propres**

L'augmentation du capital est une opération qui consiste à augmenter le nombre de titres par la création nouvelle. L'achat de ces dernières confère à son détenteur le droit de vote, du partage du capital et de répartition du bénéfice. L'emploi du capital action comme mode de financement présente à notre sens des inconvénients que nous résumons dans la dilution du pouvoir et du capital.

**a. La dilution du pouvoir**

Le pouvoir dans l'entreprise s'exerce en fonction du nombre d'actions détenues et de leurs natures. Une éventuelle ouverture du capital face aux nouveaux venants affecterait la structure actuelle des droits de propriété car le pouvoir se trouverait réparti entre un effectif élevé d'actionnaires. C'est ce que précise Guy Van loye, en affirmant que "en matière de dilution du pouvoir, le capital permet une intrusion dans la gestion. L'arrivée de nouveaux actionnaires va favoriser cette intrusion et affecte le degré d'indépendance des anciens actionnaires. Les droits de propriété sont modifiés : le pouvoir se morcelle et se partage. De fait, l'actionnariat ne peut plus être considéré comme un tout, mais doit être analysé en profondeur, en distinguant la place qui tient l'actionnaire principal – dirigeant et celle des autres actionnaires non – dirigeants, ainsi que les rapports intuitu personae qui existe"[72].

Il est bien évident que si cet effet de dilution jouait à plein, tous les actionnaires refuseraient l'augmentation du capital ce qui conduirait p interrompre la croissance de toutes les entreprises.

**b. La dilution du capital**

La deuxième forme de dilution induite par l'augmentation du capital est celle de la dilution du capital. Elle a pour conséquence de léser les anciens actionnaires et de privilégier fortement les nouveaux comme le montre l'exemple suivant. Soit une entreprise présentant les éléments suivants:

[72] Guy Van Loye "Organisation du pouvoir et financement des PME "revue de direction et gestion N°132-133 décembre 1991, p. 56.

Capital Social : 3 000 000 DH

Réserves : 7 000 000 DH

Nombre d'actions : 10 000 DH de 300 DH de nominal.

La valeur mathématique de l'action est de 10 000 000/10 000 = 1 000 DH.

Soit maintenant le doublement du capital par émission d'actions nouvelles :

Capital Social : 6 000 000 DH

Réserves : 7 000 000 DH

Nombre d'actions : 20 000 DH de 300 DH de nominal.

La valeur mathématique de l'action est de 13 000 000/20 000 = 600 DH.

Sur la base de cet exemple il semble que l'actionnaire achète un titre à 600 DH au lieu de 1 000 en comparaison avec la première situation. Au delà de la différence dans la valeur intrinsèque il est à noter qu'avant l'opération de l'augmentation du capital, 10 000 titres partageaient 7 millions de réserves ; alors qu'après l'opération se sont 20 000 qui partagent le même montant. Cela veut dire que les nouveaux actionnaires ont acquis un droit sur le partage des réserves.

## Section 2 : Coûts et avantages de l'introduction en bourse

Le financement direct sur le marché des capitaux ouvre des nouveaux portés aux PME. En principe, ce type de financement leur permet d'avoir des fonds propres plus importants sans intérêts ni contraintes de remboursement (financement gratuit), réduit leur dépendance vis-à-vis des banques et en même temps, diminue leur vulnérabilité aux cycles économiques. Il leur permet aussi d'acquérir une image saine, transparente et moderne, qu'elles pourraient utiliser pour se valoriser sur le marché national et international[73].

En effet, l'introduction en bourse exige de tout faire, non seulement être éligible mais séduire le marché, intéresser les investisseurs en leur offrant du papier de bonne qualité avec des rendements intéressants, chose qui n'est pas aisée.

Toutefois, ce choix de financement par le marché boursier présente des coûts des avantages et aussi des contraintes.

[73] S.M.Rigar "Le nouveau paysage financier au Maroc" Repères et Perspectives, Numéro 5, 2004 page 31.

## §1. Les coûts de l'introduction en bourse

Ritter (1987) avait démontré qu'il existe deux types de coût liés à l'introduction en bourse : les coûts explicites et les coûts implicites. Les premiers sont surtout des coûts administratifs et bancaires qu'on peut appréhender facilement, par contre les seconds plus difficiles à aborder sont liés à la sous-évaluation des actions lors de l'introduction et à la perte de confidentialité dans les affaires. Ces coûts directs et indirects affectant le coût de capital de l'entreprise qui désire s'introduire en bourse.

### I. Les coûts explicites de l'introduction en bourse

Les coûts occasionnés par une introduction en bourse peuvent être subdivisés en trois grandes catégories les coûts préalables à l'introduction en bourse, les coûts liés à l'introduction et les frais postérieurs à l'introduction.

#### A. Les coûts préalables à l'introduction en bourse

Il s'agit des coûts qui précédent la présentation du dossier d'introduction, c'est-à- dire essentiellement ceux qu'impliquait la réorganisation juridique et comptable de la société jugée nécessaire pour rendre l'entreprise plus transparente aux yeux des actionnaires.

Les coûts préalables sont difficiles à appréhender car les sociétés ont souvent tendance à les sous-évaluer. Ceci est dû, en partie, au fait qu'il est difficile pour des sociétés, la plupart du temps en forte croissance, de déterminer clairement la frontière entre les coûts liés uniquement ou du moins en grande partie à l'introduction en bourse et ceux liés à la croissance normale de la société.

En particulier, il n'est pas aisé de dire si la mise en ordre juridique à travers une restructuration est liée à l'introduction en bourse de la société ou, simplement, si cette dernière est arrivée à un stade de croissance où une telle opération s'impose.

S'il est souvent clair que la perspective de l'introduction en bourse a rendu de telles opérations quasiment nécessaires, il n'est pas évident que tels coûts soient uniquement liés à celle-ci, mais plutôt au stade de maturité atteint par la société. Donc la notion de coûts préalables doit être avec beaucoup de circonspection.

Deux postes principaux sont à considérer en ce qui concerne ces coûts : les frais liés aux opérations préalables[74] à l'introduction en bourse et les frais liés au recours à des cabinets extérieurs (experts comptables, conseillers juridiques et fiscaux, etc.).

**B. Les coûts directement liés à l'introduction en bourse**

Ces coûts sont plus faciles à appréhender dans la mesure où les sociétés disposent, dans quasiment tous les cas, d'un récapitulatif exact de ces coûts. D'autre part, il n'y a pas de contestation possible car ces coûts sont strictement imputables à l'introduction.

Seuls manquent les coûts liés au temps passé par les dirigeants et le personnel de la société à préparer l'introduction. Or, dans la plupart des cas une, voire plusieurs personnes, (souvent les dirigeants) passent plusieurs mois[75], presque à plein temps, à préparer leur introduction.

Les coûts liés à l'introduction peuvent être répartis en trois postes principaux:

- La rémunération des intermédiaires introducteurs (banque ou société de bourse) qui se font rémunérer du rôle pilote qu'ils jouent lors de l'introduction de la société. Cependant, cette rémunération varie selon les introducteurs (banque et société de bourse) et l'ampleur de leur rôle de conseil et de partenaire au moment de l'introduction;

- Les différentes opérations de communication nécessaires à la réussite de l'introduction (publication de la note d'information, réunions d'information et diverses réceptions, etc.); et

- La publicité financière : en dehors des publications dans un journal d'annonces légales, qui sont souvent prises en charge par les banques introductrices, les sociétés n'ont aucune obligation de publier des avis dans les autres journaux, financiers ou non, au moment de leur introduction. Cependant, la société peut signer un contrat de publicité financière qui ne concerne que l'introduction. Les contrats de publicité financière pour l'introduction sont coûteux dans la mesure où le coût est supérieur à celui de l'information normale.

Il faut remarquer que même si ces coûts peuvent sembler importants et difficiles à supporter par la société, elle n'a pas intérêt à les comprimer car cela lui permet de se faire connaître. De plus, cela peut être une bonne occasion pour la société de réaliser de la publicité.

[74] Ces opérations sont de nature très diverse. On peut citer par exemple : la modification du capital social ; la restructuration du groupe ; la constitution de holding ; la mise en place de formules d'actionnariat des salariés, etc.
[75] Le nombre de mois nécessaires varie d'une société à l'autre.

De plus, cela peut être une occasion pour la société de réaliser de la publicité. Une campagne de communication réussie au moment de l'introduction peut remplacer une campagne publicitaire réussie. Or, cela est souvent plus efficace et, n'est en fait, pas plus coûteux.

### C. Les coûts postérieurs à l'introduction en bourse

Une fois l'introduction réalisée, la société doit faire face à des obligations nouvelles qui donnent lieu à quelques coûts. Ces coûts sont dus aux publications périodiques, dans un journal d'annonces légales, des informations requises par les autorités boursières ; ils sont aussi dus à la publicité financière et aux contrats de publicité financière souscrits avec la presse.

En fait, bien que seule l'information dans un journal d'annonces légales soit obligatoire, on recommande souvent aux sociétés de donner de l'information à l'aide d'autres supports (télévision, radio, affichage…) ; enfin ces coûts peuvent être liés aux obligations d'informations comptables sous forme de rapports et au contrôle des comptes et aux exigences de sérieux dans la révision comptable.

En effet, une fois en bourse, la société doit constamment présenter des comptes fiables afin de donner une image claire aux investisseurs. Pour cela elle fait souvent appel aux experts comptables pour vérifier ses comptes et les présenter de la manière la plus adéquate, ce qui engendre des coûts supplémentaires pour l'entreprise.

L'ensemble de ces coûts explicites peut avoir une influence directe ou indirecte sur la décision d'introduction en bourse d'une société. Mais en plus de ces coûts explicites, il y a des coûts implicites qu'on associe au phénomène de la sous-évaluation et à la perte de confidentialité.

## II. Les coûts implicites de l'introduction en bourse

Ces coûts implicites peuvent être scindés en deux grandes catégories : les sous-évaluations des actions et la perte de confidentialité.

### A. La sous - évaluation des actions

Lorsqu'une société désire s'introduire en bourse, son but, devrait être d'obtenir le prix le plus proche de la valeur réelle des titres offerts. Cependant, son introduction étant un événement unique dans la vie d'une société, il est important pour celle-ci d'être bien reçue par le marché ; c'est-à-dire par les nouveaux actionnaires qui espèrent, pour une partie d'entre eux,

réaliser une plus-value sur le nouveau titre. Il y a donc conflit d'intérêt entre les actionnaires d'origine et les nouveaux actionnaires de la société.

De nombreuses études empiriques (voir tableau n°2.2 ci-dessous) menées dans plusieurs marchés ont montré que les actions des sociétés nouvellement introduites en bourse sont, en moyenne, sous-évaluées. Cela signifie que l'évaluation du titre par le marché est supérieure à celle réalisée par la société et ses intermédiaires financiers.

Cette sous-évaluation a été considérée comme un paradoxe par Brealy et Myers (1984) : "En moyenne, les investisseurs qui achètent au prix d'offre gagnent pendant les semaines qui suivent l'introduction. On ne sait pas si les intermédiaires financiers veulent transférer ce gain aux investisseurs ; mais le fait le plus intriguant est que les sociétés laissent faire les intermédiaires financiers. A chaque fois qu'une société introduit ses titres à un prix inférieur à leur vraie valeur, les investisseurs y gagnent et les actionnaires d'origine y perdent".

Il nous ensemble inutile de rappeler ici les différentes explications théoriques et empiriques de ce phénomène de sous-évaluation parce que cela risque de nous éloigner de notre sujet, mais on peut tout de même signaler que ces explications se sont basées sur les relations entre les différents intervenants dans une introduction en bourse à savoir : les investisseurs, les entreprises émettrices et les intermédiaires financiers qui se chargent de son introduction.

Trois modèles d'explication sont à retenir: les théories se basant sur l'asymétrie d'information entre les différents opérateurs ; les explications institutionnelles ; et les modèles qui se basent sur la propriété et le contrôle[76].

D'après le tableau n°2.2 ci-dessous, on peut dire que le revenu initial réalisé par les souscripteurs est positif dans chaque pays et se situe à 15% en moyenne dans les pays développés et à 60% dans les marchés émergents (ce rendement est calculé du premier jour de souscription au premier jour de vente).

Ces moyennes cachent quelques sous-évaluations énormes : en Malaisie, par exemple, les nouvelles émissions moyennes, entre 1978 et 1983, ont connu une sous-évaluation de 80% dans les premiers jours de l'offre.

[76] Pour avoir le détail de ces modèles d'explication de la sous-évolution des actions, se référer à l'ouvrage de Tim Jenkinson et Alexander Ljungqvist intitulé "Going public", Clarendon Press, Oxford 1996.

Plusieurs raisons sont avancées pour expliquer ces différences des niveaux de sous-évaluations entre les différents pays. Ces différences sont dues essentiellement aux différences:

- Dans le nombre des sociétés cotées dans chaque pays;

- Dans les mécanismes de contrôle des sociétés (prépondérance du marché ou du système bancaire);

- Dans les contextes institutionnels, juridiques et de taxation;

- Dans les contextes historiques et culturels; etc.

**Tableau n°2.2 : Les différentes études sur la sous-évaluation des actions**

| Pays | Etudes | Période | Taille de l'échantillon | Sous-évaluation en % |
|---|---|---|---|---|
| **Etats Unis** | Ibboston et Al (1994) | 1960-1992 | 10 626 | 15,3 |
| **Australie** | Lee et Al (1994) | 1976-1989 | 266 | 11,9 |
| **Belgique** | Manigart et Rogiers (1992) | 1984-1990 | 28 | 10,2 |
| **Canada** | Jog et Srivastava (1996) | 1971-1992 | 258 | 5,4 |
| **Finlande** | Keloharju (1993a) | 1984-1992 | 85 | 9,6 |
| **France** | Jacquillat (1986) | 1983-1992 | 187 | 4,2 |
| **Allemagne** | Ljungqvist (1996b) | 1970-1992 | 172 | 11,1 |
| **Grande Bretagne** | Jenkinsen et Mayers (1990) | 1959-1990 | 2 133 | 12 |
| **Italie** | Cherubini et Ratti (1992) | 1985-1991 | 75 | 27,1 |
| **Japon** | Kaneko et Pettway (1994) | 1970-1991 | 472 | 32,5 |
| **Nouvelle Zélande** | Vos et cheung (1992) | 1979-1991 | 149 | 28,8 |
| **Espagne** | Fernandez et Al (1992) | 1985-1990 | 71 | 35 |
| **Suède** | Rydqvist (1993) | 1970-1991 | 213 | 39 |
| **Suisse** | Kunz et Aggarwal (1994) | 1983-1989 | 42 | 35,8 |
| **Brésil** | Aggarwal et Al (1993) | 1979-1990 | 62 | 78,5 |
| **Chili** | Aggarwal et Al (1993) | 1982-1990 | 19 | 16,3 |
| **Hong Kong** | Mc Guinness (1992) | 1980-1990 | 80 | 17,6 |
| **Corée** | Dhatt et Al (1993) | 1980-1990 | 347 | 78,1 |
| **Malaisie** | Dawson (1987) | 1978-1983 | 21 | 80,3 |
| **Mexique** | Aggarwal et Al (1993) | 1987-1990 | 37 | 33 |
| **Portugal** | Alphao (1989) | 1986-1987 | 62 | 54,4 |
| **Singapour** | koh et Walter (1993) | 1973-1992 | 66 | 31,4 |
| **Taiwan** | H. L. Chen (1992) | 1971-1990 | 168 | 45 |
| **Thaïlande** | Koo-Smith (1991) | 1988-1989 | 32 | 58,1 |

Source: Finance, R.A.Jarrow ; V.Mksimovic ; W.T.Ziemba.Elsvier, 1995.

La sous –évaluation des actions a été une raison principale qui pousse les entreprises à ne pas aller en bourse dans de nombreux pays (Jenkinson et Ljungqvist, 1996). A coté de la sous-évaluation des actions, l'introduction en bourse a pour conséquence la perte de confidentialité pour les propriétaires de l'entreprise.

**B. La perte de confidentialité**

Les obligations d'information exigées des entreprises cotées forcement ces dernières à dévoiler des informations dont le secret peut être crucial pour leur avantage compétitif, comme par exemple des données concernant le plan stratégique de la firme pour le futur. Elles les exposent aussi à un contrôle rigoureux de la part de l'administration fiscale.

Cambell (1979) était le premier à évoquer la confidentialité en disant qu'il faut la prendre en considération avant de faire un appel public à l'épargne. Yocha (1995) avait montré que les firmes bien équilibrées qui font beaucoup de recherche et développement sont réticences à s'introduire en bourse si les coûts de la divulgation des informations sont très élevés. Bhattacharya et Chiesa (1994) montrent que dans un contexte de concurrence en matière de recherche et développement, les entreprises seront forcées à maintenir des relations bilatérales intéressantes avec des prêteurs en vue d'éviter de divulguer des informations à la concurrence. Ainsi donc, si la perte de confidentialité constitue un souci permanent, les entreprises utilisant une technologie de pointe et innovatrice seront motivées à s'introduire en bourse.

**III. Les coûts indirects de l'introduction en bourse**

L'introduction en bourse génère des coûts directs facilement identifiables mais aussi des coûts indirects qu'il faudra intégrer dans l'analyse de son opportunité. Ainsi, la direction générale et toute l'équipe dirigeante vont consacrer du temps non seulement au déroulement de l'introduction elle même, mais aussi par la suite, à la communication autour de l'entreprise cotée.

Ensuite, la transparence vis-à-vis de la communauté financière et économique peut être néfaste à des entreprises ou la confidentialité est un élément essentiel de l'avantage concurrentiel. Cela peut entrainer la perte de certains marchés ou la nécessité d'ajuster les prix. Ainsi, la sous-évaluation du cours d'introduction est un coût indirect supporté par les actionnaires cédants qu'il faudra prendre en considération.

### A. La sous – évaluation des actions

La sous-évaluation résulte de l'écart entre l'évaluation ex-ante des professionnels qui débouche sur la détermination du prix de l'offre après déduction du rabais commercial, et l'évaluation ex-post du marché à l'équilibre.

L'origine de la sous-évaluation revient à l'écart entre les différentes valorisations de l'entreprise et la capacité des méthodes d'évaluation utilisées par les évaluateurs à approcher le prix d'équilibre[77].

Le cout de la sous-évaluation correspond au manque à gagner "argent laissé sur table" supporté par l'émetteur en sa qualité d'entreprise ou d'actionnaire cédant. Le marché valorise les entreprises sous-évaluées à un prix supérieur à celui proposé. Ainsi, en fixant un prix élevé, l'entreprise pourrait lever davantage de fonds, sans risquer le succès de son introduction.

### B. La perte de confidentialité

Le placement des titres d'une PME dans le public entraine pour ses dirigeants des nouvelles responsabilités en matière d'information. En effet, l'entreprise doit publier des informations économiques et financières concernant son fonctionnement interne afin de répondre aux exigences des autorités boursières et satisfaire la curiosité des investisseurs, ce qui pose de nombreux problèmes à l'entreprise puisque les concurrents, les clients et les fournisseurs pourront accès à toute sorte d'information concernant le fonctionnement interne de l'entreprise.

La PME cotée gère des deniers publics et doit par conséquent être obligatoirement transparente et rende compte de sa gestion pour rassurer ses actionnaires. La perte de confidentialité résulte de la transparence qui oblige l'entreprise l'annonce d'informations et la publication régulière et périodique des états financiers. Cette transparence doit toucher les différents aspects de l'entreprise notamment juridique, comptable, financier et managériale.

Ce qui nécessite d'une part, une tenue rigoureuse du système d'information et donc l'emploi de personnel hautement qualifié. Mais ces mesures bien qu'elles soient coûteuses, elles

[77] Chaouch Syrine, "La sous-évaluation initiale et la liquidité des titres nouvellement introduits sur la BVMT" mémoire de Maitrise en Finance à la Faculté des Sciences Economiques et gestion de Tunis 2007, p 66.

attestent la bonne gouvernance de l'entreprise et lui permet de tisser des liens de confiance avec ces différents partenaires[78].

Et d'autre part, elle conduit l'entreprise à dévoiler des informations confidentielles qui peuvent être exploitées par les concurrents, et ceci peut éventuellement être préjudiciable à la PME notamment dans des secteurs très concurrentiels.

## §2. Les avantages de l'introduction en bourse

L'introduction en bourse n'est pas une fin en soi, mais c'est un acte capital dans la vie d'une entreprise; elle doit s'inscrire dans une stratégie globale des dirigeants de l'entreprise (B.Jacquillat, 1989).

Une cotation des actions à la bourse présente indéniablement un certain nombre d'avantages significatifs pour les sociétés en période de croissance. Elle offre également de nombreux intérêts pour les actionnaires de la société.

Mais le fait d'être coté entraine également des contraintes qu'il convient de ne pas sous-estimer et qui paraître lourdes pour les actionnaires dirigeants.

Comme il a déjà été signalé, l'introduction en bourse apporte des avantages aussi bien pour l'entreprise que pour les actionnaires d'origine.

### I. Les avantages pour l'entreprise

De multiples études (Pagano, Panetta et Zingales, 1996 ; Roell, 1996) ont déjà été réalisées pour tenter de mettre en évidence les raisons qui amènent les chefs d'entreprises à envisager l'introduction en bourse de leur société. Elles distinguent, généralement, trois motivations principales qu'il est difficile de hiérarchiser :

- La recherche de nouveaux moyens de financement pour assurer le développement de l'entreprise;

- La notoriété de l'entreprise;

- L'intéressement des salariés aux performances de l'entreprise.

### A. La recherche de nouveaux moyens financiers

Les sociétés venant en bourse sont généralement des entreprises en forte croissance connaissant de ce fait des besoins financiers importants que leurs actionnaires peuvent

[78] Fz.alami talbi, Op.cit. p 22.

difficilement satisfaire à eux seuls. D'où souvent une stratégie de développement limitée par la capacité d'autofinancement ou, à l'inverse, un recours massif à l'endettement.

La cotation ouvre la possibilité à l'entreprise soit de faire appel au marché financier pour trouver des ressources à moindre coût, soit de "Battre Monnaie" (B.Jacquillat, 1989) en proposant, dans le cadre d'opération de croissance externe, de payer en titres de la société des sommes importantes qui auraient dû être prélevées normalement sur la trésorerie de l'entreprise.

**1. L'appel au marché financier**

L'introduction en bourse offre aux entreprises un potentiel élargi de financement du haut du bilan. La cotation entraîne la création d'un marché des actions de la société et permet de toucher un large public d'investisseurs extérieurs au cercle familial nous impliqués dans la gestion, ceux-ci attendent une information régulière sur la marche de la société et sont essentiellement guidés dans leur choix par la comparaison entre ses performances et celles d'autres sociétés cotées.

L'accès au marché financier permet ainsi de dépasser les possibilités nécessairement limitées des actionnaires d'origine, apporte une source supplémentaire pour le renforcement des fonds propres et rend possible une diversification des modes de financement de l'entreprise. Il accroit de ce fait l'indépendance financière de l'entreprise. Les dirigeants disposeront d'une plus grande flexibilité de la gestion et de la politique financière et surtout d'une plus grande liquidité de trésorerie.

Le marché financier permet l'accès à un choix de financement très vaste. Il met à la disposition des sociétés cotées une importante gamme de valeurs mobilières, combinaison des deux titres mobiliers principaux que sont les actions et les obligations. On citera les obligations remboursables en actions (ORA), les obligations. On citera les obligations à bons de souscription d'actions (OBSA), les bons de souscription, les certificats d'investissement, les actions à dividendes prioritaires, les obligations convertibles en actions, etc.

La diversité et la cotation des produits financiers proposés permettent de trouver plus aisément des investisseurs intéressés par tel ou tel produit. Alors qu'une société fermée n'a d'autres recours que d'entamer des négociations bilatérales pour rechercher le véhicule de financement le plus adéquat, une société cotée peut obtenir plus aisément des cotations des cotations de marché. Ce plus large choix entraine une réduction des coûts de financement de l'entreprise.

En plus de ces possibilités de financement qu'offre la bourse aux entreprises, elle leur permet également de réduire leur coût d'endettement auprès des banques. Cela peut avoir lieu, comme l'a montré Pagano (1996), pour trois raisons complémentaires:

- Premièrement, en devenant cotées, les entreprises deviennent des emprunteurs sûrs car elles réduisent leur endettement;

- Deuxièmement, beaucoup d'informations sur l'entreprise sont disponibles, ce qui permet aux banques de bien évaluer leurs clients et de mener des études de dossier plus complètes;

- Troisièmement, l'introduction au marché boursier offre une option de financement externe qui diminue le pouvoir de marchandage et de négociation des banques et permet donc à l'entreprise d'obtenir des crédits dans de bonnes conditions.

**2. Une croissance externe facilitée**

Il faut remarquer, cependant, que les possibilités du marché financier ne se limitent pas aux opérations classiques auxquelles la société peut recourir dans le cadre d'un développement interne équilibre.

En effet, la cotation peut aussi favoriser la croissance externe de l'entreprise. Dans ce sens, plusieurs études empiriques menées en Italie (Marco Pagano, Fabio Panetta et Luigi Zingales, 1996) et en Espagne (Planell, 1995) ont montré que la croissance externe peut être la motivation principale d'une introduction en bourse.

En effet, l'action facilement négociable pourra être considérée comme une véritable monnaie d'échange (B.Jacquillat, 1989), et servir au paiement de rachats ou de prises de contrôle d'autres sociétés. Au lieu d'avoir à prélever des fonds sur ses ressources propres pour financer l'achat d'actions d'autres sociétés, la société pourra éventuellement émettre de nouvelles actions, qui seront remises aux anciens propriétaires des sociétés concernées.

Cette faculté comporte cependant une limite qu'il convient de ne pas dépasser. En effet, chaque fois qu'il y a création d'actions nouvelles, la part des actionnaires anciens diminue, et peut devenir minoritaire. Ce risque est inéluctable même si certaines mesures permettent d'en réduire l'importance.

Par ailleurs, une société cotée à la possibilité de lancer une offre publique d'échange (O.P.E) avec d'autant plus de chance de succès que son comportement boursier sera attrayant. De même, si la société fait à son tour l'objet d'une offre publique d'achat ou d'échange, ses actionnaires refuseront d'y participer si l'évolution du titre est favorable. Dans ce type

d'opérations, l'intervention d'un intermédiaire, généralement une banque spécialisée, sera alors très souvent nécessaire.

En plus de tous ces avantages d'ordre financier, l'introduction en bourse permet à l'entreprise d'améliorer son image de marque auprès de tous ses partenaires.

**B. La notoriété**

Cette motivation, parfois avancée comme étant largement prépondérante, a toujours été au premier plan des préoccupations des chefs d'entreprises souhaitant s'introduire en bourse. Cela a été prouvé par plusieurs travaux empiriques (Ransley, 1984 ; Jaffeux et Le Guen (1988) ; Belletante et Desroches, 1993 ; Rydqvist et Hogholm, 1995).

Une entreprise performance de nos jours ne peut plus faire l'économie d'une stratégie d'image de marque et de notoriété. La concurrence croissante impose aux dirigeants d'apporter un soin tout particulier à la qualité des relations publiques de l'entreprise, vecteur naturel se son image de marque. Au prix d'un budget de publicité initial (coût de l'introduction en bourse), relativement modeste par rapport à celui d'une campagne publicitaire traditionnelle, l'introduction en bourse place en effet la société sous les projecteurs de la communauté financière et de la presse et lui permet de renforcer son image de marque.

En fait, comme l'ont souligné Daigne et Joly (1986) "… elle la fait mieux connaître, elle accroit son renom, elle la fait bénéficier du prestige de l'inscription en bourse. Celle-ci est non seulement une apothéose, mais également un stimulant et, d'une certaine manière, une fascination. On peut également la comparer à un tremplin de notoriété".

L'entrée en bourse modifie totalement la physionomie d'une entreprise, que ce soit à l'égard de sa clientèle, de ses fournisseurs, de ses partenaires financiers, mais également à l'égard des salariés actuels ou potentiels. La notoriété que lui confère cette introduction est donc un argument puissant. En fait, sa crédibilité financière s'en trouve augmentée, son assise en sort fortifiée et la publicité ainsi dégagée renforce l'activité commerciale.

Pour les entreprises exportatrices, le fait d'être cotées permet très souvent d'augmenter les ventes. Les partenaires étrangers, anglo-saxons notamment, y accordent une très grande importance et l'entreprise en retire une meilleure crédibilité.

En effet, comme l'a souligné le président d'une société française pour justifier l'introduction en bourse de sa société en reconnaissant ce qui suit : " … nous avons décidé d'entrer au

second marché de la bourse de Lyon parce que nous avions besoin d'une notoriété internationale notamment aux Etats-Unis.

Depuis l'introduction nous sommes plus que satisfaits des retombées. Non seulement le titre grimpe, mais de nombreuses personnes nous contactent pour des contrats de licence… cette introduction nous aura fait gagner des années d'expansion" (in Daigne et Joly, 1986).

Il est donc clair que l'introduction en bourse permet à l'entreprise de voir son image de marque s'améliorer. En plus de cet avantage, la bourse permet aussi à l'entreprise d'intéresser ses salariés à ses performances.

**C. L'intéressement des salariés**

L'introduction en bourse signifie que l'entreprise affichera à l'avenir de manière quasi-permanente un cours qui dépend pour une bonne part des performances de l'entreprise et donc de son personnel.

Elle renforce donc sensiblement l'intérêt des différentes formules d'actionnariat des salaires en mettant ainsi à la disposition des dirigeants de nouveaux outils leur permettant de mettre en œuvre une politique de personnel dynamique c'est-à-dire intéressant plus directement les salariés à la gestion de leur société.

Bien entendu, l'actionnariat des salariés n'est pas une des motivations déterminantes pour aller en bourse mais il est généralement pris en compte. La mise en place d'un actionnariat des salariés à l'occasion d'une introduction en bourse répond habituellement à deux types de préoccupations:

- Elle permet tout d'abord d'associer directement le personnel (ou une catégorie de salariés comme les cadres) au développement de son positionnement par rapport à ceux des sociétés comparables;

- L'instauration d'un véritable partenariat peut de plus contribuer à assurer la pérennité de l'entreprise soit parce que ses salariés se sont volontairement associés au bloc de contrôle des actionnaires majoritaires soit parce qu'ils peuvent, si le besoin s'en fait sentir un jour, se porter eux-mêmes acquéreurs de la majorité du capital.

La cotation des actions acquises par les salariés peut par ailleurs leur permettre de bénéficier d'un complément de rémunération en cas de montée des cours. Le marché peut alors se procurer, sous forme de plus-values sur titres, l'équivalent des " primes" que la société aurait

pu verser directement mais avec des charges sociales et une fiscalité moins avantageuse pour les bénéficiaires.

Ce type d'intensément prend particulièrement de l'importance dans des périodes où les augmentations générales des salaires sont très limitées et où l'effort des entreprises porte sur l'individualisation des rémunérations.

Selon Couret et Hirigoyen (1992) "l'actionnariat des salariés est de plus en plus utilisé dans le monde, sa généralisation est trop régulière pour la considérer seulement comme une mode".

En plus de ces avantages dont peut profiter une société cotée, il y en a d'autres qui profitent cette fois-ci à ses actionnaires.

## II. Les avantages concernant les actionnaires

L'introduction en bourse apporte des avantages aussi bien pour l'entreprise que pour les actionnaires d'origine. Parmi ces principaux avantages on peut citer : la mobilité du patrimoine familial, le désengagement de certains actionnaires minoritaires et la transmission de l'entreprise.

### A. La mobilité du patrimoine familial

La cotation en bourse permet aux actionnaires d'origine de concilier à la fois le souhait ou le besoin de mobiliser une partie du patrimoine familial dans lequel l'entreprise a souvent une part prépondérante, et le souci de conserver le contrôle de la société et de continuer à en assurer la gestion.

La liquidité potentille de la totalité du patrimoine que constitue l'entreprise est la caractéristique essentielle de la cotation par rapport à toutes les autres formules d'associations plus ou moins partielles. Dés lors que les actions sont cotées, toute quantité de titres peut, en principe, être cédée sur le marché dans la mesure où la liquidité de celui-ci est suffisante.

Ainsi une partie importante du patrimoine familial peut être cédée progressivement selon les souhaits de chacun et dans la limite des engagements qui peuvent être pris par ailleurs pour assurer la pérennité du contrôle de la société.

La diversification du patrimoine familial est rendue beaucoup plus aisée dans la mesure où une partie seulement de l'entreprise qui en est généralement la pièce centrale peut être cédée.

Ainsi, une gestion patrimoniale totalement dissociée de la société peut être mise en œuvre, et certains problèmes familiaux trouvent une solution plus aisée, sans influencer la gestion de la société cotée.

**B. Le désengagement de certains actionnaires minoritaires**

A court terme, l'introduction en bourse d'une entreprise (surtout familiale) permet une sortie partielle ou totale des actionnaires minoritaires familiaux. En effet, la participation au capital d'actionnaires qui ne sont pas directement impliqués dans la gestion et ne disposent pas d'un réel pouvoir de décision, s'accroit le plus souvent au fil des générations.

Ainsi, des divergences peuvent-elles apparaitre entre des actionnaires soucieux du rendement de leurs titres et des dirigeants actionnaires majoritaires souhaitant favoriser le réinvestissement des bénéfices et limiter la distribution des dividendes.

En effet, ces divergences d'intérêts, déjà mentionnées ci-dessus, peuvent compromettre la pérennité de l'entreprise et sa croissance. En fait, en absence de marché, les négociations bilatérales se heurtent souvent, soit à des problèmes d'évaluations des actions, soit à des questions de financement des actionnaires susceptibles de racheter les actions des vendeurs.

Aussi, la cotation en bourse favorise-t-elle le dénouement de situations qui, au fil du temps, peuvent devenir conflictuelles en offrant aux actionnaires minoritaires des conditions de sortie satisfaisantes au gré du marché boursier. Les actionnaires minoritaires sont souvent amenés à vendre en priorité leurs titres lors d'une introduction en bourse.

L'introduction en bourse permet aussi aux partenaires financiers (banques d'affaires, sociétés de capital-risque…) qui ont accompagné l'entreprise en période de montée en puissance de la quitter dans de bonnes conditions. Cette sortie est souvent prévue dés leur entrée au capital de la société concernée dans un protocole d'accord signé avec les dirigeants de ladite société.

Pour les actionnaires majoritaires, l'introduction en bourse peut être l'occasion de tirer le fruit de leurs efforts et de diversifier leur patrimoine en réinvestissant le produit de la vente (plus-values) des titres mis sur le marché dans d'autres secteurs d'activités et ainsi de diversifier leur portefeuille et de minimiser le risque encouru.

**C. La transmission de l'entreprise**

En matière de succession, la cotation offre le moyen de se procurer tout ou partie des fonds nécessaires au paiement des droits de mutation. Ainsi, dans le cadre d'une transmission à caractère purement familial, le fondateur de la société voit-il dans une introduction en bourse

le moyen de faciliter la transmission de son entreprise, sans modifier la structure familiale de la propriété et du pouvoir.

La mobilisation d'une partie du patrimoine facilite également les éventuels partages à réaliser au niveau de la généralisation suivante, sans remettre en cause la pérennité de l'entreprise. Le ou les héritiers destinés à assurer la continuité de la gestion de l'entreprise peuvent demeurer intéressés à son capital tandis que d'autres disposeront de titres aisément cessibles.

Nous avons essayé dans ce paragraphe de passer en revue les principaux qu'une introduction en bourse peut procurer à l'entreprise et à ses actionnaires fondateurs.

En contre partie des avantages non négligeables qu'elle présente, l'introduction en bourse engendre pour les dirigeants d'une société un certain nombre de contraintes dont l'importance ne doit pas être sous estimée et qui peuvent même être considérées comme des obstacles à l'introduction.

## III. Fiscalité et décisions de financement

La fiscalité est souvent citée comme une variable déterminante de la politique de financement. Son influence dépend du contexte considéré, c'est à dire des règles fiscales appliquées. Celles-ci ont longtemps favorisé le financement des entreprises par endettement au détriment des fonds propres. En effet, les charges financières liées aux emprunts sont déductibles du résultat imposable, alors que les dividendes ne le sont pas.

Cependant, l'importance de cet avantage est largement déterminée par d'autres facteurs. Il s'agit, du taux d'impôt sur les sociétés, des économies fiscales entrainées par l'investissement et du taux d'impôt sur le revenu des personnes physiques. Ainsi, lorsque le taux d'impôt sur les sociétés est nul, l'avantage fiscal de la dette disparait, et il augmente avec ce taux.

Par ailleurs, les économies fiscales liées à l'investissement (dotations aux amortissements) constituent, selon De Angelo et Masulis (1980), un substitut à l'avantage fiscal de l'endettement. En outre, l'existence d'un impôt sur le revenu des personnes physiques peut réduire voire même annuler l'avantage fiscal de la dette (Miller (1977)).

### A. Avantages fiscaux liés à l'endettement

Au Maroc, les charges relatives aux différentes modalités de financement par endettement (crédit bancaire, emprunt obligataire, crédit bail,…) sont considérées comme des charges financières déductibles du résultat imposables. Il s'agit des charges d'intérêt et des différents frais et commissions payés aux établissements financiers pour les services rendus au profit de

l'entreprise. L'administration fiscale considère comme charge d'intérêt:

- Les intérêts constatés ou facturés par des tiers ou par des organismes agréés en rémunération d'opérations de crédit ou d'emprunt;

- Les intérêts constatés ou facturés relatifs aux sommes avancées par les associés à la société pour les besoins de l'exploitation, à condition que le capital soit entièrement libéré;

- "Toutefois, le montant total des sommes portant intérêt déductibles ne peut excéder le montant du capital social et le taux des intérêts déductibles ne peut être supérieur à un taux fixé annuellement, par arrêté du ministre chargé des finances, en fonction du taux d'intérêt moyen des bons du trésor à six mois de l'année précédente"(Code général des impôts 2010);

- Les intérêts des bons de caisse.

Par ailleurs, les frais financiers comprennent toutes les autres charges occasionnées par la conclusion d'un contrat de prêt (assurances,…) et peuvent être soit, déduites du résultat de l'exercice pendant lequel elles ont été engagées, soit être amorties sur un maximum de cinq exercices[79].

**B. Avantages fiscaux non liés à l'endettement**

Dans le premier chapitre, nous avons vu que la déductibilité des dotations aux amortissements offre un avantage fiscal qui peut inciter les entreprises à minimiser leur endettement pour avoir un résultat imposable positif et pouvoir ainsi utiliser cet avantage. De même, nous avons montré que l'imposition des revenus de l'endettement réduit voire même annule l'avantage fiscal de la dette. Ainsi, la réduction de l'impôt sur les sociétés réduit les économies d'impôt liées à l'endettement. Ces facteurs peuvent inciter les entreprises à se financer par fonds propres. De plus, la loi marocaine prévoit d'autres mesures fiscales incitatives au financement par capitaux propres.

**1. Déductibilité des amortissements**

Les entreprises marocaines sont autorisées à déduire de leur base imposable les amortissements qui correspondent à la dépréciation des éléments de l'actif. Ainsi, pour

[79] Cependant, certaines charges afférentes aux emprunts ne peuvent pas être déduites du résultat imposable. Il s'agit des frais de cautionnement produit par une société à l'égard d'une entreprise juridiquement indépendante de la première et opérant dans un secteur différent et des primes liées aux contrats d'assurance conclus au profit de l'entreprise pour couvrir certains risque.

pouvoir constater des dotations aux amortissements sur les biens qui figurent à leur actif[80], les entreprises doivent, d'une part, inscrire les amortissements en comptabilité[81] et d'autre part, joindre à leur déclaration de résultat un tableau récapitulatif des amortissements pratiqués en comptabilité.

**2. Imposition des revenus de placement à revenu fixe**

Au Maroc, les intérêts perçus par les détenteurs des titres de créances sont soumis, selon le cas, à l'impôt sur le revenu ou à l'impôt sur les sociétés. Dans le premier cas, deux taux sont appliqués:

- 30% est applicable pour les bénéficiaires personnes physiques qui ne sont pas soumises à l'IR selon le régime du bénéfice net réel ou du bénéfice net simplifié[82];

- 20% imputable sur la cotisation de l'impôt sur le revenu avec droit à restitution pour les bénéficiaires personnes morales et pour les personnes physiques soumises à l'impôt sur le revenu selon le régime du bénéfice net réel ou du bénéfice net simplifié.

Dans le deuxième cas, les intérêts perçus sont soumis à une retenue à la source de 20%, imputable sur l'impôt sur les sociétés. Ainsi, les bénéficières de ces produits de placement doivent décliner leur siège social et adresse, ainsi que le numéro du registre de commerce et celui de l'article d'imposition à l'impôt sur les sociétés.

**3. Réduction de l'impôt sur les sociétés**

Au Maroc, le taux d'impôt sur les sociétés a subi plusieurs révisions à la baisse, passant de 44% en 1992 à 35% en 1999 puis à 30% actuellement[83]. Ces réductions avaient pour objectif d'améliorer les flux nets de trésorerie et inciter, de ce fait, les entreprises à s'autofinancer et accroitre les dividendes distribués. Dans ce cas, les actionnaires qui verront leur rémunération augmenter, seront incités à participer aux augmentations de capital prévues par les entreprises.

**4. Autres mesures incitatives au financement par fonds propres**

La législation marocaine prévoit un ensemble de mesures fiscales incitatives au financement

[80] Les biens acquis en crédit bail ne figurent pas à l'actif des entreprises et ne peuvent de ce fait, faire l'objet d'amortissement.
[81] C'est le principe de primauté du fait comptable qui stipule qu'une firme ne peut demander la déductibilité fiscal d'amortissements qui ne sont pas constatés sur le plan comptable.
[82] Pour plus d'explications, se référer au code général des impôts (2010).
[83] Notons que les taux de l'impôt général sur le revenu (IGR), devenu impôt sur le revenu ont subi des baisses importantes depuis l'institution de l'IGR en 1990. En effet, le taux marginal d'imposition est passé d'un maximum de 46% en 1990 à un maximum de 38% en 2010.

par fonds propres. Il s'agit, d'une part, de mesures directes qui s'appliquent en cas d'autofinancement ou d'augmentation de capital, et d'autre part, de mesures indirectes qui concernent les actionnaires.

Ainsi, les bénéfices mis en réserves sont exonérés de l'impôt de distribution, de même que les produits de cession des éléments de l'actif immobilisé qui bénéficient d'une exonération totale, lorsque l'entreprise s'engage à réinvestir les produits de cession, ou partielle si l'entreprise ne réinvestit pas ces produits.

En outre, les entreprises qui s'introduisent en bourse par augmentation d'au moins 20% de leur capital avec abandon du droit préférentiel de souscription, bénéficient d'une réduction de l'impôt sur les sociétés de 50% pendant trois années consécutives, à compter de l'exercice qui suit celui de leur première inscription à la cote.

Par ailleurs, pour inciter les épargnants à détenir des actions, le législateur marocain a procédé à une baisse du taux de l'impôt de distribution qui est passé de 15% à 10% pour les sociétés cotées à la BVC. De même, la législation prévoit des abattements au titre de l'impôt sur le revenu pour alléger la charge fiscale des épargnants qui détiennent des actions cotées à la BVC.

## IV. Les raisons de s'introduire en bourse

L'introduction en bourse est un événement exceptionnel dans la vie d'une société. Franchir cette étape importante nécessite de la part des sociétés une préparation et une attention particulières afin de se donner tous les moyens pour réussir cette opération tant sur le plan financier que sur le plan de la notoriété.

L'introduction en bourse procure aux entreprises de nouvelles ressources pour financer leur développement, leur assure un surcroit de visibilité et leur permet de se différencier de leurs concurrents.

### A. Accroissement de la notoriété de l'entreprise

L'introduction en bourse est un acte publicitaire qui fait connaître l'entreprise et qui accroit sa notoriété. S'introduire en bourse est un signe de dynamisme et de développement. Pour les différents partenaires et même pour le grand public, la PME qui s'introduit en bourse dispose

d'une meilleure visibilité de son marché, de même elle lui permet de se hisser au rang des grandes entreprises du pays[84].

Par ailleurs, l'entreprise dispose d'une vision stratégique pour assurer son développement dans la mesure où cette opération d'introduction renforce la confiance des partenaires de l'entreprise, ce qui est également un signe de crédibilité pour la société par rapport à ses clients, fournisseurs et mêmes par rapport aux banquiers. Son introduction signifie implicitement qu'elle a réalisé sa mise à niveau générale et qu'elle remplit les conditions de transparence exigées.

Ainsi, la médiatisation qu'impose l'introduction en bourse (presse écrite et verbale…) est de plus très bénéfice pour la société. Elle est perçue comme un signe de performance et de bonne santé financière.

Le recours de la PME à la BVC lui permet de financer ses projets dans de meilleures conditions, et ce grâce à une diversification optimale des ressources. En outre, le financement via le marché boursier lui permet de renforcer son "haut du bilan", d'entreprendre des montages financiers sur mesure et d'assurer ainsi une croissance externe.

**B. Accroissement des possibilités de financement**

L'accès des PME à un financement diversifié est une condition essentielle de leur développement. Les marchés boursiers procurent aux PME de nouvelles ressources pour financer leur développement et leur assurent un surcroit de visibilité.

A travers le recours à l'appel public à l'épargne, la bourse permet à l'entreprise de disposer des fonds nécessaires pour financer son développement. L'accès à cette source de financement supplémentaire permet de surmonter les contraintes d'endettement, et notamment pour les entreprises disposant d'importants projets d'investissement ou d'un fort potentiel de croissance et de développement.

En d'autre terme, le recours des PME au marché financier élargie la palette de financement de l'entreprise et donc son éventail de choix, ce qui lui procure davantage de marge de manœuvre, et un financement à moindre coût et renforce ainsi l'efficacité de sa gestion.

[84] Fz.Alami talbi "Essai d'analyse de l'évaluation des introductions à la bourse de Casablanca " Mémoire pour l'obtention du master sciences de gestion à la faculté des sciences juridiques économiques et sociales, 2008. P 18.

### C. Intéressement des salariés aux performances de l'entreprise

L'introduction en bourse peut être également une occasion pour renforcer l'adhésion et la motivation du personnel en leur proposant l'acquisition d'actions à des conditions privilégiées.

Une entreprise non cotée peut mener une politique de participation de ses salariés en leur distribuant une partie du capital social. Cependant, cette politique pose des problèmes lorsque ceux-ci désirent se désengager. La cotation en bourse favorise la participation des salariés dans la mesure où les actions qu'ils reçoivent sont beaucoup plus liquides. Cette participation représente un système d'intéressement des salariés, par exemple, sous la forme de stock-option. L'introduction en bourse permet, d'une part, aux salariés de se constituer un patrimoine ; d'une part, elle permet la fidélisation des dirigeants et des cadres à leurs entreprises.

En effet, les opérations de stock-options permettent aux dirigeants de stabiliser, de fidéliser et de récompenser par un moyen souple et motivant les salariés, pris individuellement ou par catégories. Elles permettent aussi de fidéliser les cadres les plus brillants.

Ainsi, le double statut d'associé et de salarié pousse le personnel à s'impliquer davantage dans le travail en améliorant sa qualité, et donc la productivité de l'entreprise et son résultat. La technique du stock options permet de réduire d'éventuels conflits d'intérêt, et instaure l'esprit d'équipe et d'appartenance, ce qui renforce davantage la culture d'entreprise.

En effet, les jeunes entreprises et les PME opérant dans des secteurs d'activités à croissance élevée, peuvent trouver là un moyen d'embaucher à moindre coût les compétences dont ils ont besoin. Notons que l'opération est particulièrement séduisante pour les salariés dans le cadre des sociétés cotées en bourse ou pour celles appelées à le devenir dans un futur proche.

### D. Liquidité des titres et élargissement de l'actionnariat

Pour les actionnaires, la cotation offre la liquidité de leur patrimoine, l'assurance et la pérennité de l'entreprise, et pour les collaborateurs, elle met en place un système d'intéressement efficace.

#### 1. Mobilité du capital et valorisation de l'entreprise

Les actionnaires d'une entreprise non cotée se trouvent souvent en difficulté pour liquider leurs participations et pour trouver le prix exact de leurs actions à moindres coûts. Par contre, une entreprise cotée offre à ses actionnaires la possibilité d'acheter et de vendre des actions à

des actions à des coûts moins élevés. La valeur des actions cotées dépendra donc de leur degré de liquidité. Cependant, cette liquidité peut s'avérer difficilement mesurable en raison de l'incertitude due aux mouvements imprévisibles sur le marché financier.

Ainsi, une PME cotée en bourse est plus facile à évaluer compte tenu des mécanismes de fonctionnement du marché soumis aux lois de l'offre et de la demande. La vente d'une PME non cotée pose énormément de difficultés dans la détermination des techniques d'évaluation qui ne peuvent donner qu'une fourchette de valeur indicative.

L'introduction en bourse n'a pas l'unique avantage de conférer une valeur à la PME, elle permet aux actionnaires de générer des plus values sur leurs participations. Effectivement, l'introduction en bourse est souvent l'occasion aux actionnaires de revaloriser leurs participations dans l'entreprise.

Par ailleurs, la cotation en bourse permet également une meilleure liquidité des actions. En conséquence, les actionnaires sont plus en mesure de procéder à des cessions à tout moment sans remettre en cause la continuité de l'entreprise.

**2. La sortie des minoritaires et la pérennité de l'entreprise**

L'introduction en bourse est aussi un moyen intéressant pour assurer la pérennité de la PME dans le cas des entreprises personnelles ou familiales. Souvent dans ces cas la viabilité de la PME est liée à la personne du dirigeant, et la bourse est un moyen pour assurer l'accessibilité de l'entreprise après le départ de son fondateur.

Notons aussi que c'est une opération qui permet également au principal dirigeant d'organiser sa succession.

L'introduction en bourse est une solution à la sortie des actionnaires minoritaires et majoritaires par cession de leurs titres aussi les fondements de l'entreprise souhaitant préparer leur retraite sans nuire à la pérennité de l'entreprise[85].

Il est beaucoup plus simple aux héritiers de disposer de prises de participation dans une entreprise cotée et de pouvoir les céder, que d'être confrontés à la problématique de partage des actifs et passifs d'une entreprise dont la valeur reste à déterminer.

[85] M. FERERES, G. RIVIERE "L'introduction en bourse : mode d'emploi", Edition d'Organisation, Paris, 1999, p : 20-21.

## Section 3: Contraintes de l'introduction en bourse

L'introduction en bourse oblige l'entreprise à se soumettre à des contraintes dont les plus importantes seront traitées ci-dessous.

### §1. Nécessité d'une politique d'information

La cotation en bourse entraîne obligatoirement, ne serait ce que pour des raisons réglementaires, des modifications dans la politique d'information de l'entreprise.

Dès son introduction en bourse, l'entreprise est tenue de respecter une information périodique dont le contenu est défini par les instances chargées du bon fonctionnement du marché boursier[86] et qui ont le souci de protéger les intérêts des investisseurs minoritaires notamment.

L'inscription à la cote constitue en outre une présomption d'appel public à l'épargne. De ce fait, la société est tenue au respect de certaines formalités et à une publicité définie dans diverses circonstances occasionnelles, notamment lors des opérations financières importantes (augmentation de capital, émission d'emprunt obligataire ou d'obligations convertibles) pouvant avoir une influence significative sur les cours en bourse des titres de la société.

La politique d'information ne peut toutefois se satisfaire du strict respect des exigences légales et réglementaires. Pour être crédible, l'information financière qui va permettre la cotation puis contribuer à la bonne tenue du titre doit être claire, cohérente, et bien présentée.

### §2. Politique de résultats et de dividendes

Une société dont les titres sont cotés est surveillée à la fois par le marché, la concurrence, les groupes financiers et par les actionnaires. Elle devient une cible permanente dès que ses résultats ou simplement son comportement en bourse, la rendent vulnérable. C'est pourquoi elle doit engager aussi bien une politique de résultats qu'une politique de dividendes.

#### I. Nécessité d'une politique de résultats

Les investisseurs en bourse apprécient les actions en se fondant essentiellement sur les estimations de bénéfices des sociétés émettrices, ce que traduit la notion de PER (Price Earning Ratio), coefficient de capitalisation du résultat par action estimé pour l'exercice en cours ou à venir.

[86] Au Maroc, il s'agit du Conseil Déontologie des Valeurs Mobilières (AMMC).

C’est la raison pour laquelle les analystes financiers révisent en permanence leurs prévisions de résultats pour les sociétés cotées, sur la base des informations financières diffusées par ces dernières (publications, interview…) et des données économiques globales.

Toute modification significative de leur estimation pour une entreprise donnée entraîne généralement une correction sur les cours de cette dernière.

Les sociétés qui s’introduisent en bourse ont donc, plus que les autres, intérêt à assurer une croissance régulière de leurs résultats. Leurs dirigeants doivent adopter une politique de résultats prenant en considération cette contrainte. Ils doivent par ailleurs, ne diffuser que les estimations particulièrement prudentes en matière d’évolution attendue de leurs résultats compte tenu du fait que toute révision ultérieure en baisse peut avoir un effet négatif amplifié sur le cours de l’action.

**II. Nécessité d’une politique de dividendes**

Une société cotée, faisant appel à des actionnaires extérieurs ne peut plus avoir le même comportement qu’une société non cotée dont le capital reste souvent dans les mains d’un cercle restreint de personnes qui se connaissent. En effet, une société cotée fera l’objet d’un jugement par le marché.

C’est pourquoi les sociétés cotées qui doivent attirer un public dont elles sont souvent mal connues doivent changer leur stratégie de communication.

Dans les faits, on note surtout un changement dans la politique de dividendes mise en œuvre par les sociétés nouvellement cotées.

Même si en théorie financière, la distribution de dividendes est considérée comme une décision couteuse susceptible de diminuer la richesse des actionnaires, on observe que toutes les sociétés qui le peuvent distribuent une partie importante de leurs bénéfices.

Toutefois, il y a plusieurs objectifs à la distribution des dividendes. Les plus importantes sont données ci-dessous:

- Premièrement, une entreprise qui verse régulièrement des dividendes sera contrainte, sur une longue période, de compenser la perte de fonds propres engendrée par la distribution de bénéfices par le biais d’une émission en numéraire. Le circuit long est plus couteux pour l’actionnaire que le circuit court consistant pour la société à investir ses bénéfices directement;

- Deuxièmement, du point de vue fiscal, les plus-values sont moins taxées que les dividendes. En effet, si le modèle de Modigliani et Miller (1961) montre que la valeur des sociétés n'est pas affectée par sa politique de dividendes dans un monde sans impôts, les modèles de Ferrar et Selwyn (1967) et Brennan (1970) montrent qu'il semble optimal de ne pas distribuer de dividendes du fait de la différence d'imposition entre des plus-values et les dividendes;

- Finalement, la distribution de dividendes peut correspond à une distribution de résultats devenus excédentaires du fait d'une réduction d'investissements considérés comme peu intéressants. A l'inverse, une stagnation, voire une diminution du dividende peut également être le signal de nouveaux besoins d'autofinancement s'inscrivent dans la perspective d'investissements particulièrement.

En dépit de ces nombreuses objections, les sociétés distribuent des dividendes alors que, par ailleurs, elles font appel à des sources de financement externes. Ces actions simultanées et apparemment incohérentes ne sont pas sans explication.

En effet, la distribution de dividendes peut être une décision rationnelle prise dans le but de respecter la volonté implicite des actionnaires de réduire leur risque.

La diminution du risque de l'action par le dividende est une règle que connaissent tous les investisseurs en bourse : les actions dont le rendement (Dividende / Cours) est élevé présentent à leurs yeux moins de risque que celles qui ont un faible rendement et un taux modeste de distribution des bénéfices. Cette règle est fondée sur plusieurs constations:

- Les cours des actions sont d'autant moins sensibles aux variations des taux d'intérêt que le dividende est élevé par rapport au cours, et inversement;

- Les investisseurs considèrent les dividendes éloignés comme plus risqués que les versements immédiats. Ils préfèrent donc être payés immédiatement que dans le futur; et

- Le dividende est un signal de la qualité de la société. Ainsi Ross (1977) montre que le principe de Modigliani et Miller (1961) selon lequel la distribution de dividendes n'influe pas sur la valeur de la société sous-entend que le marché connaît le flux de cash-flows de la société. Il considère que, dans les faits, les managers possèdent de l'information privilégiée sur ces cash-flows et vont chercher à émettre des signaux sur la valeur future de la société s'ils ont intérêt à le faire.

Une société qui augmente ses dividendes signale que la valeur attendue de ses cash-flows est suffisamment importante pour financer les remboursements de la dette et les paiements de dividendes sans augmenter la probabilité de faillite.

En somme, on peut dire que la société doit adopter une politique de dividendes cohérente afin de satisfaire ses actionnaires potentiels.

Cette politique de dividendes que doit adopter une société cotée résulte d'un ensemble complexe de considérations:

- Les actionnaires minoritaires sont attachés à recevoir des dividendes pour se procurer des revenus, pour limiter le risque de leur participation et pour réduire d'éventuelles divergences d'intérêts entre eux et les dirigeants de la société;

- Bien que les dividendes soient davantage imposés que les plus-values, l'autofinancement quasi-total n'est jamais pratiqué lorsque le capital est couvert au public;

- Une société en phase de forte croissance a davantage besoin de réinvestir ses bénéfices, ce qui réduit la possibilité de dividendes élevés.

L'attitude d'une société cotée n'est donc pas la même que celle d'une société non cotée, comme le prouvent à la fois les nouvelles obligations de la société en matière d'information du public et du changement à adopter en matière de distribution, ceci dans le but de donner aux investisseurs potentiels la meilleure image possible de la société et de favoriser sa carrière boursière.

## §3. Cession des titres et contrôle de la société

L'introduction d'une société en bourse entraîne, en matière de modalités de transferts d'actions, des conséquences qui intéressent tout particulièrement les actionnaires majoritaires et le contrôle de l'entreprise. Il s'agit surtout du risque de perde le contrôle par une OPA (Offre Publique d'Achat) ou une OPE (Offre Publique d'Echange).

En effet, l'inscription à la cote d'une entreprise ouvre à tout moment, à n'importe quel investisseur qui en a les moyens, la possibilité de présenter une offre publique d'achat ou d'échange sur ses actions, en suivant une procédure strictement définie par la réglementation boursière.

Si l'initiateur de l'offre est une société cotée, il pourra même proposer ses propres titres (actions, obligations convertibles…) en paiement des actions de l'entreprise convoitée, évitant ainsi de débourser les fonds correspondants.

L'introduction en bourse présente l'intérêt de permettre à ses dirigeants de bénéficier des avantages d'une cotation en ne vendant, le plus souvent, qu'une partie du capital. De fait, il est rarement cédé à l'origine plus que ce pourcentage d'actions, ce qui laisse une marge appréciable pour la dilution du contrôle et écarte donc en théorie le risque d'O.P.A.

Mais dans les mois qui suivent la mise sur le marché, il est assez fréquent que les actionnaires non directement intéressés à la gestion de l'entreprise profitent d'une évolution favorable des cours pour alléger leur participation.

De même si l'entreprise traverse ultérieurement une phase difficile entraînant une chute des cours, ils pourront souhaiter "sortir" pour rechercher ailleurs des placements à priori plus rentables.

L'existence d'une procédure d'offres publiques, qui constitue l'un des avantages de l'introduction en bourse dans la perspective d'une croissance externe, peut donc également se révéler comme un danger pour les actionnaires majoritaires dans la mesure où leur noyau de contrôle n'est pas suffisamment important ou encore s'il manque de cohésion (salariés trop nombreux, groupe familial très étendu à la suite de successions…).

Ce danger est d'autant plus réel que les conditions de liquidité de la bourse ne permettent pas en période de céder facilement des quantités de titres significatifs.

En plus de ces contraintes, l'introduction en bourse engendre un certain nombre de coûts que l'entreprise doit supporter. Selon Ritter (1987), ces coûts peuvent être soit explicites (ou directs), soit implicites (ou indirects).

## §4. Les contraintes liées à l'introduction en bourse

Toutefois, les avantages qu'on vient de citer ne sont pas contrepartie. L'introduction en bourse engendre des changements majeurs pour la PME, et ceci sur plusieurs plans : réglementaire, organisationnel, information financière, rentabilité, communication …etc.

Gérer l'argent du public exige d'être suivi et contrôlé par les pouvoirs publics. Une PME qui n'est pas forcément habituée à la transparence, à la communication et à des règles de gestion claires, peut éprouver des réticences à l'introduction en bourse. Ainsi, les principales contraintes à l'introduction en bourse sont :

### I. Les contraintes réglementaires

Avant toute introduction en bourse, la société doit prendre des mesures préalables qui concernent son organisation notamment en matière juridique. Certaines mesures sont d'ordre

légal, tel qu'une adaptation statutaire ; il s'agit notamment d'un toilettage des statuts, la suppression de clauses ayant une incidence sur la cession d'actions, et la mise à jour des conventions réglementées.

Les marchés auxquels pourra accéder la PME sont le marché action et développement qui vise essentiellement les entreprises mâtures de taille moyenne, tous secteurs confondus, et le marché action de croissance destiné aux entreprises jeunes à fort potentiel de croissance et qui ont besoin de fiancer un projet de développement.

Les PME désireuses de s'introduire en bourse devront remplir les conditions d'admission au deuxième ou troisième compartiment. Par ailleurs, elles devront revêtir la forme juridique d'une société par action (Société Anonyme ou Société en Commodité par Action)[87], remplir les conditions de capital minimum exigé des sociétés faisant appel public à l'épargne (capital minimum de 3 millions de dirhams pour les S.A) et la nomination d'un second commissaire aux comptes.

L'exigibilité d'une PME à une introduction en bourse sur l'un des deux marchés actions (Marché Développement, Marché Croissance) implique répondre aux principaux critères suivants[88] :

**Tableau n°2.3 : Conditions d'éligibilités aux compartiments**

| | **Marché Développement** | **Marché Croissance** |
|---|---|---|
| **Profil des Entreprises** | Entreprise de Taille Moyenne | Entreprise en Forte Croissance |
| **Capitaux Propres Minimum en Millions de DH** | Pas de limite fixée | Pas de Limite Fixée |
| **Chiffres d'Affaires Minimum en Millions de DH** | Plus de 50 MDH | Pas de Limite fixée |
| **Nombre d'Exercices Certifiés** | 2 | 1 |
| **Nombre de Titres Minimum à Emettre** | 100 000 Actions | 30 000 Actions |
| **Montant Minimum à Emettre en millions de DH** | 25 MDH | 10 MDH |
| **Convention d'Animation** | 1 année | 3 années |

Source : www.casablanca-bourse.com

[87] Apporter aux statuts les modifications nécessaires afin de les mettre en harmonie avec les dispositions légales régissant les sociétés faisant appel public à l'épargne, notamment la loi n°17-95 relative aux sociétés anonymes et le dahir portant loi n°1-93-212 relatif à l'AMMC.

[88] http://www.casablanca-bourse.com/bourseweb/content.aspx?IdLink=6&Cat=5

Par ailleurs, l'Union Européenne, l'Euronext a conçu Alternext pour apporter une réponse aux PME confrontés aux nouvelles dispositions européennes qui renforcent les conditions de cotation des sociétés sur un marché réglementé et les obligations d'information des entreprises cotées.

Afin de pallier le gap entre le marché libre et les marchés réglementés, Euronext a créé Alternext pour permettre aux PME de trouver des moyens de financement adaptés à leur structure et à leur stratégie.

Afin de prendre en compte le profil des PME, l'Alternext a allégé les obligations liées à la cotation. Actuellement, Alternext offre une nouvelle solution d'admission à la cotation, adaptée aux PME de la zone euro. Toute entreprise, quels que soient son secteur et son pays d'origine, peut demander à être cotée sur Alternext, sous réserve qu'elle ait un historique de comptes de deux ans.

Cependant, il existe deux types d'accès à la cotation et à la négociation sur Alternext[89]:

1. Une admission par offre au public, via la vente d'actions existantes et / ou nouvelles;
2. Une admission directe sans offre au public.

**Tableau n°2.4 : Conditions d'éligibilités à l'Alternext**

| Nature du marché | Non réglementé régulé |
|---|---|
| **Entreprises** | PME / PMI |
| **Diffusion Minimum des Titres au Public** | 2,5 M € minimum |
| **Chiffre d'Affaire Minimum** | 4,5 M € recommandés |
| **Document à Rédiger** | Si appel public à l'épargne : Prospectus ;<br>Si pas appel public à l'épargne : Offering Circular. |
| **Visa AMF** | Si appel public à l'épargne : oui<br>Si pas appel public à l'épargne : non |
| **Listing Sponsor** | Oui |
| **Historique des Comptes** | Si appel public à l'épargne 3 années de comptes certifiés ;<br>Si appel public à l'épargne 2 années de comptes certifiés. |
| **Normes Comptables** | Locale (IFRS pas obligatoire) |
| **Informations Financières** | Comptes annuels certifiés et semestriels non revus publiés sur site ALTERNEXT |
| **Franchissement du Seuil à déclarer** | 50% et 95% du capital |
| **Garantie de Cours si changement de contrôle** | Oui |
| **Transfert sur un autre Marché** | Possible sur Eurolist |
| **Mode de Cotation** | Continu de 9h à 17h30 |
| **Protection des Minoritaires** | Lancement d'une offre public si franchissement de 50% des droits et taxes |

Source : www.euronext.com.

[89] http://www.euronext.com/landing/equitiesOP-21363-EN.htmal.

En outre, les sociétés cotées sur Alternext ne sont donc pas tenues de communiquer leurs résultats selon les normes IFRS, ni de publier de comptes trimestriels ou même de soumettre les comptes semestriels à un audit.

Elles doivent cependant communiquer au marché les informations essentielles suivantes[90]:

- Tous les éléments susceptibles d'avoir un impact sur leur cours de bourse;

- Les rapports semestriels non audités;

- Les comptes annuels audités;

- Le franchissement des seuils de participation (50% et 95% du capital);

- Les transactions des dirigeants.

Ainsi, les PME européenne disposent désormais d'un marché qui, tout en offrant des conditions d'accès plus souples et des règles de fonctionnement novatrices, garantit la protection des investisseurs et la transparence, tout en favorisant la liquidité.

## II. Les contraintes liées à la situation de l'entreprise en tant que société cotée

L'introduction en bourse est également source de nouvelles exigences auxquelles l'entreprise doit répondre pour réussir l'opération et construire une bonne réputation auprès du public épargnant.

### A. Politique de résultat et dividendes

Les dirigeants de PME cotées doivent absolument être attentifs à l'état du marché, ce qui les soumet à une pression externe. Dans ce cadre, la communication externe joue un rôle très important. Tout événement risque d'avoir un impact non négligeable sur le cours de l'action. Le cours de l'entreprise est susceptible d'évoluer non seulement en fonction des résultats et des performances réalisées, mais aussi en fonction des rumeurs et à d'autres informations ne rapportant pas directement à l'entreprise[91].

"La PME cotée devrait établir une politique de distribution des dividendes considérés par les actionnaires comme un signal de la qualité de l'entreprise. Ainsi qu'elle devrait être en mesure d'établir un arbitrage entre ses investissements de long terme qui peuvent conduire à

[90] http://journaldelintro.com/trois_marches_libre.php.
[91] A titre d'exemple, un scandale ou une difficulté qui touche une entreprise ou un groupe d'entreprise nationale ou international est susceptible d'ébranler la confiance des investisseurs dans les entreprises de secteur, ce qui trouve sa répercussion au niveau des cours.

une politique de rétention des dividendes et les attentes des actionnaires et les objectifs stratégiques de l'entreprise"[92].

Il en va de même de la politique de distribution de dividendes qui constitue un paramètre important dans le jugement du public. En effet, les actionnaires se focalisent davantage sur les résultats à court terme. Ainsi, les investisseurs sont très regardants sur les résultats semestriels et annuels, car ils constituent un indice de la santé financière de l'entreprise et de la possibilité de distribution des dividendes. La publication de ses résultats et leur interprétation par le public épargnant trouve aussi son reflet au niveau du cours.

**B. Risque de perte de contrôle du capital**

Les PME dynamiques ont généralement une politique d'investissement très soutenue, ce qui fragilise leur assise financière. Pour financer les investissements, l'ouverture du capital est une solution envisageable. En 1976, Jensen et Meckling[93]distinguent, alors les actionnaires insiders des actionnaires outsiders. La théorie de l'agence considère qu'une ouverture du capital est une source de conflits entre les insiders (actionnaires internes et dirigeants) et les outsiders (actionnaires externes). L'introduction en bourse incite les parties concernées à maximiser leurs utilités respectives à travers le choix des investissements.

En effet, les dirigeants-propriétaires préfèrent limiter leurs recours aux outsiders dans le financement de l'entreprise pour conserver la propriété et le contrôle de leurs entreprises[94]. Toute décision de financement externe comporte un risque de dilution des pouvoirs du dirigeant-propriétaire. C'est donc une contrainte dans le financement qui est associée aux droits de propriété et de contrôle de l'entreprise.

Si le dirigeant n'est pas l'actionnaire majoritaire de l'entreprise, la délégation des pouvoirs serait une source de conflits. Les causes de conflits peuvent être le détournement de biens sociaux par le dirigeant, la poursuite de l'activité dans un contexte peu favorable à l'entreprise ou une tendance au surinvestissement prioritaire sur la distribution des dividendes.

D'une manière générale, l'actionnaire a pour objectif de réduire son risque et de maximiser la valeur de revente de ses participations. Le dirigeant est incité, en revanche à augmenter ses

[92] M.Moulay Driss EL Khalifa, Op. Cit. page.74.
[93] M.C.JENSEN, W.MECKLING (1976), "Theory of the firm managerial Behaviour, agency costs and ownership structure", Journal of financial Economics, Volume 3, Issue4, October, p 305.
[94] Dont on peut citer à titre d'exemple, les PME introduites à la bourse des valeurs de Casablanca, la société MICRODATA (70,1%), la société TIMAR (61,43%), la société DELATTRE LEVIVIER Maroc (53,1%).

dépenses discrétionnaires. Il en résulte la non réalisation éventuelle d'investissement profitables, d'où un problème de sous investissement.

Le dirigeant peut également lancer des projets à rentabilité nulle ou négative suite à l'existence d'une liquidité excédentaire et /ou adopter une politique de surinvestissement. L'ouverture du capital augmente, donc les risques d'une politique d'investissement inadéquate. La relation de cause à effet est très ambiguë : une politique d'investissement intensive incite à l'introduction en bourse, qui donne lieu à de nouveaux projets d'investissement et comporte un risque d'une politique sous optimale.

En définitive, on peut dire qu'un appel à des actionnaires externes ne serait pas bénéfique à l'entreprise. Il incite le dirigeant à augmenter ses prélèvements et sa consommation des avantages en nature, d'où la baisse des capitaux à investir ou à distribuer aux actionnaires. De ces faits, résultent des divergences d'intérêts entre les dirigeants incités à préserver à préserver leurs avantages et les actionnaires externes ayant souscrits à l'augmentation du capital. Ce constat est d'autant plus accentué dans les entreprises qui se caractérisent par une concentration de la propriété. Les dirigeants appréhendent l'ouverture du capital, considérée comme une menace quant à l'étendue de leurs pouvoirs.

Les PME sont, généralement des entreprises familiales. L'introduction d'actionnaires externes dans le capital est considérée comme une perte de contrôle par la famille, ce qui augmente les conflits. Ces conflits d'intérêts donnent naissance à des coûts d'agence élevés entre les actionnaires et les dirigeants. Les actionnaires externes, sont amenés à contrôler les dirigeants pour limiter les prélèvements des cash flows et préserver leurs propres intérêts. Les coûts d'agence des fonds propres sont d'autant plus importants que le capital est fermé.

## Conclusion du chapitre

Ce chapitre avait pour objectif de présentation de l'environnement financier qui cadre les décisions de financement des entreprises marocaines. En effet, l'entreprise marocaine dispose de plusieurs modalités pour financer son activité et sa croissance. Ainsi, elle peut se financer par fonds propres, quasi fonds propres ou par endettement.

L'entreprise a besoin de capitaux pour financer:

- Ses dépenses de fonctionnement (d'exploitation). Elles sont couvertes soit par les rentrées de caisse (qui proviennent des ventes), soit par les prêts bancaires à court terme (découverts);

- Ses dépenses d'investissements (acquisitions d'immobilisations) financées par des emprunts à moyen ou long terme.

Économiquement, on peut distinguer:

- L'investissement d'expansion: son objectif est de développer les parts de marché de l'entreprise par exemple la construction d'une nouvelle unité de production;

- L'investissement d'amélioration: son objectif est d'adapter le produit aux besoins de la clientèle (par exemple, dans un hôtel, installation de téléphones dans les chambres permettant d'avoir directement l'extérieur);

- L'investissement de renouvellement (ou de remplacement): son objectif est de changer à l'identique un matériel usagé (progrès technique et obsolescence);

- L'investissement de capacité (ou de productivité) : il correspond à l'achat d'un matériel permettant de réaliser un gain de productivité.

Une autre distinction économique parle d'investissement matériel et d'investissement humain (sous forme d'actions de formation du personnel).

Les entreprises marocaines ne disposent pas encore de véritables alternatives au financement bancaire, ce qui ne permet pas un véritable arbitrage entre les différentes sources de financement.

L'handicap des entreprises marocaines est encore bien réel et sa résorption aurait des effets positifs sur l'économie; la structure financière des entreprises marocaines étant mise en évidence, il en ressort l'ampleur du financement bancaire et de la relation banques / entreprises, comme facteur déterminant dans la prospérité des entreprises.

En comparaison ave d'autres pays, les entreprises au Maroc manquent de performances, leur croissance interne est restreinte par les difficultés de financement, notamment par l'insuffisance des fonds propres.

Sur la base des théories citées, on peut déduire plusieurs éléments qui peuvent expliquer le choix de la structure financière ou encore le comportement d'endettement des entreprises.

L'endettement procure à l'entreprise des avantages qui sont: la déductibilité des charges d'intérêts et l'amélioration de la rentabilité des capitaux propres. Par contre, ces incitations sont limitées par l'existence du risque financier, du risque de faillite et de la perte de l'autonomie financière. Les fonds propres et externes sont nécessaires pour le financement car ils ont des effets sur le plan micro-économique, ils renforcent l'autonomie financière, améliorent la rentabilité et augmentent la capacité d'endettement, donc, ils insistent à l'investissement.

Le choix de la structure financière est conditionné par le choix entre les sources de financement prises isolément qui sont les fonds propres internes notamment l'autofinancement, les fonds propres externes et l'endettement. L'arbitrage central qui intervient dans le choix de ces derniers réside dans les avantages et inconvénients qu'ils offrent à l'entreprise. L'analyse théorique par source de financement a montré que chaque source de financement à ses points forts et ses points faibles. Ce qui exclut la possibilité d'arrêter un tel choix définitivement d'une manière simple. Ainsi la tache devient de plus en plus complexe avec les conditions sévères des créanciers qui exigeront des rémunérations du risque, ce qui se répercute sur le coût des sources et par conséquent sur le coût global du capital. Toutefois, en pratique, l'autofinancement s'avère avantageux par rapport aux autres ressources : il est disponible, non remboursable, moins coûteux et constitue un signal pour le marché sur les performances de l'entreprise.

Dans ce chapitre, nous avons essayé également de passer en revue les principaux avantages d'une introduction en bourse, aussi bien pour l'entreprise que pour ses actionnaires fondateurs, ainsi que les contraintes et les coûts explicites et implicites qui en découlent.

En effet, les avantages de l'introduction en bourse pour l'entreprise sont nombreux: financement de la croissance, amélioration de la situation financière, amélioration de sa notoriété, intéressement des salariés, etc. Les contraintes de l'introduction sont surtout: la diffusion régulière des informations, la distribution des dividendes, et le risque de perdre le contrôle.

Quant aux coûts de l'introduction, ils sont de deux types à savoir les coûts directs ou explicites (frais de publicité, frais administratifs, rémunération des intermédiaires, etc.) et les coûts indirects ou implicites (sous-évaluation des actions et perte de la confidentialité).

La décision d'introduction en bourse, doit en principe découler d'un arbitrage entre les avantages et les inconvénients analysés ci-dessus. Mais cette décision est tellement importante qu'elle doit être considérée comme un choix stratégique et rational qui prend en considération tous les tenants et les conséquences de ce mode de financement.

Au passage en revue des dispositifs de financements disponibles pour les PME, on est à priori surpris que la multiplicité et la diversité des lignes de crédit destinées aux PME n'ait pu résoudre la problématique liée au financement de ce genre d'entreprise.

Mais l'absence d'une information complète sur les possibilités de financement et un manque de maitrise des modalités et des spécificités de chacun des dispositifs de financement les rend moins accessibles à un certain nombre d'entrepreneurs. De même les coûts des crédits et les garanties exigées par les banques sont souvent insupportables pour les PME.

En outre, les lignes de financement étrangères sont jugées peu adaptées aux PME. Les prêts sont négociés par l'administration et ne touche qu'une faible minorité parmi cette catégorie d'entreprise. Ces prêts répondent aux besoins de certaines entreprises mais ils sont également conçus pour réaliser certains objectifs notamment commerciaux des pays qui les mettent en place sans trop se préoccuper des besoins réels de l'ensemble des PME en tant qu'entité.

De plus, l'accès à ce genre de financement est limité aux PME les plus structurées qui peuvent prétendre à un volume de prêt assez élevé. Il est également compliqué à cause de son éparpillement entre différentes institutions. Le capital-risque pourrait atténuer les problèmes de l'insuffisance des fonds propres, mais il est encore peu développé au Maroc, en particulier pour les PME.

D'un point de vue légal, les préalables à l'introduction en bourse d'une PME sont difficiles. Néanmoins, les avantages de ce type d'opération sont à terme bénéfiques, aux motifs que les PME ont la possibilité de:

- diversifier ses sources de financement;

- accroitre sa notoriété générale et contribuer à renforcer son positionnement concurrentiel;

- permettre à ses salariés de souscrire au capital.

D’une manière générale, l’introduction en bourse favorise l’émergence d’actionnariat populaire, elle dynamise le marché financier, elle renforce la transparence des opérations de véhicule de l’épargne en améliorant la qualité de l’information fournie aux investisseurs qui sont désormais plus exigeants quant à l’information portant sur les entreprises dans lesquelles ils investissent. Enfin, elle permet de structurer l’organisation des opérations de l’épargne et assurer au public de meilleures conditions d’accès à l’épargne et à l’information financière, notamment en termes de célérité, de fiabilité et d’actualité.

# CHAPITRE 3 : CADRE THEORIQUE DU FINANCEMENT DES PME: VERS L'OPTION DU FINANCEMENT BOURSIER

## Introduction

L'objectif de ce chapitre est de passer en revue la littérature qui traite du sujet que nous étudions. La revue de la théorie financière que nous allons développer dans ce chapitre porte essentiellement sur la théorie néoclassique, la théorie de l'agence et les principales théories relatives aux décisions de financement des PME.

## Section 1 : La théorie de l'agence

Le choix de la théorie de l'agence pour analyser les freins et les motivations éventuelles des dirigeants face à l'introduction de leur entreprise en bourse se justifie par le fait que son champ d'étude prend en compte les arguments empiriques que nous avons relevés ci-dessus. En effet, la théorie de l'agence, contrairement à la théorie néoclassique:

- Elle abandonne le paradigme de la "boite noire" et propose de travailler à partir d'une vision interne de l'organisation définie, contrairement à la théorie néoclassique. Comme un "Nœud de Contrat" entre diverses parties prenantes que sont les actionnaires, les préteurs, les managers, les travailleurs ainsi que tous les autres partenaires extérieurs (Jensen et Meckling, 1976);

- Elle se situe dans un environnement à l'intérieur duquel les intervenants ne sont pas une population homogène;

- Elle propose une analyse des décisions financières en fonction des objectifs d'acteurs résultant des types de contrats régissant les rapports aussi bien au sein de la firme, principalement entre actionnaire et dirigeants, qu'entre la firme et son environnement extérieur;

- Elle prend en compte dans l'analyse de la décision, l'importance du processus qui l'a fait naitre;

- Ces différents points seront tour à tour développés après qu'auront été rappelées les origines et la définition de la théorie.

### §1. Origines de la théorie de l'agence

Cette théorie a tellement influencé le domaine de la finance surtout celle de l'entreprise. C'est

pourquoi on va essayer d'étudier dans ce paragraphe les origines de la Théorie de l'Agence ainsi que sa définition.

## I. Origines de la théorie de l'agence

Les fondements de la théorie de l'agence remontent, d'après G.Charreaux (1990), aux écrits d'Adam Smith. L'analyse qu'il mène dans "Wealth of Nations" (1776), fait prendre conscience des problèmes posés par la séparation des fonctions entre dirigeants chargés de la gestion et les propriétaires. Elle l'amène à conclure à la moins bonne efficacité économique dans les grandes sociétés par actions qui viennent de faire leur apparition.

Les développements récents se sont d'abord apparentés aux théories managériales. En 1932 paraît : "The Modern Corporation and Private Property" de Berle et Means qui analyse le problème en termes d'influence de la séparation propriété-décision (actionnaires-dirigeants) sur les performances des entreprises. La séparation des fonctions de propriété et de décision et la présence d'un actionnariat diffus entraînent les conséquences suivantes :

- Une gestion qui se fait au détriment des actionnaires;

- Une recherche de la croissance afin de satisfaire l'objectif de prestige des dirigeants ;

- Une plus grande centralisation et une perte d'efficacité pour l'économie considérée dans son ensemble.

Les théories managériales restent cependant éloignées de la théorie financière dans la mesure où elles étudient l'entreprise en tant qu'institution alors que l'approche financière de la théorie de l'agence s'intéresse aux relations contractuelles entre les agents (Mourgues et Gallais-Hamono, 1989).

Les travaux de Coase en 1937, puis d'Alchian et Demsetz en 1972, sur la théorie des droits de propriété[95] et des coûts de transactions ont permis d'admettre que les entreprises peuvent supplanter le marché lorsqu'en procédant à l'allocation des ressources elles permettent de limiter les coûts de transactions. L'entreprise est perçue comme un lieu de coopération où l'entrepreneur gère l'ensemble des contrats privés qu'il a conclus avec les autres membres de l'organisation.

Ceux-ci, en échange d'un salaire, apportent leur travail et acceptent d'obtenir aux instructions

[95] L'objectif de la théorie des droits de propriété est d'analyser l'organisation économique sur laquelle repose le régime de la propriété des moyens de production. Par définition, " les droits de propriétés ne sont pas des relations entre les hommes et les choses, mais des relations codifiées entre les hommes et qui ont rapport à l'usage des choses"(Pejovich, 1974).

de l'entrepreneur qui apporte le capital et en assume le risque. La théorie de l'agence à proprement parler est définie à partir des travaux de Ross (1973) puis de Jensen et Meckling (1976).

## II. Définition d'une relation d'agence

Selon Ross (1973) une relation d'agence est créée entre plusieurs parties lorsqu'une de ces parties agit de la part ou pour le compte de l'autre : le premier est alors l'Agent ou Mandataire et le second est le Principal ou Mandant.

Jensen et Meckling (1976) ont une définition très proche puisqu'ils considèrent la relation d'agence comme un contrat selon lequel une (ou plusieurs) personne(s), le principal ou mandant, engage(nt) une autre personne, l'agent ou le mandataire, pour accomplir des services en son nom, services qui impliquent la délégation d'un pourvoir de décision.

## III. Les deux branches de la théorie de l'agence

Remarquons que la théorie de l'agence s'est scindée en deux branches : la branche positive et la branche normative. Ces deux courants possèdent une unité d'analyse commune le contrat entre le principal et l'agent. De plus elles reposent sur les mêmes hypothèses concernant le comportement des individus, la structure des organisations ainsi que sur le caractère imparfait et asymétrique de l'information. Toutefois elles diffèrent au niveau de la rigueur mathématique, du choix des variables et du niveau d'analyse (Eisenhard, 1989; Charreaux, 1987).

### A. La théorie normative

Les travaux se situant dans ce courant, s'intéressent essentiellement aux problèmes de l'asymétrie et / ou des coûts de l'information. Ils déterminent les systèmes de rémunération incitative des agents et les systèmes d'information que doit mettre en place la principale pour maximiser son utilité espérée.

### B. La théorie positive

C'est dans ce cadre que nous allons développer notre approche. C'est une démarche qui cherche à expliquer les comportements financiers des entreprises. Elle repose sur un raisonnement de type "Hypothético-déductif informationniste. A partir d'un modèle comportemental simple et de la prise en compte de l'environnement contractuel, elle émet des conjectures qui sont ensuite confrontées à la réalité, afin de les corroborer ou de les infirmer" (G.Charreaux, 1987).

Elle vise à expliquer et justifier l'existence de certaines formes organisationnelles (en concurrence les unes avec les autres) ainsi que les mécanismes de résolution des conflits qui peuvent exister du fait des divergences d'intérêt entre le principal et l'agent. Toutefois, les domaines d'application de la théorie sont très vastes et la notion d'agence peut s'étendre à toute forme de coopération (G.Charreaux, 1990).

## §2. Le cadre à l'existence d'une relation d'agence

Une relation d'agence sous entend:

- Que les individus agissent de manière à maximiser leur fonction d'utilité, éventuellement au détriment des autres et en profitant le mieux possible, des failles existant dans leur environnement contractuel;

- Qu'il y a divergence d'intérêt entre le principale et l'agent;

- Qu'il y a divergence d'intérêt entre les actionnaires et les créanciers;

- Qu'il y a une incertitude qui s'accompagne d'une asymétrie informationnelle entre le principal et l'agent et d'une imparfaite observabilité des efforts de l'agent;

- Que les individus sont capables d'anticiper rationnellement et sans biais, l'incidence des relations d'agence sur la valeur future de leur patrimoine;

- Que les contrats, établis pour régir le cadre relationnel, comportent des coûts d'établissement et d'exécution.

Une introduction en bourse augmente le nombre d'actionnaires et le nombre d'interlocuteurs en général (ce qui multiplie le nombre de relations "Agent-Principal", oblige à une communication importante (ce qui peut s'accompagne d'asymétrie informationnelle) et impose des coûts supplémentaires (qui peuvent être envisagés comme des coûts d'agence) à l'entreprise. Ainsi, on pourra connaitre les motifs des principales craintes des entrepreneurs par rapport à l'introduction en bourse.

Dans le cas où une introduction en bourse est envisagée pour permettre la sortie d'actionnaires financiers ou industriels, elle peut s'analyser dans le cadre de la théorie de l'agence en tant que contrat puisqu'elle permet de minimiser les conflits d'intérêts entre le dirigeant et les actionnaires et permet aussi de minimiser certains coûts d'agence.

Face à ces différents éléments un des objectifs de la théorie de l'agence, d'après Eisenhardt (1989) est de définir pour le principal et l'agent, des contrats qui permettront d'atténuer les

divergences d'intérêts, de minimiser l'asymétrie d'information et de prévenir que les individus puissent profiter des failles des contrats au détriment des autres. De plus, ces contrats seront optimaux lorsqu'ils permettront de minimiser les coûts d'agence qu'ils entraînent.

Dans notre recherche des éléments qui peuvent amener un président directeur général (PDG) d'une entreprise à mettre , ou à ne pas mettre, une partie de son capital dans le public, il est intéressant, suivant le cadre de la théorie de l'agence, d'approfondir les raisons qui peuvent expliquer les divergences d'intérêts, les situations qui peuvent donner lieu à une asymétrie informationnelle ainsi que de décrire les types de contrats qui seraient adéquats sans la résolution des conflits entre principal et agent.

**I. La divergence d'intérêt entre le principal et l'agent**

Il y aura divergence d'intérêt entre le principal et l'agent lorsqu'il y aura divergence entre leur fonction d'utilité.

La séparation des fonctions de propriété et de décision à conduit à penser que les dirigeants (non propriétaires), en souhaitant leurs propres intérêts pouvaient être amenés à poursuivre d'autres objectifs que la maximisation de la valeur de marché du patrimoine des actionnaires.

L'utilité du dirigeant provient d'autres facteurs (emploi, salaire, prélèvement…) que les revenus des actions qui sont l'utilité des apporteurs de capitaux. Il est donc possible d'imaginer que le dirigeant soit tenté de surpayer ou de profiter généreusement d'avantages en nature tels que les voitures de fonction, les voyages d'affaires, etc. Ce comportement maximiserait son utilité de prestige et de reconnaissance sociale mais irait à l'encontre des intérêts primaires des actionnaires.

Notre étude en s'intéressant aux entreprises qui sont dans leur majorité des entreprises familiales rencontre des situations où le dirigeant est entièrement propriétaire. Comment s'articule alors, au sein de la théorie de l'agence, cette notion de divergence d'intérêt.

Dans le cas particulier du dirigeant entièrement propriétaire : si les actions d'une entreprise sont toutes possédées par le dirigeant, ce dernier prend des décisions d'exploitations qui maximisent son utilité. Il doit établir un compromis entre revenus pécuniaires et avantages en nature qui représente une situation d'équilibre et qui maximise sa satisfaction. D'après Jensen et Meckling (1976), lorsque le capital est entièrement détenu par le dirigeant, les prélèvements devraient être à leur minimum, tel n'est pas le cas lorsque la fiscalité est prise en compte dans le modèle. D'après Suret et Gagnon (1983), des comportements sous-

optimaux existent quel que soit le type de contrôle de l'entreprise parce qu'il existe des prélèvements pour des raisons fiscales.

Dans ce même contexte de résolution des conflits entre agent et principal, la théorie de l'agence apporte une contribution à la compréhension des attitudes divergentes des deux parties vis-à-vis du risque (Eisenhardt, 1989), Hirigoyen et Jobard (1989) expliquent, en se référant également à la théorie des signaux, que les dirigeants sont enclins à pratiquer une politique de sous-investissement par rapport aux souhaits des actionnaires. En effet, le financement total ou partiel de ces investissements par l'endettement, même s'il est compris comme un signal positif par l'environnement, augmente le risque de faillite.

Or, pour les dirigeants, la faillite signifie généralement la perte de leur emploi, de leurs rémunérations et de leurs avantages en nature. Le dirigeant aura donc un comportement adverse au risque tandis que le comportement de l'actionnaire se comprend comme neutre ou preneur vis-à-vis du risque.

A partir de là, nous pouvons nous demander si le dirigeant, souhaitant introduire sa société à la bourse, envisage un changement dans son rôle interne et externe à l'entreprise ainsi que dans son implication dans les différents domaines tels que la production, le management, la communication, etc.

## II. L'asymétrie d'information

La recherche de comportements optimaux sous hypothèse d'information parfaite a été reconnue comme irréaliste. La théorie de l'agence et principalement sa branche normative traite l'information comme un bien (Eisenhardt, 1989) ayant un coût et pouvant être acheté.

L'asymétrie informationnelle peut se rencontrer sous deux formes principales (Eisenhardt,

1989; Raimbourg, 1989): le risque moral et la sélection adverse.

### A. Le risque moral (Moral Hazard)

Il a trait à l'action choisie par l'agent. Le principal peut en effet ne pas être en mesure d'apprécier la nature de la décision prise par l'agent : sachant que le contrat d'agence ne peut être exhaustif et que certains de ses objectifs (l'effort de l'agent) ne peuvent être observés directement (Jensen et Smith, 1985), l'agent est enclin à adopter un comportement "optimiste" qui vise à maximiser son bien-être au détriment des actionnaires (Alchian et Demsetz, 1972). Dans de tels cas, le principal a du mal à juger si les efforts fournis par l'agent dans la conduite de ses travaux correspondent bien à ce qui était prévu dans les contrats.

L'exemple de la difficulté que peut rencontrer le principal (L'employeur) à reconnaitre et à évaluer régulièrement les efforts fournis par l'agent (l'employé) si ce dernier est un chercheur engagé pour un travail très sophistiqué et de longue haleine, illustre ce phénomène.

**B. La sélection adverse (Adverse Sélection)**

Elle concerne la méconnaissance de certaines informations par le principal. L'argument est que l'agent prétendre posséder certaines compétences lors, par exemple, d'entretiens d'embauche alors qu'il n'est pas donné au principal d'en tester la véracité.

L'asymétrie informationnelle telle qu'elle est décrite dans la théorie de l'agence et utilisant les apports de la théorie des signaux, sert également à la théorie financière pour expliquer la valorisation des actifs, les mécanismes d'acquisition de l'information et la structure de financement de l'entreprise.

**C. La valorisation des actifs**

Nous avons vu que la théorie néoclassique utilisait le MEDAF, sous hypothèse d'information parfaite pour évaluer les actifs financiers. La levée de cette hypothèse remet en cause le mode d'évaluation. En situation d'asymétrie d'information, il y a le groupe de personnes qui détiennent une information privilégiée quant à la rentabilité et au risque des actifs (par exemple les banques, les sociétés de bourse, les investisseurs institutionnels…) et il y a le groupe de personnes qui n'ont aucune information particulière. La valorisation de l'actif sera effectuée par "ceux qui connaissent" et le prix servira d'information, pour le deuxième groupe. Le comportement de ces derniers ne se déterminera pas en fonction d'informations supplémentaires mais en fonction de la connaissance du prix.

**D. Les mécanismes d'acquisition de l'information**

Diamond (1985) et Merton (1987) ont montré que plus le groupe des actionnaires et investisseurs informé et capable de formuler une anticipation satisfaisante du risque est important plus la valeur de marché de la firme est élevée. Ces auteurs concluent donc qu'il y a une politique de dépenses publicitaires optimale permettant d'augmenter la valeur de l'entreprise par l'élargissement du nombre d'actionnaires informés.

Les entreprises familiales n'ont pas traditionnellement une culture communication externe très développée. Les mécanismes que l'on vient de citer concernent les sociétés ouvertes.

**E. La structure financière de l'entreprise**

De nombreuses études se sont penchées sur la structure financière servir de signal qualitatif

pour l'extérieur (Hirigoyen et Jobard, 1989 ; Desbrières et Dumontier, 1989). Ross (1977) démontre l'importance pour une firme d'utiliser largement son levier financier :"l'existence de dettes est en effet le gage d'un savoir faire important de l'entreprise, savoir-faire lui permettant justement de rembourser ses dettes" (Raimbourg, 1989). La conclusion de Ross est que la valeur de la firme croit avec son niveau d'endettement.

L'autre élément qui peut être utilisé comme signal par l'entreprise en situation d'information incomplète est sa politique de dividendes. Miller et Rock (1985) exposent leurs travaux sur ce sujet :"Si les actionnaires sont informés sur les projets des entreprises, la politique de dividendes risque alors d'être perçue par le marché comme un indicateur du volume des bénéfices réalisés par l'entreprise ; celle-ci sera dès lors tenté d'accroitre sa distribution de dividendes, quitte à réduire le montant des investissements. Les plus grands bénéficiaires seront les actionnaires qui auront revendu leurs actions à un prix artificiellement élevé, et éventuellement les dirigeants, si leur rémunération est fonction des performances boursières de leur entreprise"(Raimbourg, 1989).

### III. Les contrats

Pour remédier aux différents conflits latents exposés précédemment, la théorie de l'agence s'attache à déterminer les contrats qui permettent le mieux de satisfaire l'agent doit supporter une partie du risque et selon les cas, les contrats doivent être soit "Outcome-Based"soit "Behavior-Based".

### A. Les Contrats basés sur le résultat (Outcome-Based)

Dans ces contrats, la rémunération de l'agent doit être fonction du résultat dégagé par ses actions.

En instaurant des structures incitatives optimales, les contrats reposant sur les résultats permettent de réduire les conflits d'intérêt entre la principale et l'agent; l'agent étant amené à agir de manière à satisfaire les intérêts du principal. Jensen et Meckling (1976) ont montré qu'il existait un lien entre la structure de propriété et les performances de l'entreprise. D'après eux plus le pourcentage du capital détenu par les dirigeants est important, plus l'écart par rapport à l'objectif traditionnel de maximisation de la valeur de la firme est faible (Charreaux, 1991).

Il est à noter que le concept de convergence auquel ces auteurs arrivent ne fait pas l'unanimité. La littérature, qui ne se réclame pas forcement de la théorie de l'agence, fait état de deux concepts:

Dans le concept de neutralité (Demsetz, 1983) les structures de détention du capital sont équivalentes. Le processus de maximisation du profit est fonction des caractéristiques d'exploitation de la firme et des pressions exercées par l'environnement (marchés externes).

Dans le concept de l'enracinement les dirigeants qui possèdent une majorité solide du capital échappent à tout contrôle et peuvent ainsi gérer dans une optique contraire à la maximisation de la valeur. Lorsque le risque moral est perçu comme le plus flagrant, les relations principal/agent seront gérées de manière plus efficiente par un contrat de nature incitative.

**B. Les contrats basés sur le comportement (Behavior-Based)**

Dans ces contrats, la rémunération de l'agent doit être fonction d'une mesure, même imparfaite de ses actions. Ces contrats cherchent à contrôler le comportement des agents et permettent d'assurer le principal que l'agent n'agira pas contre son intérêt.

Ils sont établis dans les cas où la sélection adverse est ressentie comme la plus importante (Raimbourg, 1989). Ils peuvent être également envisagés comme rémunération de l'agent lorsque celui-ci occupe une position avec forte "programabilité" (Eisenhardt, 1989).

La programabilité est définie comme la capacité à définir à l'avance le comportement approprié de l'agent. Plus la tache à accomplir est hautement programmée plus elle est facilement observable et évaluée et plus l'information sur le comportement de l'agent est facilement disponible.

Les travaux relatifs au conseil d'administration (Charreaux, Pitol-Belin, 1985 ; Charreaux, Pitol-Belin, 1990) rendent également compte de la nécessité ainsi que des modalités de contrôle du comportement de dirigeant.

Le pouvoir de contrôle et de décision du conseil d'administration dans les entreprises familiales est généralement faible. Une introduction en bourse, en augment le nombre de propriétaires, va obliger le dirigeant à une considération plus grande des actionnaires.

De même la politique de dividende que nous avons déjà mentionnée, peut s'analyser en termes de résolution de conflits entre dirigeants et actionnaires. L'obligation de distribution réduit les prélèvements possibles du dirigeant et le force à être plus performant. Remarquons également que le versement de dividendes réduit l'autofinancement disponible pour financer la croissance. La conjonction de ces deux facteurs devrait expliquer que la plupart des entreprises familiales ne distribuent pas de dividendes.

## IV. Les coûts d'agence

Quelle que soit la qualité des contrats mis en place entre le principal et l'agent, ils entrainent obligatoirement des coûts, appelés coûts d'agence.

### A. Définition des coûts d'agence

La définition des coûts d'agence a été pour la première fois donnée par Jensen et Meckling en 1976 et est communément reprise par les différents auteurs. Elle se présente comme la somme de coûts explicites et implicites suivants:

- Les dépenses de surveillance ou de contrôle (Monitoring Expenditures) supportées par le principal sont des coûts engagés par le mandant (le principal) pour s'assurer que les décisions du mandataire (l'agent) sont conformes à ses propres objectifs. Le principal peut en effet limiter les divergences d'intérêts en mettant en place un système d'incitation destiné à l'agent en supportant en conséquence des coûts de surveillance ayant pour but de limiter les activités non souhaitées de ce dernier. Les dépenses de surveillance sont à rapprocher des contrats "Outcome-Based";

- Les dépenses d'obligation (Bonding Costs) supportées par l'agent sont des coûts appelés aussi coûts de dédouanement ou de justification engagés par le mandataire pour justifier la qualité de ses décisions et se dédouaner aux yeux du mandant. En effet, l'agent aura intérêt, dans certaines situations, à garantir qu'il n'engagera pas d'actions qui pourraient porter préjudice au principal et ainsi le mettre en confiance, ou pour s'assurer que le principal et ainsi le mettre en confiance, ou pour s'assurer que le principal recevra une compensation s'il entreprend de telles actions. Les coûts d'obligation sont à rapprocher sont à rapprocher des contrats "Behavior-Based".

Si les deux types de coûts précédents sont explicites (Charreaux, 1990), le troisième est implicite.

La perte résiduelle (Residual Loss) est un coût d'opportunité. Il s'agit de la perte de valeur de l'entreprise qui résulte des divergences d'intérêts évoquées plus haut et que les dépenses de contrôle n'arrivent pas à éliminer complètement. Ce coût d'opportunité s'entend comme l'équivalent monétaire de la réduction du bien-être due à la divergence d'intérêts entre le principal et l'agent. C'est par exemple, le coût dû au caractère sous-optimal des investissements entrepris.

**B. Une application aux entreprises familiales**

Jensen et Meckling (1976) notent que l'ampleur des coûts d'agence varie d'une entreprise à l'autre. Elle dépend des goûts des dirigeants, de la facilité avec laquelle ils peuvent faire prévaloir leur propre préférence au détriment de l'objectif de maximisation de la valeur de l'entreprise, et des coûts de dédouanement.

Les entreprises familiales qui ont déjà ouvert une partie minoritaire de leur capital à des investissements étrangers, rassemblent les conditions qui permettent d'envisager des coûts d'agence plus élevés que dans les grandes entreprises. Ceci, avant tout du fait de l'existence d'un marché financier organisé pour leurs titres. Nous pouvons également mentionner l'absence des moyens de contrôle "naturels" qui permettent de résoudre les problèmes de mandat.

Dans une entreprise, il existe, en dehors des mesures de contrôle ou de dédouanement mises en place par les dirigeants ou les actionnaires externes, des systèmes de contrôle "naturels" internes ou externes à l'entreprise, qui tendent à diminuer les coûts d'agence. Mais leur rôle évolue sensiblement d'un type de société à un autre. Alors que ces systèmes sont supposés efficaces dans les sociétés par actions à actionnariat diffus (dans les sociétés où il y a séparation complète entre les fonctions d'assomption du risque et de décision), ils sont très limités dans les entreprises fermées ou ayant ouvert leur capital à des investisseurs externes, financiers ou industriels.

**1. Les systèmes "naturels" de contrôle absents chez les entreprises familiales**

Au sein de ce paragraphe on va essayer de traiter le marché des cadres dirigeants, le rôle du marché des actions, ainsi que le rôle du conseil d'administration.

**a. Le marché des cadres dirigeants**

Le marché cadres dirigeants a un rôle particulier à jouer (Charreaux, 1990; Gallais-Hamonno, Mourgues, 1989). Il existe une concurrence des dirigeants pour les grandes entreprises. Cette concurrence est fonction de la valeur du capital humain des dirigeants, elle-même fortement influencée par les résultats obtenus par l'entreprise. Dans ce cas, leur intérêt coïncide avec celui des actionnaires et les coûts d'agence s'en trouvent minorés.

Dans une entreprise familiale, le poste de dirigeant est directement lié à l'entreprise, que le dirigeant y ait fait carrière ou qu'il l'ait créée. Plus précisément, le poste de dirigeant est le plus souvent directement lié à la propriété du capital. Le dirigeant d'une entreprise familiale n'a donc pas la même notion de carrière que le dirigeant d'une grande entreprise. Il n'y a pas

de concurrence entre dirigeants des entreprises familiales et une éviction d'un dirigeant par des investisseurs externes parait fortement improbable.

**b. Le rôle du marché des actions**

L'idée est que la valeur de marché d'une entreprise se trouve liée à la gestion de ses dirigeants. En effet si les actionnaires ne sont pas satisfaits, ils peuvent vendre leurs actions sur le marché. S'ils sont suffisamment nombreux à le faire, une baisse du cours du titre en résulte (et donc une baisse de la valeur de l'entreprise), qui conduit à des effets défavorables pour les dirigeants : difficultés à émettre de nouveaux titres, baisse de leur rémunération si elle est indexée sur les cours de l'action, etc.

C'est pourquoi, pour Jensen et Meckling (1976) la divergence, et donc les coûts d'agence sont aussi limités par le marché des actions de la firme. L'absence d'un marché financier efficient assurant la liquidité des titres des entreprises fermés est un frein à cette limitation "Naturelle" de la divergence et les coûts s'en trouvent majorés.

**c. Le rôle du conseil d'administration**

Il faut aussi mentionner le rôle du conseil d'administration en tant que mécanisme de contrôle des dirigeants. Il représente pour Fama (1980) et Fama et Jensen (1983) l'organe direct des dirigeants à condition de respecter trois conditions :

- La compétence de ses membres;

- La présence d'administrateurs non dirigeants pour arbitrer les désaccords entre les dirigeants;

- L'absence de collusion avec les managers.

Or dans les entreprises familiales, les membres du conseil d'administration, d'autres que les dirigeants et les membres de la famille sont peux nombreux et n'ont que peu de pouvoir. L'absence de cet organe de contrôle est également facteur de coûts d'agence.

**2. Les systèmes de contrôle naturels présents chez les entreprises familiales**

Si les systèmes précédemment cités font défaut aux entreprises familiales pour réduire leurs coûts d'agence et ne sont véritablement efficaces que pour des grandes entreprises cotées, il existe cependant des systèmes de contrôle valables pour les entreprises familiales.

**a. Le marché concurrentiel des biens et des services**

La théorie contractuelle des organisations, dont nous reparlons dans les prochains

paragraphes, considère que seules peuvent survivre les firmes qui sont capables d'offrir demandés au moindre coût. Le marché concurrentiel des biens et des services représenté donc la première contrainte qui s'impose au dirigeant d'une entreprise qui gérerait au détriment des actionnaires. Ainsi que le fait remarquer Demsetz (1973) dans le cas d'un dirigeant-propriétaire, des prélèvements trop importants qui seraient répercutés dans les prix rendraient la firme moins compétitive. Cette contrainte est cependant à relativiser.

En effet, dans certains cas, le marché est insuffisamment concurrentiel et ne sanctionne pas la firme malgré des prélèvements importants, ou bien des barrières à l'entrée sont particulièrement fortes, ou bien des barrières à l'entrée sont particulièrement fortes, ou bien encore l'entreprise bénéficie-t-elle d'une situation de rente.

**b. Le marché du travail**

Le marché du travail où est évalué le capital humain joue également un rôle important. Un prélèvement trop important des dirigeants qui s'effectuerait aux dépens de salaires des employés aurait pour conséquence, soit une perte de personnel, soit une perte de qualification.

Le cadre relatif à l'existence d'une relation d'agence qui vient d'être posé, permet d'analyser ses implications dans la compréhension de la nature et du fonctionnement de la firme.

## §3. La théorie de l'agence pour une nouvelle vision de la firme

La théorie de l'agence a introduit une nouvelle vision de la firme dont les fondements sont:

- La vision contractuelle de l'organisation;

- Le principe de sélection naturelle; et

- La rationalité procédurale.

**I. La vision contractuelle de l'organisation**

Concernant l'analyse de la firme, la théorie de l'agence se rapproche de la théorie des droits de propriété. Elle considère la firme comme un nœud de contrats. L'entreprise devient une fiction légale qui "sert de lieu de réalisation d'un processus complexe d'équilibre entre les objectifs d'individus à l'intérieur d'un cadre de relations contractuelles" (Jensen, Meckling, 1976). Un ensemble de contrats implicites ou explicites régissant les relations aussi bien entre les agents internes à l'organisation, qu'entre ceux-ci et les tiers.

Les contrats internes à l'organisation permettront en particulier de spécifier les systèmes de mesure de performance et d'évaluation ; les systèmes de récompense et de sanctions ; et les

systèmes d'allocation de la prise de décision entre les différents membres de l'organisation (Jensen, Meckling, 1976).

La structure contractuelle interne se joint à la technologie et aux contraintes juridiques externes pour déterminer la fonction de production. Jensen et Meckling (1976) ont été conduits à redéfinir cette fonction de production de la manière suivante:

$Q\mu = F (L, K, M, O, T)$

Q : Quantité d'output;

μ : un vecteur de paramètres permettant d'appréhender le système de contrats et de droits de propriété dans lequel évolue la firme. Ce vecteur est considéré exogène à la firme et est déterminé par le système politique, social et légal;

L, K, M : respectivement le travail, le capital et les matières premières;

O : un indice décrivant l'ensemble des choix en matière de formes organisationnelles et incluant des paramètres tels que la forme sociétales, le choix des centres de profit, le degré de centralisation, les plans de rémunération et d'intéressement, les contrats avec les fournisseurs et les clients;

T : un vecteur décrivant l'état des connaissances de la technologie relative au profit.

L'organisation apparait ainsi comme un système en équilibre, constitué de contrats établis entre un ensemble d'individus aux objectifs divergents qui recherchent la maximisation de leur propre fonction d'utilité.

Les aspects contractuels d'une introduction en bourse bouleversent la fonction de production telle qu'elle décrite ci-dessus en agissant sur chacune des différentes variables.

**II. Le principe de sélection naturelle**

Il y a concurrence des formes organisationnelles. Celles qui survivent, les plus adaptées, sont celles qui fournissent les produits ou les services demandés par les consommateurs au prix le plus faible, permettant de couvrir les coûts. Le critère de survie apparait être par conséquent un critère de minimisation des coûts de production, dont les coûts d'agence constituent une composante importante.

**III. La rationalité procédurale**

L'étude de Fama et Jensen (1983) se démarque définitivement de la rationalité substantielle qui avait prédominé jusqu'alors, non seulement dans la théorie néoclassique mais également

au sein de la théorie de l'agence. Pour ces deux auteurs, la décision finale ne poursuit pas un objectif unique et univoque mais elle est le résultat d'un processus décisionnel. Ils distinguent quatre étapes dans ce processus:

- L'initiative, c'est-à-dire la définition d'une série de propositions concernant l'affectation des ressources de l'entreprise;

- La ratification, c'est-à-dire le choix de l'exécution des orientations retenues au cours de la phase précédente;

- La mise en œuvre, c'est-à-dire l'exécution des orientations retenues au cours de la phase précédente;

- La surveillance, c'est-à-dire la mesure des performances des agents et les décisions de récompenses et de sanctions.

Ces quartes phases sont ensuite regroupées en deux blocs à partir des deux grands types de fonctions que chacune d'elles recouvre, à savoir une fonction de "Gestion des Décisions" comprenant l'initiative et la mise en œuvre des décisions, et une fonction de "Contrôle de Décisions" comprenant la ratification des décisions et la surveillance de leur exécution.

La première fonction est assurée par les managers qui peuvent être aussi les apporteurs de capitaux, par contre la deuxième est réservé aux actionnaires dans la mesure où ils n'ont pas de garantie quant à la rémunération de leurs apports, contrairement aux salariés et aux créanciers. A partir de là, les deux auteurs établissent deux propositions fondamentales:

- "La séparation des fonctions de prise de risque et de prise de décision conduit à des processus de décision où il y a séparation des fonctions de décision et de contrôle;

- La réunion des fonctions de décision et de contrôle entre les mains d'un nombre limité d'agents conduit à une concentration des titres de propriété chez ces mêmes gens" (Charreaux, 1990).

Ces propositions ont amené Fama et Jensen (1983) à dresser une typologie des entreprises en fonction de leur degré de complexité et à se demander quels sont les avantages et les inconvénients de chacune de ces formes. Pour cela, ils distinguent deux grandes catégories de formes sociétaires qu'ile appellent respectivement "société ouvertes" et "société fermées". Les caractéristiques de ces deux formes sociétaires selon ces deux auteurs sont présentées dans le tableau suivant.

**Tableau n°3.1 : Typologie des entreprises**

| Caractéristiques | Entreprise Fermée | Entreprise ouverte |
|---|---|---|
| 1. Degré de Complexité | - Dimension réduite<br>- Age : plus jeune<br>- Information concentrée | - Organisation complexe<br>- Taille élevée<br>- Entreprise plus âgée<br>- Information diffuse |
| 2. Répartition des Titres | -Titres concentrés entre les mains des dirigeants<br>- Négociabilité difficile des titres | - Les dirigeants ne détiennent pas ou peu de titres de propriété<br>- Titres librement négociés |
| 3. Organisation des Fonctions Entrepreneuriales | - Non-séparation des fonctions propriété-décision-gestion | - Séparation propriété-décision<br>- Séparation décision-contrôle |
| 4. Systèmes de Contrôle | - Pas de conseil d'administration<br>- Hiérarchie et surveillance mutuelle peu développées | - Conseil d'administration<br>- Hiérarchie<br>- Surveillance mutuelle |
| 5. Facteurs Favorables | - Absence des coûts d'agence liés à la séparation propriétaire-décision | - Développement de la fonction de prise de risque.<br>- Gestion optimale du risque par le marché financier.<br>- Spécialisation des fonctions. |
| 6. Facteurs Défavorables | - Non diversification et augmentation du coût du capital | - Existence des coûts d'agence liés à la séparation propriété-décision |
| 7. Exemple Type | - Société unipersonnelle | - Société cotée avec un très grand nombre d'actionnaires |

Source : Mourgues, 1989 ; Charreaux, Pilot-Belin, 1990.

Ainsi deux formes d'entreprises coexistent:

Les entreprises "ouvertes" où les deux fonctions de prise de risque et de gestion sont exercées par des groupes différents (apporteurs de capitaux et managers). Elles sont de nature complexe dans la mesure où l'information nécessaire à la prise de décision doit transiter entre de nombreux agents. La fonction de contrôle revient aux actionnaires mais ceux-ci ont intérêt à la déléguer à des agents compétents afin d'en réduire les difficultés et les coûts. Il y a ainsi une triple séparation entre risques, décision et contrôle.

Leur inconvénient majeur est l'existence de coûts d'agence importants. En contrepartie, les avantages de cette forme d'organisation sont multiples. La présence d'un actionnariat diffus permet aux apporteurs de capitaux de diversifier leurs risques et permet à l'organisation de pouvoir lever des capitaux importants. De plus, la présence de managers autorise une division du travail favorable à l'emploi de personnes spécialisées et hautement compétentes et est

un élément de réduction des coûts d'agence à un regain d'efficacité dans la mesure où les fonctions de décision et de contrôle sont séparées (Van Loye, 1990).

Les entreprises "fermées" où les fonctions de prise de risque, de gestion et de contrôle sont regroupées principalement entre les mains d'une personne. Ces organisations se caractérisent par leur nature "non complexe" dans la mesure où l'information spécifique est détenue, dans la plupart des cas, par un individu (Charreaux, 1987).

Si le dirigeant n'était pas un "créancier résiduel"[96], cette situation entraînerait des coûts d'agence importants car les actionnaires ne pourraient contrôler efficacement le travail de leur agent. Par contre, dans la mesure où les dirigeants sont aussi les seuls actionnaires les problèmes d'agence disparaissent, ce qui est l'avantage principal de cette forme d'organisation. Les problèmes d'agence entre actionnaires et créanciers sont eux maintenus.

Dans ce type d'entreprise, il est indispensable que celui qui apporte le capital ait aussi la compétence nécessaire pour gérer l'entreprise. En effet, en renonçant aux avantages fonctionnels et financiers de l'organisation "ouverte", une telle organisation ne pourra survivre et se développer que dans des environnements bien précis, où les fonds à réunir sont relativement réduits et où les domaines d'activité demeurent simples à gérer (Van Loye, 1991).

Les plus petites entreprises dont les structures de pouvoir et de propriété ne sont pas dissociées, ne connaissent pas les problèmes liés aux délégations de fonctions et économisent les coûts de gestion correspondants. Ceci constitue un facteur de supériorité pour la petite taille qui peut être utilisé pour justifier son existence, comme forme d'organisation (Mourgues et Gallais-hammomo, 1989).

Seule l'économie des coûts d'agence explique la survie de ces organisations. Leurs créances résiduelles sont caractérisées par des conditions de transfert de propriété rigides, des coûts de transactions élevés et des acheteurs potentiels peu nombreux.

L'absence d'un marché de titres permettant leur évaluation et leur cession couplée avec l'importance de l'entrepreneur dans la gestion de l'entreprise rendant difficile leur valorisation.

[96] Dans la théorie des droits de propriété le "créancier résiduel "(residual claimant) est celui qui a un droit exclusif sur le profit ou flux net dégagé par l'entreprise (différence entre les recettes aléatoires résultant de l'activité et les paiements certains promis aux autres partenaires de l'entreprise, notamment les salariés), mais qui en contrepartie assume à lui seul le risque inhérent à l'activité.

Les points développés précédemment ainsi que la vision de la firme qui vient d'être donnée permettent d'intégrer le choix financier dans lac culture de la firme, dans son équilibre fonctionnel interne et dans l'image et la perspective qu'elle se donne Belletante (1991).

## Section 2 : Les fondements théoriques des décisions de financement des PME

Depuis plus de cinquante ans, la structure financière a fait l'objet de plusieurs études à la fois théorique et empirique, développant ainsi les fondements théoriques concernant les déterminants de la structure du capital.

Par ailleurs, les décisions de financement des entreprises continuent de susciter l'attention de beaucoup d'études récentes mentionnons à titre d'exemple celles de Baker et Wurgler (2002), Gaud et Elion (2002), Frydenberg (2004), Song (2005), Flannery et Rangan (2006), Huang et Song (2006), Molay (2006), Jong et al (2008), Fattouh et al (2008) et Frank et Goyal (2009).

Cependant, cette question de la structure du capital des entreprises a déclenché plusieurs pensées et des polémiques entre les chercheurs aussi bien sur le plan théorique que sur le plan empirique.

L'examen des travaux théoriques effectués relatives aux déterminants de la structure financière de l'entreprise a permis de relever trois modèles théoriques fondamentaux qui peuvent expliquer les décisions de financement des entreprises, à savoir la théorie de ratio optimal d'endettement (The Trade-Off Theory), la théorie hiérarchique de financement (The Pecking Order Theory) et récemment la théorie de Market Timing.

En effet, la revue de ces travaux théoriques réalisés pour expliquer les décisions de financement se focalisent notamment sur trois types théoriques de base à savoir:

- La théorie de Pecking Order (Autore et Kovacs 2003, Benito 2003 et Galpin 2004);

- La théorie de Trade-off (Titman et Tsyplakov 2003 et Hennessy, Christopher et Whited

2004, Leary et Roberts 2004 et Atkeson et Cole 2005);

- La théorie de Market Timing (Baker et Wurgler 2002, Hovakimian 2005, Huang et

Ritter 2005, Alti 2005 et Helwege, Jean et Liang 2004).

Les travaux de Modigliani et Miller (1958 et 1963) ont été les pionniers à analyser la structure du capital des entreprises. Leur modèle a été basé sur les hypothèses suivantes :

- Le marché financier soit parfait;

- Les coûts de faillite sont absents;

- la fiscalité n'est pas prise en compte;

- L'information entre les agents est symétrique ;

- Les prêts et les emprunts entre les agents économiques sont à un taux fixe et sans limite; et

- Les entreprises sont gérées par les dirigeants en faveur des actionnaires.

Mais, différentes théories ont rejeté par la suite l'hypothèse du marché parfait. Parmi celles-ci la théorie du ratio optimal d'endettement.

## §1. La théorie de ratio d'endettement (the Trade Off Theory: TOT)

Cette théorie se base sur deux facteurs contradictoires d'une part les avantages fiscaux de la dette et d'autre part sur les coûts d'agence (c'est-à-dire les coûts de faillite et des conflits d'intérêts entre les agents économiques). En effet, l'entreprise cherche à ajuster son niveau d'endettement actuel vers un ratio optimal d'endettement. Ce dernier est obtenu quand le gain marginal d'une unité supplémentaire de dette est égal à son coût marginal.

### I. L'effet de la fiscalité

Dans leur article de 1963, Modigliani et Miller ont pris en compte l'effet de la fiscalité dans leurs études, en appliquant une déductibilité des frais financiers de la dette sur le résultat imposable. Ils ont montré que la valeur d'une entreprise endettée est toujours supérieure à celle de l'entreprise non endettée : elle est égale à la valeur de l'entreprise sans dette augmentée de la valeur actuelle des économies d'impôt sur frais financiers sous réserve que l'entreprise endettée dégage un résultat d'exploitation positif.

Par ailleurs, Miller en 1977, en s'intéressant à l'imposition sur le revenu, a montré que le gain fiscal généré par l'endettement sera réduit lorsque l'on prend en compte la fiscalité des personnes physiques. Cette influence de la fiscalité a poussé les entreprises à maximiser la quantité des dettes au sein de leur structure de financement pour tirer un bénéfice optimal de l'avantage fiscal associé.

Dans ce sens, les travaux de De Angelo et Masulis en 1980 ont rectifiant dans leur modèle l'effet des déductions directes d'impôts liées à l'endettement. Ils ont signalé que les déductions d'impôt non liées à l'endettement (comme les abattements pour amortissement et pour investissement et les provisions pour risques et charges) peuvent jouer le rôle de "produits de substitution" vis à vis des avantages fiscaux associés à l'endettement.

## II. Le coût de la faillite

Selon la théorie de TOT, l'endettement excessif de l'entreprise peut provoquer des difficultés financières engendrant ainsi un certain nombre de coûts à savoir les coûts de faillite, ce sont des coûts relatifs à la menace de cessation de paiements.

En effet, selon Malécot (1984), la faillite entraine des coûts directs (frais juridiques d'administration judiciaire, coûts de liquidation et coûts sociaux) et des coûts indirects (perte de clientèle et de confiance, coût d'opportunité). Et d'après, Warner (1977), les coûts directs de la faillite semblent moins importants pour les grandes entreprises que pour les petites. Mais, les coûts indirects sont importants tant pour les petites entreprises que pour les grandes. Almeida et Philippon (2007) ont estimé la valeur des coûts de la faillite à 4,5%.

A signaler que les coûts directs sont plus coûteux, car ils dépendant de la situation du marché et de dédommagement exigé par la loi et par les entreprises aux employés comme indemnité de licenciement.

Sur un plan empirique, parmi les études opérées sur les coûts de faillite, nous évoquons celle menée par Baxter en 1967, en s'intéressant qu'aux coûts directs facilement mesurables, il les évalue à 20% de la valeur de la firme.

D'autres auteurs tels que Warner en 1977 a considéré que les coûts de faillite comme trop faibles pour compenser l'avantage fiscal résultant des économies d'impôts.

La théorie de trade-off statique, qui introduit l'incidence du coût de faillite, est aboutit à la détermination d'un taux d'endettement optimal. Dans ce cas, l'augmentation de la dette entraîne, outre l'effet de levier financier sans impact sur la valeur de l'entreprise, le coût de faillite à impact négatif. D'où une réduction de la valeur de l'entreprise par rapport au MM.

Dans la perspective des coûts de faillite, la présence d'opportunité de croissance devrait limiter le recours à la dette d'où des coûts de faillite très limités. Harris et Raviv 1991 notent que le ratio valeur de marché des fonds propres sur leur valeur comptable ou market to book (MTB) est fréquemment utilisé comme mesure des opportunités de croissance. La relation négative, entre les opportunités 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.

En effet, la probabilité de faillite est réduite dans les entreprises de taille importante car la diversification des activités réduit la volatilité des cash-flows et donc la probabilité de faillite.

Plusieurs arguments conduisent à supposer une relation positive entre la taille et l'endettement. (Titman et Wessels 1988, Rajan et Zingales 1995). Cette relation est confirmée dans un certain nombre d'étude (Carpentier et Suret 1999, Gaud et Elion 2002, Frank et Murray 2003, Fakhfakh et Ben Attitallah 2004). La relation négative entre endettement et taille reste spécifique en Allemagne (Kremp et Al 1999). Ainsi, la taille est mesurée soit par le logarithme népérien des ventes, soit les par les actifs soit par l'âge de la firme.

Toutefois, les entreprises risquées tendent à moins s'endetter, dans le cas contraire il en résulte une plus forte probabilité de faillite et une plus faible probabilité que l'entreprise puisse utiliser la totalité de ses charges d'intérêts en déduction de son résultat fiscal. Le risque a mesuré par la différence en carré entre le profit de l'entreprise donnée (profit net / CA) et le profit moyen de toutes les firmes disponibles.

L'entreprise en période de difficulté financière se trouve face à un choix, soit annoncer la faillite et supporter tous les coûts et les dégâts qui en découlent, soit tenter de renégocier avec les créanciers et aboutir à un autre accord.

En effet, la dernière alternative aide à éviter la faillite et les dégâts sociaux qui en résultent suite au licenciement des employés. Gilson et Al (1990), ont prévu deux factures qui permettent à l'entreprise la possibilité de renégocier les dettes et d'échapper de la faillite. Le premier facteur consiste à ce que les actionnaires et les créanciers bénéficient de la renégociation des clauses contractuelles à partir du moment où elles génèrent des coûts inférieurs aux coûts de faillite, et accorder une nouvelle chance à la firme le deuxième facteur exige des ayant droits (créanciers et actionnaires) à accepter de rembourser à part égale le coût de renégociation.

### III. Les coûts d'agence

La théorie de l'agence a pris en considération l'existence des conflits entre les différents acteurs de l'entreprise. Elle est basée sur le principe que tout individu cherche à maximiser son intérêt personnel avant l'intérêt général.

D'après, Jensen et Meckling (1976) et Jensen (1986), les coûts d'agence se divisent en deux:

- les coûts d'agence des fonds propres entre actionnaires et dirigeants, ils sont engendrés par le contrôle que les actionnaires doivent effectuer sur les dirigeants afin que ces derniers atténuent leur comportement opportuniste;

- les coûts d'agence liés aux dettes financières entre actionnaires et créanciers, ces coûts sont

générés par le contrôle exercé par les créanciers pour discipliner les actionnaires et les dirigeants.

Pour les actionnaires, l'endettement apparaît comme un outil pour réduire des coûts d'agence des fonds propres, les actionnaires reportent le contrôle des dirigeants sur le marché de la dette. Cependant, ce recours à la dette provoque des coûts d'agence des dettes qui diminuent les effets positifs précédents.

L'introduction de l'hypothèse des conflits d'intérêts a permis d'élargir le champ d'analyse de la théorie du compromis en montrant que la détermination du ratio d'endettement devrait tenir compte d'autres variables telles que le rôle disciplinaire de la dette et les problèmes de substitutions d'actifs et de sous-investissements.

### A. Sources de conflits d'intérêts entre les actionnaires et les créanciers

Ces conflits d'intérêts permettent de soulever certains nombre de décisions de la part des actionnaires et ou des créanciers.

#### 1. Variation de niveau des risques

Les créanciers acceptent d'accorder un prêt à une entreprise sur la base d'un niveau de risques bien déterminés. Selon Jensen et Meckling (1976), les actionnaires et les dirigeants peuvent, une fois le financement est obtenu, modifient le niveau de risque de leur projet. Les actionnaires essayent d'accroître leur richesse et diminuent la valeur de l'obligation, il transfère donc de la richesse de créanciers aux actionnaires.

#### 2. La politique de sous-investissement optimal

Myers (1977), met en évidence une deuxième forme de conflit entre les actionnaires et les créanciers financiers concernant le sous investissement dans des opportunités futures. Il s'est inspiré de l'idée qu'une firme est la somme de deux actifs : les actifs existants et les options sur les opportunités d'investissement futur. Myers constate ainsi que les dirigeants d'une firme endettée peuvent rejeter certains projets profitables rentables lorsque ceux-ci ne profitent qu'aux créanciers.

Dans son modèle, Myers montre que l'existence de l'endettement peut réduire la valeur du marché de la firme en réduisant les incitations des dirigeants à entreprendre des projets ayant une valeur actuelle nette positive et souligne aussi que les firmes ayant des opportunités de croissance élevées ne devraient avoir aucun endettement et que la valeur de la firme est maximale lorsque aucune dette n'est émise. Mais, toutefois Myers rappelle les coûts d'agence

associés au financement par actions développé par Jensen et Meckling et concluent que le recours à l'endettement n'est pas aussi mauvais.

### 3. La substitution de l'actif

Dans le cadre des conflits entre les actionnaires et les créanciers, Jensen et Meckling (1976) ont démontré que le problème de sous-investissement et moins grave lorsque la firme détient une part importante d'immobilisations corporelles dans ses actifs, ces derniers représentent des garanties pour les créanciers.

La substitution de l'actif a été proposée par Diamand (1989). Cette notion se traduit par le fait que les actifs à forte variance sont substitués par des actifs de plus faible variance. Il est évident que les créanciers se basent sur un certain niveau de risque pour décider d'octroyer un crédit ainsi pour déterminer le coût de la dette. Dans la mesure où les dirigeants agissent de la manière opportuniste, en disposant d'une grande autonomie de gestion, peuvent une fois le financement obtenu, changer la politique d'investissement et opter pour les projets plus risqués susceptibles d'accroître d'une façon significative la richesse des actionnaires.

Ce comportement opportuniste des dirigeants a amené les créanciers à étudier l'historique de la firme. Ces informations permettent de connaître la capacité de l'entreprise à honorer son engagement et à mesurer son degré de solvabilité tout au long de son activité.

Les créanciers ont besoin d'une garantie pour décider d'octroyer un crédit, la garantie est approuvée par la somme des immobilisations corporelles et stocks divisés par le total des actifs. Des études récentes comme celles de Rajan et Zingales 1995, Kremp et al 1999, Hovakimian et al. 2001, Frank et Goyal, trouvent des relations positives et significatives entre les garanties et le niveau d'endettement. En revanche, les résultats de Titman et Wessels 1988 ne permettent pas de conclure.

### 4. La distribution des dividendes

D'après Easterbrook (1984), la distribution des dividendes permet de délimiter les conflits d'agence entre les actionnaires et les dirigeants, mais elle peut être aussi source des conflits entre actionnaires et créanciers. Easterbrook (1984), montre que les actionnaires peuvent transfère la richesse des créanciers par le choix d'une politique qui augmente le risque de l'entreprise. Un tel transfert se fait par l'émission des dettes et par la suite utiliser les produits d'émission pour verser les dividendes.

**B. La résolution des conflits entre les actionnaires et les créanciers**

Pour résoudre ces conflits d'intérêts, Smith et Warner (1979), proposent plusieurs solutions. En effet, l'inclusion des clauses particulière dans les contrats obligataires ou dans les prêts bancaires limite le degré de liberté des actionnaires et de leurs dirigeants ( clause restrictive; qu'aux politiques d'investissement des firmes, qu'aux politiques de distribution des dividendes ...), puis l'émission d'actifs financiers particulier tel que les obligations convertibles, les obligations à bons de souscription qui permettent une certaine convergence d'intérêt entre les diverses parties.

D'après Myers (1977), le recours au financement à court terme peut constituer une autre solution. En effet, l'échéance des dettes à court terme intervient avant le choix d'investissement celle-ci permet une négociation continue qui laisse l'entreprise révises sa politique d'investissement.

Jensen et Meckling (1976) ont proposé la participation des dirigeants à la dette de l'entreprise, détenant ainsi un certain nombre d'obligations. Le dirigeant ne sera plus intéressé à transférer la richesse des créanciers au profit des actionnaires.

L'optimum de la structure du capital résulte alors d'un niveau d'endettement cible qui permet d'arbitrer entre les avantages des dettes, comme les économies d'impôt sur les charges des dettes et la diminution des coûts d'agence des fonds propres, et les inconvénients des dettes, tels que les coûts de faillites et l'accroissement des coûts d'agence des dettes financières.

## §2. La théorie hiérarchique de financement (the Pecking Order Theory : POT)

L'existence de l'asymétrie d'informations entre les différents agents à l'intérieur qu'à l'extérieur de l'entreprise a donné lieu à deux types d'approches. La première approche est la théorie de signal présentée par Ross (1977) et Leland et Pyle (1977), selon laquelle la structure du capital d'une entreprise permet de constituer un signal transmis aux créanciers. La deuxième approche est la théorie hiérarchique de financement, elle est introduite initialement par Donaldson (1961) et développée plus tard par Myers (1984) et Myers et Majluf (1984).

Cette théorie de POT indique que les entreprises choisissent le financement par l'autofinancement au détriment d'un financement externe. Et dans le cadre de ce dernier type de financement, les dirigeants privilégient l'endettement au détriment de l'augmentation de

capital.

## I. L’asymétrie de l’information

Cette théorie est fondée sur l’existence d’une asymétrie d’information entre les différents acteurs économiques de l’entreprise. En effet, cette théorie est basée sur l’hypothèse que les dirigeants d’une entreprise disposent plus d’informations notamment financières que leurs fournisseurs de fonds.

Selon Ross (1977), étant le premier qui a utilisé cette théorie sur la finance de l’entreprise, la structure du capital d’une entreprise constitue un fort signal transmis aux créditeurs de l’entreprise. Il a montré que tout changement de la politique financière de l’entreprise provoque un fort signal au marché notamment aux investisseurs et donc agit sur la perception de l’entreprise par les créditeurs.

Ainsi, le dirigeant de l’entreprise ne peut prendre la décision de faire appel à la dette que s’il assure de dégager des flux futurs à son entreprise, de garantir la capacité de payer l’intérêt et de rembourser les nouvelles dettes. Au cas contraire, il entraînait l’entreprise à la faillite.

De plus, Leland et Pyle (1977) ont montré que le degré de diversification du portefeuille du dirigeant constitue un bon signal aux créditeurs, et cela, à cause de la qualité des projets d’investissement de l’entreprise.

Le facteur de l'asymétrie d'information indique que tous les agents économiques ne disposent pas de toute l'information nécessaire pour prendre leurs décisions. Les dirigeants des entreprises ont ainsi, du fait de leur position, une information avantagée sur la situation financière et sur les perspectives économiques et financières de l’entreprise.

Cette asymétrie montre que, dans certaines circonstances, le recours à des contrats de dette, conclus entre l’entreprise et ses bailleurs de fonds, sera privilégié. Ainsi, trois catégories d'asymétries d'information peuvent être distinguées:

- Des asymétries d'information apparaissent avant la signature du contrat de prêt, dans ce cas les prêteurs peuvent difficilement discriminer de manière efficiente parmi les différentes demandes de projets de financement. Ces asymétries d'information, que l'on peut qualifier d'ex-ante, sont à l'origine du phénomène de sélection adverse sur le marché du crédit (Stiglitz, Weiss, 1981);

- Des asymétries d'information apparaissent pendant le déroulement du contrat. L'emprunteur peut choisir, parmi ses projets d'investissement, un projet plus risqué que le projet

effectivement présenté au prêteur et sur la base duquel il avait obtenu son crédit. Si le prêteur observe uniquement le revenu réalisé par l'emprunteur, il ne connaît pas avec exactitude la nature du projet effectivement réalisé. Il doit déterminer si, par exemple, une réduction des revenus réalisés résulte de la mauvaise gestion de la firme par le dirigeant ou d'une réaction normale de l'entreprise aux variations conjoncturelles de son environnement. Ces problèmes d'agence sont qualifiés d'aléa moral;

- Enfin, des asymétries d'information peuvent se révéler ex-post. Le prêteur ne peut alors évaluer avec précision le taux de rendement du projet réalisé par l'emprunteur qui peut être poussé, pour minimiser ses remboursements, à déclarer un revenu inférieur au revenu effectivement réalisé (Williamson, 1986), ce qui a été qualifié d'opportunisme. Il peut en être ainsi, par exemple, pour le financement des besoins transitoires. En effet selon de Bandt, Jacquinot, (1991), "si l'on considère que les dirigeants protègent les intérêts des seuls anciens actionnaires, une émission d'actions sera mal accueillie. À la limite, pourrait-elle signifier aux yeux d'éventuels investisseurs que le cours atteint par les actions est jugé trop élevé par les dirigeants? Les nouveaux actionnaires exigent donc une prime de risque importante, ce qui favorise les autres formes de financement".

**II. Les modèles de la théorie du financement hiérarchique**

Cette théorie est basée sur la prise en compte des asymétries d'information entre les agents aussi bien à l'intérieur de la firme qu'à l'extérieur.

Cette hypothèse est introduite par Donald son (1961) et développée par Myers (1984) et Myers et Majluf (1984). Selon cette théorie, les entreprises disposent de certaines priorités dans le choix des sources de financement. Ainsi elles privilégieront d'abord l'autofinancement, ensuite l'endettement (avec une préférence de celui le moins risqué possible) et l'augmentation de capital en dernier ressort.

Cette hiérarchie dépend de l'objectif du dirigeant de l'entreprise. Si le dirigeant agit dans l'intérêt des actionnaires, il va donc adopter une hiérarchie financière décroissante commencée par l'autofinancement, puis la dette et enfin l'accroissement de capital (Mayer et Majluf 1984). Dans le cas où le dirigeant agit dans son propre intérêt, le dirigeant va établir la hiérarchie suivante: d'abord l'autofinancement, ensuite l'augmentation de capital et enfin l'endettement. Il avance l'émission des nouvelles actions à la dette pour éviter le rôle disciplinaire de la dette.

Plusieurs études empirique entre autre (Titman et Wessels 1988, Harris et Raviv 1991, Nekhili 1994, Rajan et Zingales 1995, Carpentier et Suret 1999, Kremp et Stoss 2001, Booth et al 2001, Fattouh et al 2008 et d'autres) ont montré qu'il existe une corrélation négative entre la rentabilité économique et l'endettement. En effet, les entreprises, qui réalisent un déficit financier à cause d'une faible rentabilité et donc d'une faible moyen d'autofinancement, se dirigent vers l'endettement. Cette relation négative peut s'interpréter comme une vérification empirique de l'hypothèse du financement hiérarchisé des entreprises.

Selon Myers et Majluf (1984) les nouveaux actionnaires interprètent une augmentation de capital comme un signal d'un état défavorable ce qui engendre la réduction de la valeur de la firme. Cependant, les anciens actionnaires préfèrent la situation d'investissement car elle augmente leur richesse (malgré la baisse de la valeur de la firme). Pour éviter la réduction des prix des actions, le dirigeant a intérêt à utiliser un autre financement. Ainsi, la hiérarchie choisie est la suivante : autofinancement, dette non risquée, dette risquée et augmentation de capital.

L'information privilégiée des managers quant aux perspectives de l'entreprise et la valeur de ses titres risqués pose le problème de sous investissement car le recours à un financement externe risqué a alors un coût important. Ce coût est tel qu'il écarte les autres avantages et inconvénients du financement externe et conduit les managers à adopter un mode de financement hiérarchique (Myers 1984).

Toutefois, il faut noter qu'un comportement de financement hiérarchique peut également résulter des conflits d'intérêts entre actionnaires et managers. Les managers cherchent à éviter le rôle disciplinaire de la dette, c'est pourquoi ils préféreront se financer par autofinancement. Ils évitent également de se financer par augmentation de capital car ces opérations nécessitent l'accord des représentants des actionnaires et attirent leur attention, en particulier lorsque l'entreprise n'est pas performante.

## §3..La théorie de Market Timing

Dans le cadre des théories financières néoclassiques, le relâchement de certaines hypothèses de Modigliani et Miller a permis la naissance et le développement de trois théories financières.

La première est appelée la théorie de Trade Off Theory (TOT). En effet, la prise en compte de la fiscalité et des coûts de faillite ont permis de proposer l'existence d'un ratio optimal de dette (Target Ratio).

La deuxième qui a contribué à expliquer le comportement financier des firmes s'exprime dans la théorie du financement hiérarchique ou "Pecking Order-Theory" (POT).

Les travaux de Becker et Wurgler (2002) ont développé un nouveau cadre théorique désigné par la théorie "Market Timing Theory" (MTT). Selon cette dernière, les entreprises émettent des actions lorsque les prix du marché sont élevés et rachètent leurs titres lorsque leur valeur est faible sur le marché. On entend par "Market timing" ou "opération d'arbitrage sur la valeur liquidative": l'opération consiste à tirer profit d'un éventuel écart de cours à la bourse (valorisation).

D'après cette théorie, la structure financière actuelle d'une entreprise résulte, non d'un choix conscient d'un ratio dettes / capitaux propres cible, mais plutôt de l'accumulation de décisions prises dans le passé en fonction du contexte financier du moment. En effet, les entreprises émettent des actions lorsque les cours d'actions sont élevés et /ou le contexte boursier est favorable, puis elles émettent des dettes et rachètent des actions quand les cours sont en baisse et /ou la bourse est déprimée.

Baker et Wurgler (2002) ont montré que les entreprises s'endettent moins pendant les périodes marquées par une bonne valorisation sur le marché, surtout lorsque l'opportunité de croissance (mesurée par MTB) est élevée. Les résultats de leurs travaux soulignent que la structure du capital résulte, non pas d'un choix conscient d'un ratio optimal, mais de l'accumulation des décisions prises dans le passé en fonction du contexte boursier.

Les travaux empiriques effectués par quelques auteurs sur la structure de financement des entreprises sont présentés dans le tableau suivant:

## Tableau n°3.2 : Les études faites sur la structure de financement des entreprises

| Auteurs | Echantillons et méthodes | Types de firmes | Variables dépendantes | Variables explicatives |
|---|---|---|---|---|
| **Carpentier et Suret (1999)** | -243 firmes françaises sur 1987-1996.<br>-Méthode de régression MCO et logistique et analyse.<br>-Source des données : Worldscope. | -Firmes cotées sauf secteurs finance, immobilier et assurance. | 1/Dette LT/ total bilan<br>2/Dette Fin. CT/ bilan<br>3/Dette Fin. Totale/ bilan<br>4/Dette CT/ bilan<br>5/Dette totale/ bilan<br>6/Capitaux propres/ bilan | /Rentabilité : moyenne sur 9 années de la rentabilité économique.<br>2/Taille : moyenne sur 9 années<br>3/Croissance : taux de croissance de l'actif total<br>4/Levier : écart entre la dette fin. totale / actif en 1987 et la moyenne sur les 9 années<br>5/BFR : BFR/ chiffre d'affaires<br>6/Investissement : Taux d'investissement brut (dépenses de capital/ actif brut). |
| **Philippe Gaud et Elion Jani. (Avril 2002)** | -106 entreprises industrielles suisses pour la période 1991-2000.<br>-La méthode des moments généralisés et de variables instrumentales.<br>-La base de données: Worldscope. | -Entreprises cotées à la bourse SWX.<br>-Les entreprises appartenant au secteur de la finance, de l'immobilier et celles qui sont réglementées par l'Etat ont été exclus. | - Ratio d'endettement (valeur comptable).<br>- Ratio d'endettement (valeur marchande). | 1/ Opportunités de croissance : le ratio valeur de marché des fonds propres sur leur valeur comptable ou market to book (MTB).<br>2/Taille : Le logarithme naturel des ventes.<br>3/Rentabilité : le ratio résultat avant intérêts et impôts sur total actif<br>4 /Garanties : Le ratio des actifs corporels nets plus stocks sur total actif.<br>5 /Risque opérationnel : le différentiel entre l'espérance de rentabilité de l'entreprise et celle du marché. |
| **Frank et Goyal (2003)** | -Un échantillon des firmes américaines pour la période 1950-2000. | | -TDA : DT / actifs.<br>-TDM : Dette totale / Valeur du marché des actifs.<br>-LDA: Dette à LT /Actifs.<br>-LDM : Dette à LT terme/ Valeur du marché des actifs<br>-ICR : taux d'intérêt de la couverture. | Ils expliquent le ratio d'endettement par 39 facteurs explicatifs issus des cadres théoriques de Trade off, de Pecking Order, de Market Timing et de la théorie de l'agence. |

| | | | | |
|---|---|---|---|---|
| **Philippe Gaud. Mars 2003.** | L'échantillon couvre les comportements de financement externes en Europe sur la période 1989-2000.<br>La base de données : Thomson Financial | Des entreprises cotées au sein des pays membres de l'Union Européenne ou de l'Association Européenne de Libre Echange | - Leverage est le ratio dette / valeur de marché des actifs en début de période.<br>- SICLeverage est le niveau moyen d'endettement observé | - Return est le rendement moyen mesuré sur l'année de l'opération et celle le précédent.<br>- MTB est le ratio de la valeur de marché des actifs sur leur valeur comptable mesuré en début de période.<br>- ROA est le ratio du résultat avant intérêt, taxe et amortissement sur le total de l'actif comptable mesuré en début de période<br>- FCF est le ratio du cash-flow après investissement sur le total de l'actif comptable mesuré en début de période |
| **Fakhfakh, H et Ben Attitallah R (2006).** | -Un échantillon 41 entreprises tunisiennes, pour la période 1998-2003.<br>-La base de données : la bourse des valeurs mobilières de Tunis, | Les entreprises appartenant notamment aux secteurs industriels, commercial et service. | - Ratio d'endettement (valeur comptable) = (DLT + Concours bancaires)/ Total Actif<br>- Ratio d'endettement ( valeur marchande) (DLT + Concours bancaires)/ valeur comptable de la dette financière totale + capitalisation boursière | -RENT : la rentabilité de la firme mesurée par le ratio BAII / Actif total.<br>-TANG : la structure de l'actif de la firme mesurée par le ratio actif corporel net plus stocks / Actif total.<br>-SIZE : la taille de la firme mesurée par le Log total actif.<br>-MTB : le ratio Market To Book mesuré par le rapport (capitalisation boursière + dettes) / Actif total.<br>-EFWMB : la moyenne pondérée des ratios MTB passés, commençant par la première observation disponible dans notre échantillon, jusqu'a le ratio MTB à (T-1).<br>-La pondération pour tous les ans est le déficit de financement de l'année (1) jusqu'à (T-1).<br>-Price : le taux de variation des cours de l'action de la firme.<br>-IBVMT : l'indice de la performance de la bourse des valeurs mobilières de Tunis pour l'année t. |

Source: Sheria Ruvugiro Innocent, licence 2010.

## Section 3 : Impact de la cotation en bourse sur la performance des PME

L'impact de la cotation en bourse sur la performance a fait l'objet de certaines études appliquées au marché américain. La plupart d'entre elles mettent en évidence un déclin de performance économique sur la période post-introduction. Ce phénomène est également observé au marché asiatique (Cai et Wei, 1997 ; Kim et al, 2002 ; Kutsuna et al, 2002) ainsi qu'au marché européen (Pagano et al, 1998; Sentis, 2001). L'explication repose le plus souvent sur les conflits d'agence, sur l'effet timing voire sur la gestion du résultat avant l'introduction en bourse.

Ainsi cette section sera organisée de la manière suivante. Le premier paragraphe présentera les déterminants théoriques de la performance économique des entreprises et le deuxième paragraphe énoncera les études empiriques sur le déclin des performances économiques après l'introduction en bourse.

### §1. Les déterminants théoriques de la performance économiques

La revue de la littérature sur les performances économiques des entreprises fait ressortir plusieurs déterminants théoriques de la performance des entreprises. Ainsi, les travaux empiriques de plusieurs chercheurs sur ce sujet ont identifié neuf déterminants potentiels de la performance économique. Ces déterminants font l'objet de ce paragraphe.

#### I. La taille

Le lien entre taille et performance a été appréhendé depuis longtemps tant en économie qu'en stratégie. Deux courants de recherche qui explique la relation entre taille et performance ont vu le jour:

Le premier courant stipule que la relation est positive. Quatre raisons principales sont avancées pour expliquer la relation positive entre la taille et la performance: les économies d'échelle concernant les coûts opérationnels (Marshall, 1920), les coûts de l'innovation (Hardwick, 1997), le pouvoir de marché par les économistes industriels (Chamberlain, 1933; Mason, 1939 et Bain, 1951), l'effet d'expérience (Henderson, 1966) et l'effet de la diversification des activités (Fiegenbaum et Karnani 1991;Winter, 1994; Wyn, 1998 et Goddard, Tavakoli et Wilson, 2005)[97].

[97] Tous ces auteurs, à part Goddard et al. (2005), sont cités dans Moatti et Dussauge (2003): "L'impact du mode de croissance sur la relation taille performance : l'exemple de la grande distribution au niveau mondial". XIIème Conférence de l'Association Internationale de Management Stratégique, Les Côtes de Carthage – 3, 4, 5 et 6 juin 2003, Tunisie.

Les études empiriques attestant un lien positif entre taille et performance, lient la taille de l'entreprise à l'importance de ses ressources. Du moment où les firmes de grande taille disposent de beaucoup de ressources organisationnelles, ce qui leur permet de répondre aux objectifs de performance escomptés (Koh et Venkataraman, 1991).

Le deuxième courant de recherche suggère qu'à partir d'une taille optimale l'effet de la taille sur la performance s'inverse (Russeeuw, 1997). L'étude de Yoon (2004) montre qu'au-delà d'une taille optimale, la performance de l'entreprise se détériore. En effet, l'accroissement de la taille rend difficile le contrôle exercé par les propriétaires sur les dirigeants (Pi et Timme 1993; Goddard et al. 2005)[98].

**II. L'âge**

L'âge de l'entreprise peut agir positivement sur sa performance du fait que les entreprises dont l'âge est avancé, sont plus expérimentées (Majumdar, 1997). Les entreprises qui ont plusieurs années d'expérience bénéficient d'une réputation et auront par conséquent un avantage concurrentiel par rapport aux jeunes sociétés.

Cependant, l'âge avancé peut être une entrave au développement de l'entreprise si l'on considère les structures bureaucratiques qui deviennent de plus en plus embarrassantes avec l'âge. Les "vieilles" sociétés sont inertes et réagissent plus lentement aux changements de l'environnement à cause des routines développées durant plusieurs années d'activité. Marshall (1920) avance que ce type de sociétés perde leur souplesse à s'adapter aux changements et sont, par conséquent, moins flexibles que les jeunes sociétés pour faire les ajustements nécessaires et en temps opportun aux changements de circonstances. D'après le même auteur les" vieilles" sociétés trouvent plus de difficultés à conserver leur niveau de performance que les jeunes sociétés.

**III. L'endettement**

Le rôle de la structure du capital dans l'explication de la performance des entreprises a fait l'objet de nombreuses recherches depuis Modigliani et Miller (1958). Le désaccord entre les chercheurs s'observe à la fois sur le plan théorique et sur le plan empirique. Jensen (1986), par exemple, considère que les dirigeants peuvent s'engager dans des investissements

[98] Voir aussi Serrasqueiro, Z., Nunes, P.M., (2008), "Performance and size: empirical evidence from Portuguese SMEs ", Small Business Economics, vol.31 (2), pp. 195-217.

destructeurs de valeur en présence de Free Cash Flow[99]. L'endettement devrait alors les inciter à s'engager dans des projets rentables pour pouvoir payer les charges d'intérêts qui en résultent ou éviter la faillite. Le financement par la dette obligerait les dirigeants à être plus efficients et efficaces. Un autre argument considère que la dette peut réduire le pouvoir discrétionnaire des dirigeants sur les ressources de l'entreprise et donc leur capacité à faire face aux pressions concurrentielles (Simerly et Li, 2000). Le niveau d'endettement pourrait ainsi affecter des projets nouveaux et risqués, tels que recherche et développement, souvent déterminants pour la survie à long terme de l'entreprise.

Si l'endettement incite le dirigeant à gérer strictement dans l'intérêt des actionnaires et à atteindre un maximum de performance financière, il entraîne aussi des coûts non négligeables liés aux réactions des prêteurs qui peuvent être victimes de manœuvres de sélection adverse. Ainsi dans une firme à levier important, les dirigeants peuvent réaliser des projets beaucoup plus risqués que les projets annoncés, car ils bénéficient essentiellement de leur succès et limitent leurs pertes en cas d'échec (problème de substitution d'actifs étudié par Jensen et Meckling, 1976 et Galai et Masulis, 1976). De même, une firme fortement endettée, dont la valeur dépend essentiellement des opportunités d'investissements futurs, peut rejeter des projets à valeur actuelle nette positive si celle-ci revient principalement aux obligataires (problème de sous-investissement étudié par Myers, 1977).

Afin de limiter ces risques, les obligataires sont amenés à mettre en place des systèmes de surveillance et de garantie coûteux pour la firme (clauses restrictives en matière d'investissement, de dividende, de niveau d'endettement et exigence d'importantes sûretés réelles (Smith et Warner, 1979)). La détention d'informations incomplètes sur les projets d'investissement des entreprises, incite les prêteurs à être plus prudents et donc à ajuster les taux d'intérêt suivant la situation particulière de chaque entreprise.

La performance augmenterait avec le niveau d'endettement et deviendrait maximale à un niveau correspondant à une structure du capital optimale. Les dirigeants capables de connaître et de maintenir ce ratio "cible" d'endettement (Target Debt Ratio), en équilibrant les bénéfices et les coûts associés à la dette et aux capitaux propres, maximiseraient ainsi la performance de la firme. Cependant, la recherche d'un ratio d'endettement cible n'est pas admise par tous les

[99] Le Free Cash Flow correspond aux fonds restant à disposition des dirigeants de l'entreprise, une fois que tous les projets rentables (ayant une valeur actuelle nette positive) ont été financés. La tentation serait ainsi grande pour les dirigeants de ne pas redistribuer cet argent aux actionnaires et de s'engager dans des projets inutiles, incertains, et peu rentables pour l'entreprise, les fusions et acquisitions faisant partie des exemples les plus cités.

auteurs.

La littérature sur les contraintes financière ou de crédit (Evans et Jovanovic,1989; Greenwald et Stiglitz, 1993; Schiantarelli, 1995 et Hubbard, 1998) suggèrent que ces contraintes peuvent causer une mauvaise allocation de ressources dans la production, ce qui cause en conséquence la baisse des revenues de l'entreprise et donc sa performance. Les mauvais résultats opérationnels des entreprises dites" contraintes financières" proviennent essentiellement de la baisse du niveau des investissements et de l'incapacité du management à utiliser efficacement les facteurs productifs et humains (Rizov, 2004).

## IV. L'innovation et le risque

Skinner (1984, p.116) explique que: "l'innovation[100] dans les équipements et les processus technologiques peut être utilisée stratégiquement comme une arme pour être plus compétitive". D'après Butler (1988), l'entreprise qui innove dans de nouveaux produits peut cibler de nouvelles niches et générer plus de profit. En effet les entreprises qui innovent gagnent en termes de coûts opérationnels et fonctionnels (Shaker et Sidhartha, 1993). Johnson, Hoskisson et Hitt (1993) ont apporté la preuve empirique que plus les dépenses de recherche et développement sont importantes plus la performance de l'entreprise est importante.

Geroski et Machin (1992) ont étudié 539 sociétés anglaises sur la période 1972 - 1983, parmi lesquelles 98 sont qualifiées d'entreprises innovantes (c'est-à-dire celles qui ont produit au moins un procédé ou un produit et avoir obtenu un brevet). Les auteurs observent que les entreprises dites innovantes sont plus performantes (en termes de rentabilité financière) et ont un taux de croissance des ventes plus important que celles dites "non innovantes". Les auteurs mesurent l'innovation en terme d'output (nombre de brevets obtenus), ou à travers l'input les dépenses de recherche et développement.

C'est vrai que le nombre de brevets peut être utilisé comme indicateur de nouvelles inventions ainsi qu'une mesure de l'activité innovatrice, seulement, il présente des limites. Dans certains cas, surtout pour les petites entreprises, acquérir un brevet peut s'avérer couteux et long à concrétiser, alors elles préfèrent garder leurs inventions secrètes (Arundel et Kabla, 1998). L'utilisation des dépenses de recherche et développement parait plus logique du moment où

[100] Les entreprises innovantes ont soit développé et mis sur le marché un produit technologiquement nouveau ou nettement amélioré, soit mis en œuvre un procédé de production nouveau ou nettement amélioré. Telle est la définition de l'innovation donnée par l'organisme de coopération et de développement économique (OCDE) dans le manuel d'Oslo. Sont également considérées comme innovantes les entreprises qui ont des projets innovants encore en cours de développement.

l'investissement passé en recherche et développement a un impact sur le développement et la performance futurs de l'entreprise. Hall (2004) précise que l'historique des dépenses de recherche et développement est un bon indicateur de la position technologique de la firme.

Si l'investissement dans la recherche et développement et dans les actifs immatériel en général renforce la position concurrentielle de l'entreprise et peut rapporter beaucoup à long terme, il n'est pas exclu que ces même investissements sont source d'incertitude et de risque (Fischer, 2000). Les investissements immatériels comportent, dans leur mise en œuvre, leur durée et leurs garanties de bonne fin, une grande part d'aléa[101].

Les éléments incorporels mettent l'entreprise dans une situation d'asymétrie d'information et de risque car leurs outputs sont incertains et surtout difficiles à contrôler et à en évaluer les retombés futurs. Dans une étude sur les facteurs d'échec de certains projets d'investissement, Mansfield et Wagner (1975) montrent que la probabilité d'échec de l'investissement dans des actifs intangibles est plus grande que celle de l'investissement dans des actifs tangibles. Pour Williamson (1988), l'absence d'un marché secondaire pour les éléments immatériels implique qu'il n'existe aucune garantie à les vendre, ce qui augmente le risque d'insolvabilité de l'entreprise et agit négativement sur ses performances futures.

### V. La croissance

Le courant le plus dominant concernant la relation croissance-performance stipule que la croissance rapide des ventes pourrait mener à une rentabilité élevée. Les sociétés qui poursuivent un objectif de croissance rapide peuvent réaliser des parts de marché substantielles et bénéficient ainsi des avantages des économies d'échelle (MacMillan et Day, 1987). Ces avantages sont, d'après Lee, Smith, Grimm, et Schomburg (2000), la garantie d'une bonne performance financière. D'après Penrose (1959), une entreprise dont la croissance du chiffre d'affaires est soutenue peut attirer un personnel hautement qualifié (Penrose, 1959). En plus, les sociétés en croissance peuvent financer plus facilement leurs investissements par les bénéfices générés de l'exploitation ou encore avoir le support financier des investisseurs qui croient en sa profitabilité future. La croissance est donc le moteur du développement de la firme que tout entrepreneur cherche à maintenir sur le long terme (Sexton et Smilor, 1997).

[101] D'après Christiane Alcouffe et Yassine Louzzani, 2003, "Mesures de l'investissement immatériel: Indicateurs d'évaluation et de performance ", LIRHE - Unité mixte de recherche CNRS/UT1, Note 381 (03-12), juillet 2003.

Dans une analyse portant sur 88 études de la relation croissance-profitabilité, Capon, Farley et Hoenig (1990) trouvent que cette relation est positive et significative. Plus récemment, Cho et Pucic (2005) montrent l'existence d'une relation positive mais faiblement significative entre la croissance des ventes et différentes mesures comptables de la profitabilité. La relation positive entre la croissance et la performance a été aussi confirmée par Cox, Camp et Ensley (2002), Kim, Hoskisson et Wan (2004), Peng (2004) et Cowling (2004). Toutes ces études utilisent le taux de croissance du chiffre d'affaire comme mesure de la croissance de la firme et différentes mesures de la performance notamment la rentabilité économique, la rentabilité financière et la rentabilité des capitaux propres).

Contrairement à ces résultats, Reid (1995) trouve que la relation entre la croissance et la performance est négative. L'augmentation du taux de croissance du chiffre d'affaires n'implique pas nécessairement l'accroissement de la performance opérationnelle ou économique. Au contraire, des auteurs tels que Ramezani, Soenen et Jung (2002) ont trouvé que les entreprises avec un faible taux de croissance du chiffre d'affaires affichent les meilleures rentabilités économiques. Ces résultats confirment la remarque de Fuller et Jensen (2002) à propos du "danger de se conformer aux pressions du marché pour la croissance".

L'étude de Roper (1999), portant sur un échantillon d'entreprises irlandaises, montre que la croissance des ventes n'est pas statistiquement liée à la rentabilité des actifs. L'étude de Markman et Gartner (2002) portant sur 500 entreprises et celle de Sexton, Pricer et Nenide (2000) portant sur 75000 entreprises, au Etats-Unis, confirment les résultats de Roper (1999). Ces deux dernières études sont conformes aux prédictions de Marris (1967)[102] qui avance qu'il y a séparation entre la croissance de l'entreprise et sa performance (theory of a growth profitability trade off).

Malgré l'existence d'un bon nombre de justifications qui laisse à dire que la croissance cause la performance, les recherches ne font pas l'unanimité ni sur le signe ni sur le sens de la relation. Penrose (1959), pense que croitre ne signifie pas seulement pour l'entreprise grandir et réussir financièrement, il s'agit d'un processus complexe. Dans la littérature sur le stade de développement de l'entreprise[103], la croissance est un processus où l'entreprise aurait à relever plusieurs défis (restructuration, investissements matériels et immatériels, nouvelle culture

[102] Cité par Davidsson, Steffens et Fitzsimmons (2007).
[103] Modèle de cycle de vie ou modèle d'étapes d'évolution (stages of development literature). Pour une revue de la littérature sur la question voir : Churchill et Lewis (1983); Greiner (1972); Hambrick et Crozier (1985); Hanks, Watson, Jansen et Chandler (1993) et Kazanjian et Drazin (1989).

managériale et d'entreprise, etc.). Tous ces challenges peuvent avoir un impact négatif sur la santé financière de l'entreprise et peuvent même causer sa faillite.

Une autre explication plus formalisée est avancée par Smith et Watts (1992): le problème de sous-investissement (under-investment) associé à la croissance. D'autres auteurs (Hossain, Cahan et Adams, 2000) avancent la possibilité pour les dirigeants de bâtir des empires (empire building) (diversification par voie d'acquisitions)[104]. Ces deux phénomènes ont été étudiés par Baber, Janakiraman et Kang (1996) qui concluent à l'existence d'une relation négative entre les opportunités de croissance future et la performance de l'entreprise.

**VI. L'investissement**

Les dépenses d'investissement en matière d'actifs se rapportent à des décisions importantes telles que l'expansion d'usine ou le remplacement d'équipement. Ces dépenses sont généralement liées aux décisions stratégiques des sociétés. Vraisemblablement, les sociétés devraient entreprendre les projets d'investissement qui produiront une valeur actuelle nette positive. Si oui, les dépenses d'investissement dans la période courante devraient être associées à des rentabilités financières futures positives. Les résultats empiriques sur l'association entre dépenses d'investissement et performance de l'entreprise ne sont pas tous concluants.

D'une part, les chercheurs ont annoncé une association positive entre les dépenses d'investissement et les résultats financiers de l'entreprise. Lev et Thiagaranjan (1993) indiquent que les dépenses d'investissement sont liées positivement à la valeur comptable de la firme. De même, Callen et al. (1996) constatent que le ratio (dépenses d'investissement courantes / moyenne des dépenses d'investissement sur quatre ans) est associé avec des rendements boursiers positifs. L'investissement dans l'acquisition de nouvelles immobilisations est vital pour l'entreprise à cause de l'usure et de l'obsolescence de ces éléments d'actif au cours du temps. Agiomirgianakis, Voulgaris et Papadogonas (2006) montrent que le ratio investissement net / total actifs est positivement corrélé à la performance de l'entreprise du moment où les nouveaux investissements augmentent la production et la capacité de générer plus de liquidité.

D'autre part, des recherches plus récentes montent que l'association entre les dépenses

[104] Pour une revue de la littérature exhaustive sur ces deux phénomènes, voir: Marion Hutchinson, (2002), "An Analysis of the Association between Firms' Investment Opportunities, Board Composition, and Firm Performance", Asia-Pacific Journal of Accounting & Economics, Vol. 9, No. 1, pp. 17-38.

d'investissements et les revenus futurs n'est pas toujours positive. Echevarria (1997) examine la performance financière d'un échantillon de sociétés industrielles de la fortune 500 au cours de la période 1971-1990. Bien que ces sociétés aient investi des millions de dollars pour améliorer les équipements productifs, seulement 25% de ces sociétés pouvaient obtenir une augmentation de la rentabilité financière sur la période 1981-1990 uniquement. Kim (2001) examine la performance financière des entreprises industrielles aux Etats-Unis. Basé sur un échantillon d'une moyenne de 515 observations par an au cours de la période 1976-1989, Kim ne rapporte aucune association linéaire entre les dépenses d'investissement et les futurs revenus pour l'échantillon global. Cependant, quand l'échantillon est divisé en deux groupes: les gagnants et les perdants, Kim constate que les sociétés du groupe des gagnants montrent une association positive entre les dépenses d'investissement et les revenus futurs tandis que les sociétés du groupe des perdants montrent une association négative entre les dépenses d'investissement et les revenus futurs.

Plusieurs théories sont disponibles pour expliquer les résultats empiriques observés. La théorie classique de l'investissement, qui puise directement sa source dans la théorie économique néoclassique, est en connexion directe avec la théorie de la valeur, selon laquelle la valeur d'un actif dépend des flux de liquidités qu'il contribue à générer[105]. Les dirigeants, agissant dans le meilleur intérêt des actionnaires, cherchent à maximiser la richesse de l'entreprise en entreprenant des projets d'investissement qui ont une valeur actuelle nette positive. Cependant, la théorie d'agence (Jensen et Meckling, 1976 ; Jensen, 1986) suppose que la relation entre dirigeants et propriétaire est source de conflit. Les premiers, mandataires des seconds, cherchent à maximiser leur utilité personnelle au détriment de la richesse des actionnaires et de l'entreprise en général. Pour servir leur intérêt, les dirigeants peuvent entreprendre des investissements à valeur actuelle nette négative dans le seul but d'augmenter les ressources à leur disposition. Les problèmes d'agence s'aggravent de plus en plus en présence de cash flow libre à la disposition des dirigeants. Ce problème a été soulevé par Jensen (1986, 1993) qui parle d'investissement destructeur de valeur en présence de cash flow libre. Ainsi, l'hypothèse d'agence suggère que l'association entre les dépenses d'investissement et la performance de l'entreprise ne pas peut être positive.

A l'exception de la théorie d'agence, Echevarria (1997) note que plusieurs autres facteurs

[105] P. Boisselier (1993, p. 46) cite la définition de P. Massé (1959, p. 1), où celui-ci considère l'investissement comme "L'échange d'une satisfaction immédiate et certaine à laquelle on renonce, contre une espérance que l'on acquiert et dont le bien investi est le support".

peuvent expliquer la relation négative entre l'investissement et la valeur de la firme. Les conditions inattendues du marché telles que des changements de goût et de préférence des consommateurs peuvent affecter les conditions de la demande. De même, les changements inattendus des concurrents peuvent affecter les conditions d'approvisionnement. Tous ces facteurs peuvent contribuer à l'échec des projets d'investissement.

## VII. L'exportation

Dans la majorité des études sur la relation exportation-performance Wagner (2006)[106], il ressort certains consentements, par exemple celui selon lequel les firmes exportatrices sont plus grandes et plus productives que leurs homologues, non exportatrices. L'argument théorique sous-jacent est qu'en présence de coûts fixes liés à l'exportation, la concurrence de marché fait que seules les entreprises, les plus efficaces, trouvent profitable de s'engager dans le commerce international. Les entreprises moyennement efficaces se renferment au marché domestique, tandis que les entreprises les moins efficaces sont, à terme, contraint de sortir du marché (Bernard et al, 2003 et Melitz, 2003)[107].

Un autre résultat commun à ces études est la prime d'exportation, cette dernière s'accroissant lorsque les exportations représentent un pourcentage plus grand du chiffre d'affaires de l'entreprise. Contrairement au résultat précédent, les firmes qui exportent bénéficieraient de gains d'apprentissage plus importants que les firmes limitées aux marchés domestiques (Westphal, 1990, Pack et Page, 1994 et Nelson et Pack, 1999). Certains travaux ont approfondi la question de l'existence de ce lien causal. Il en ressort des résultats moins consensuels. D'un coté, les effets d'apprentissage sont réfutés dans les travaux de Bernard et Jensen (1999) sur données d'établissements américains, Bernard et Wagner (1997) sur données allemandes et Delgado et al. (2002) sur données de firmes espagnoles. D'un autre coté, Castellani (2002) sur données italiennes et Girma et al (2004) sur données britanniques trouvent que les firmes exportatrices bénéficient de gains de productivité réguliers à leur entrée sur les marchés d'exportation. De plus, ces gains de productivité apparaissent d'autant plus importants que les entreprises font état d'une forte intensité d'exportation.

Tout en étant un thème ancien et déjà largement exploré, la question de l'exportation connaît un regain d'intérêt. C'est le résultat du mouvement d'ouverture des marchés nationaux depuis

[106] Wagner (2006) met en évidence une relation forte entre performance à l'exportation et efficience productive.
[107] Bernard, A., Eaton, J., Jensen, B. and Kortum, S. (2003). "Plants and Productivity in International Trade", American Economic Review, Vol. 93, pp. 1268-1290.

les années quatre-vingt avec les nouveaux accords multilatéraux (Organisation mondiale du commerce) ou régionaux (Union européenne, Association de libre échange nord-américaine). Dans cette nouvelle logique économique de spécialisation des échanges, la tentation se fait fort d'inciter les entreprises à exporter. Les grandes entreprises ne sont plus aujourd'hui les seules concernées. Les petites et moyennes entreprises (PME) sont aussi concernées dans la mesure où elles disposent des "potentialités à l'exportation". En effet, l'internationalisation est entrée dans les mœurs et l'ensemble du tissu économique y participe.

De nouveaux thèmes sont ainsi apparus dans les problématiques d'exportation. Schématiquement, on peut considérer que la question de l'exportation a été longtemps intégrée dans la logique du cycle de vie des produits au niveau du commerce international (Vernon, 1966)[108]. L'entreprise se préoccupe d'abord d'occuper son marché national puis, lorsque celui-ci arrive à saturation, elle se tourne vers les marchés étrangers. Or ce schéma traditionnel est de plus en plus remis en cause : la concurrence est souvent internationale dès l'origine du fait de l'interpénétration des marchés, en sorte que la question de l'exportation n'attend pas la phase de maturité. Elle est susceptible de se poser dès l'émergence du marché. En ce sens, l'exportation peut devenir une contrainte dans le plan de développement de l'entreprise avant même que d'être un choix. C'est pourquoi il est devenu nécessaire, de réévaluer la possibilité des stratégies exportatrices et leur impact sur la rentabilité (Cœurderoy, 1996) qui a montré, à travers un échantillon de 4169 entreprises françaises, que 1675 d'entre elles, dites exportatrice (un niveau seuil d'exportation fixé à 15% du chiffre d'affaire global), affichent des rentabilités d'exploitation supérieures au groupe de contrôle. Le même auteur ajoute que " ….pour être véritablement profitable, l'exportation se doit d'être pleinement intégrée dans la stratégie des entreprises. À cette condition, la performance à l'exportation (en termes de taux d'export et de profitabilité) présente un caractère standard, illustrant une adaptation fondamentale et réussie du tissu productif national à la mondialisation…En particulier, pour qu'une entreprise soit valablement incitée à s'aventurer sur les marchés étrangers, il importe de s'assurer de sa capacité à assumer les coûts liés".

## VIII. Les performances passées

D'après Mueller (1986) "il y a une tendance à la persistance de la performance sur plusieurs années". Ceci est la preuve qu'il existe une relation entre les performances passées et les performances actuelles de l'entreprise. Schumacher et Boland (2005) expliquent le lien entre

[108] Cité par Cœurderoy (1996).

performances passées et performances actuelles par la recherche d'un niveau optimal de performance ajusté aux caractéristiques propres de chaque entreprise ainsi qu'au marché auquel elle appartient. Une entreprise qui réalise de bonnes performances au cours d'une année donnée a de fortes chances de garder le même niveau de performance les années qui suivent.

### IX. La profitabilité

La théorie des préférences hiérarchisées de financement affirme qu'en raison des asymétries d'information, les entreprises préfèrent se financer par fonds propres internes.Il en découle une relation négative entre la profitabilité et l'endettement (Dubois (1985), Booth et Al (2001), Harris et Raviv (1991), Rajan et Zingales (1995), Titman et Wessels (1988), Allen et Mizunot (1989), Huang et Song (2006), Akhtar (2005), Cassar et Holmes (2003), Dessi et Robertson (2003), Suto (2003)). Récemment, Chakraborty (2010) montre que les entreprises qui réalisent des profits faibles ont des ratios d'endettement élevés, et que la théorie des préférences hiérarchisées de financement explique largement la structure du capital en Inde, notamment après les réformes financières entreprises dans ce pays. De même, Yang et Al (2009) trouvent une corrélation négative entre la profitabilité des entreprises Taïwanaises et leur ratio d'endettement mesuré en valeur de marché.

Inversement, la théorie de compromis affirme que les entreprises les plus profitables sont les plus aptes à s'endetter pour tirer pleinement profit des économies d'impôt liées à l'endettement (Kremp et Stoss (2001) et Fama et French (2002)).

## §2. Les études empiriques sur le déclin des performances économiques après l'introduction en bourse

Plusieurs travaux récents s'intéressent à l'évolution des performances économiques des entreprises introduites en bourse: le déclin de ces performances après l'introduction en bourse y est clairement mis en évidence, tant sur le marché américain que sur les marchés asiatique et européen. En revanche, les explications apportées à ce phénomène sont plus contrastées. Les principaux résultats de ces études sont synthétisés dans le tableau n° 3.3. Les travaux de Jain et Kini (1994) et de Mikkelson et al.(1997) portent sur le marché américain.

L'étude de Jain et Kini (1994) est menée sur un échantillon de 682 sociétés introduites en bourse sur la période 1976-1988. Un échantillon de contrôle est composé de sociétés appartenant au même secteur d'activité. Les auteurs mettent en évidence que les sociétés introduites enregistrent des performances économiques supérieures aux sociétés de

l'échantillon de contrôle l'année précédant. Mais ces bonnes performances ne sont pas maintenues sur les trois années suivant l'introduction en dépit de taux de croissance des ventes et de dépenses d'investissement supérieures à celles de l'échantillon de contrôle.

Le lien entre les variations de performances économiques et le taux de rétention des "originaux entrepreneurs"(dirigeants et sociétés de capital-risque) après l'introduction est significatif : le sous-échantillon des sociétés à fort taux de rétention affiche un moindre déclin des performances économiques. Ces sociétés enregistrent également le plus fort taux de croissance des ventes; en revanche, la différence n'est pas significative pour les dépenses d'investissement. Les auteurs en déduisent la cohérence de ces résultats avec l'hypothèse d'agence. Mikkelson, Partch et Shah (1997) se concentrent sur le lien entre les performances économiques et la structure d'actionnariat. L'échantillon comporte 283 introductions en bourse sur la période 1980-1983. Contrairement à l'étude précédente, c'est le taux de désengagement des dirigeants et non la part détenue après l'introduction qui est utilisée comme variable explicative. L'horizon temporel entourant la date d'introduction est large : jusqu'à 10 ans après l'introduction. Les résultats relatifs à l'évolution des performances économiques sont similaires à ceux de Jain et Kini (1994): le déclin est plus marqué l'année suivant l'introduction et ne se confirme pas sur le long terme. L'utilisation de mesures relatives à la structure d'actionnariat ne permet pas de mettre en évidence un lien entre l'évolution des performances économiques et le désengagement de l'actionnariat dirigeant. En revanche, la taille et l'âge des entreprises de l'échantillon ont un impact: le déclin des performances économiques est particulièrement marqué pour le groupe des entreprises jeunes et de petite taille. Pour expliquer le déclin moins marqué mais présent des performances de l'autre groupe d'entreprises (de grande taille et plus âgées), les auteurs concluent à un effet timing de l'introduction en bourse. Ce constat est renforcé par l'impact haussier, de la part de titres secondaires émise à la bourse, sur le déclin des performances.

Sur le marché japonais, Cai et Wei (1997) puis Kutsuna et al. (2002) mesurent une détérioration des performances économiques sur respectivement 180 sociétés cotées au JASDAQ sur la période 1971-1992 et 247 sociétés cotées en 1995 et 1996. Le désengagement des actionnaires dirigeants lors de l'introduction (le taux de rétention est de 60% en moyenne). Les résultats des deux études diffèrent: les travaux de Cai et Wei (1997) invalident l'hypothèse d'agence et concluent à un effet timing de l'introduction. Ceux de Kutsuna et al.(2002) offrent des résultats similaires à ceux de Jain et Kini (1994) : le taux de rétention des dirigeants ainsi que la présence de sociétés de capital risque après l'introduction influencent

significativement le taux de croissance des ventes et du résultat courant. L'âge et la taille jouent également un rôle.

Les travaux de Kim et al. (2002) tentent d'apporter un éclairage aux résultats divergents observés dans les études précitées: le lien entre performances économiques et taux de rétention de l'actionnariat dirigeant est modélisé par une relation non linéaire. Les auteurs étudient 133 introductions en bourse d'entreprises thaïlandaises sur la période 1987-1993. Ce marché a pour spécificité un actionnariat très concentré, typique des pays asiatiques émergents (poids important des familles et des banques dans l'actionnariat). Les performances économiques déclinent après l'introduction en bourse sans que le niveau des ventes ou celui des dépenses d'investissement permette de l'expliquer. En revanche, le modèle non linéaire se révèle explicatif de la variation des performances économiques : pour de faibles et forts taux de rétention (inférieur à 31% et supérieur à 71%), le déclin du résultat d'exploitation est d'autant plus faible que le taux de rétention est élevé. Pour des taux intermédiaires (compris entre 31% et 71%), le déclin du résultat économique augmente avec le taux de rétention. La taille et l'âge ont également une influence positive sur la variation de performance économique.

Enfin, sur le marché européen, Sentis (2001) a étudié les performances économiques d'un échantillon de 61 sociétés introduites en bourse sur le premier et le second marché français sur la période 1991-1995. Chaque entreprise de l'échantillon est paire avec une entreprise cotée de même secteur d'activité et de taille similaire (capitalisation boursière). L'auteur met en évidence que les sociétés introduites enregistrent un déclin de la rentabilité économique qui se réduit au fil du temps. Les résultats sont globalement moins significatifs que ceux obtenus sur le marché américain. Pour expliquer ce déclin des performances économiques, l'auteur teste le lien entre ces dernières et la fraction de capital introduite sur le marché : aucune différence significative entre les deux groupes de sociétés n'est recensée. La période d'étude n'est pas marquée par un cycle d'introduction en bourse très important, d'où une taille d'échantillon relativement réduite. L'étude de Pagano et al. (1998) s'intéresse aux déterminants et aux conséquences de l'introduction en bourse sur un échantillon composé de 69 entreprises italiennes: le déclin de performance économique est compris entre 1.5% et 3%.

Il y a lieu de noter qu'aucune des études précédentes n'a effectué de pairage avec des entreprises non cotées pour d'identifier l'impact réel de l'admission à la cote sur les performances économiques.

**Tableau n° 3.3 : Etudes empiriques sur les performances économiques (PE) des sociétés faisant l'objet d'une introduction en bourse (IB)**

| Etudes | Echantillon et période d'étude | Echantillon de contrôle Critères de pairage | Variables de performances économiques (PE) | Variables de contrôle | Variables de structure d'actionnariat | Résultats Déclin des PE | Hypothèse retenue |
|---|---|---|---|---|---|---|---|
| **MARCHE AMERICAIN** | | | | | | | |
| **Jain et Kini (1994)** | 682 IB sur 1976-1988 fenêtre (n-1) ; (n+3) | Secteur d'activité : 2 ou 3 chiffres du code SIC | Résultat économique/ total actifs. (Résultat économique– dépenses d'investissement)/total actifs | Taux de croissance des ventes. Taux de croissance de rotation des actifs. Taux de croissance des dépenses d'investissement | Taux de rétention des dirigeants et des sociétés de capital risque post-IB (alpha) | Entre 2.91% et 10.53% Hausse des ventes et des dépenses d'investissement Lien positif entre PE et alpha | Hypothèse d''agence |
| **Mikkelson, Partch, Shah (1997)** | 283 IB sur 1980-1983 fenêtre (n-1) ; (n+10) | Secteur d'activité (2 à 4 chiffres SIC) Total actifs post-IB PE en (n-1) | Résultat économique/ total actifs. Résultat économique /Ventes | Taille de l'entreprise : total actifs post IB. Age de l'entreprise Fraction de titres existants introduite | Part détenue par le dirigeant, le comité exécutif et le conseil d'administration. Taux de désengagement Part détenue par autres actionnaires : sociétés de capital-risque, compagnies financières et non financières, actionnaires détenant + de 5%. Changement dans la composition du CA et turnover | Entre 8% et 10% Lien avec positif âge et taille : effet "cycle de vie". | Hypothèse du timing |

| | | | | | | | |
|---|---|---|---|---|---|---|---|
| **MARCHE ASIATIQUE** | | | | | | | |
| **Kim, Kitsabunnarat, Nofsinger (2002)** | 133 IB sur le marché Thaï, 1987-1993 fenêtre (n-1) ; (n+3) | Secteur d''activité | Résultat économique/ total actifs. (Résultat économique+ amortissement)/ total actifs | Ventes / total actifs Dépenses d'investissement | Taux de rétention de l'actionnariat dirigeant (alpha) Modélisation non linéaire (cubique) de lapha | 70% en n+3 Relation non linéaire entre PE et alpha | Hypothèse d'agence et hypothèse alternative d'enracinement suivant la part des dirigeants (relation cubique) |
| **Cai et Wei (1997)** | 180 IB au JASDAQ sur 1972-1992 | Taille Secteur d'activité Performance | Résultat courant.total actifs, Résultat économique / total actifs, Cash flow / total actifs | Ventes Dépenses d'investissement | Fraction de titres introduite Taux de rétention et taux de désengagement de l'actionnariat dirigeant | Entre 1.9% et 4% | Hypothèse du timing |
| **Kutsuna, Okamura, Cowling (2002)** | 247 IB au JASDAQ sur 1995-1996 fenêtre (n-5) ; (n+3) | Secteur d'activité | Ventes Résultat courant, Bénéfice Résultat courant / ventes | | Part détenue par les dirigeants, les banques, les sociétés de capital-risque pre et post IB Taux de désengagement | | Hypothèse d'agence |
| **MARCHE FRANÇAIS** | | | | | | | |
| **Sentis (2001)** | 61 IB sur 1991-1995 fenêtre (n-1) ; (n+2) | Taille (capitalisation boursière) Secteur d'activité | Résultat économique /total actifs | Total dettes / total actifs. Disponibilités/total actif | Fraction de titres introduits en bourse | Entre 0.14% et 4.8%.Pas de lien entre fraction de titres et PE | Validation partielle des hypothèses d'agence et du signal |

Source : synthèse effectuée par nos soins des travaux de divers auteurs cités dans ce travail * n : année de l'introduction.

## Conclusion du chapitre

La mutation des moyens de financement[109] des entreprises montre l'aspect stratégique de la structure financière qui s'étale à tous les services des gestions financières qui permettent à l'entreprise de pratiquer ses différentes activités. Les chercheurs ont souvent été en désaccord sur la question du dosage entre dette et fonds propres. En effet, l'entreprise a régulièrement été assimilée une boite noire, à une entité de caractère contractuel et enfin à une organisation partenariale[110]. Parallèlement, sa valeur a correspondu respectivement au profit, à la valeur actionnariale et à la valeur partenariale (Caby J., Hirigoyen G., 2001).De plus, les grandes entreprises cotées ont été l'objet de plusieurs études théoriques et empiriques relatives aux déterminants de leurs structures financières. Toutefois, cette littérature abondante reste limitée pour les PME cotées.

Dans ce chapitre, le terme financement des entreprises contient deux éléments interdépendants:

- les caractéristiques de financement (bancaire, marchés financiers, financement propre, etc.) désigné souvent par le terme "choix d'une structure financière";

- l'objet du financement (investissements immatériels, équipements, etc.) désigné par le terme "choix d'investissement".

D'après Van Caillie, (1997), la réflexion académique relative au choix d'une structure financière a connu trois approches : l'approche classique, l'approche néo-classique et l'approche de la "théorie moderne de la firme":

- L'approche classique, de nature comptable et empirique, ne rendait pas compte de la complexité de l'entreprise, réduite à sa dimension comptable et quantifiable, et on lui reproche souvent son manque de fondements théoriques solides;

[109] Hirigoyen G., Jobard J.P., (1997), dénombrent, dans le cas français, les instruments traditionnels de financement (fonds propres, crédits aux entreprises, …), et les nouveaux instruments que sont les actions à dividendes prioritaires sans droit de vote, les obligations à bon de souscription d'action, les crédits d'exploitation issus de l'application de la loi Daily.

[110] L'entreprise en tant que boite noire est celle à acteur unique de l'école classique recherchant, de façon mécanique, le maximum de profit de l'entrepreneur à partir d'une fonction de production. L'entreprise contractuelle est considérée comme un nœud de contrats où, dans une relation d'agence généralisée, les divergences d'intérêts, entre principal (actionnaire/créancier) extérieur et leurs mandataires internes (dirigeants/actionnaires, salariés), détournent ces derniers de l'objectif fondamental de maximisation de la richesse du premier considéré comme le créancier résiduel. L'entreprise partenariale considère tous ceux qui apportent des ressources (dirigeant, salariés, clients, actionnaires, créanciers, fournisseurs, public) comme des créanciers résiduels et par conséquent des ayant-droits au surplus réalisé ; leur rémunération étant en deçà de leur coût d'opportunité c'est à dire du prix des ressources apportées établi sur un marché concurrentiel.

- Le marché parfait demeure la grande invention de la théorie néo-classique, qui a été formalisée par le fameux article de Modigliani et Miller de 1958;

- La théorie moderne quant à elle s'est fixée comme objectif de dépasser le cadre théorique néo-classique restrictif en abandonnant les principales hypothèses de base de ce cadre.

En rupture avec l'orthodoxie financière préoccupée par l'équilibre financier[111], le modèle de Modigliani et Miller (1958) a donné lieu à plusieurs réflexions théoriques relatives à la valeur de la firme. En effet, la théorie du Trade-Off et la théorie du Pecking Order, qui en sont issues, traduisent davantage le changement des comportements financiers des entreprises. Dans ce sens, ce chapitre a permis de différencier deux modèles à savoir le modèle de compromis de celui de la hiérarchie.

Dans les modèles de compromis adoptés par la théorie Modigliani-Miller et la théorie du Trade-Off, aucun avantage n'est attribué à la dette ou aux fonds propres:

- Le modèle de Modigliani-Miller (MM): son élaboration basée sur la perfection du marché a été marqué par deux phases différentes. Dans la première phase de 1958, sans effet fiscale, le modèle de Modigliani-Miller a confirmé que la structure financière de l'entreprise reste neutre par rapport à sa valeur et cela est dû à l'impact nul de l'effet de levier de la dette (compensation de l'effet positif de l'espérance de rendement des capitaux par l'effet négatif du risque financier). La deuxième phase de 1963, avec effet fiscale, et selon ce modèle la déduction fiscale des frais financiers (à savoir la dette perpétuelle, le taux d'intérêt sans risque et le taux de l'impôt sur les sociétés) ce qui accorde à la dette un effet positif sur la valeur de l'entreprise quelque soit son niveau. En effet d'après ce modèle, la structure optimale de l'entreprise n'est en réalité pas déterminée ou bien elle correspond à celle obtenue avec un niveau d'endettement maximum, c'est à dire à la situation irréaliste d'une entreprise sans fonds propres ou plus précisément sans capital social;

- La théorie du Trade -Off fondé sur l'existence d'une structure financière optimale: Elle est née des travaux de Myers S. (1984) et contient aussi deux phases d'élaboration: la première phase ou la théorie du Trade –Off statique a inséré au modèle de (M.M) l'incidence du coût de faillite[112] et parvient à la détermination d'un taux d'endettement optimal. Dans ce cas,

[111]Selon l'orthodoxie financière, la viabilité d'une structure financière est mesurée par l'équilibre financier selon le principe que les emplois doivent être financés par les ressources de même échéance. Ce qui garantit un fonds de roulement pour le financement du besoin en fonds de roulement et pour espérer à une trésorerie.

[112] La faillite d'une entreprise est la procédure judiciaire qui suit la défaillance. Elle engendre des coûts directs (frais d'avocat, d'administration provisoire avant liquidation ou réorganisation…), et indirects (perte de clientèle et des

l'augmentation de la dette provoque, outre l'effet de levier financier sans impact sur la valeur de l'entreprise, un effet négatif du coût de la faillite. D'où une réduction de la valeur par rapport au modèle (M.M). La deuxième phase qui prend en considération les coûts d'agence pour riposter aux critiques[113] proclamées à la première phase : selon Jensen M.C., Meckling W.H., 1976, (p.312), la relation d'agence a aboutit à deux catégories de coûts à savoir les coûts d'agence des fonds propres (c'est à dire les dépenses faites par les actionnaires pour infléchir à leur cause les déviations opportunistes des dirigeants) et les coûts d'agence des dettes ou dépenses engagées par les créanciers pour discipliner, à leur cause, les actionnaires (y compris les dirigeants). En effet d'après ces auteurs, le recours à l'endettement est un moyen de discipliner par le marché financier les dirigeants, c'est à dire de réduire les coûts d'agence des fonds propres et d'augmenter la valeur de l'entreprise. Par la même occasion, cet endettement crée des coûts d'agence de la dette qui diminuent la valeur de l'entreprise. Au bout du compte, la valeur de l'entreprise dépend du solde de ces deux effets contradictoires dus à l'endettement.

En somme, le taux d'endettement cible, qui détermine la structure financière optimale, se situe au niveau de l'écart maximal positif entre l'effet positif sur les coûts d'agence des fonds propres et l'effet négatif sur les coûts d'agence des dettes.

Dans le modèle de la hiérarchie appelé théorie Pecking-Order, ce modèle est basé sur le caractère résiduel de la dette. Il est issu des travaux de Myers S., (1984) et de Myers S., Majluf N., (1984) (Hyafil A., 1995), ce modèle établit une hiérarchisation décroissante des modes financement des entreprises qui choisissent de passer par l'autofinancement, les dettes (y compris les titres hybrides) et enfin les émissions des actions nouvelles[114]. En effet et selon ces auteurs, ce modèle aboutit à la conclusion selon laquelle le taux d'endettement cible n'est pas important car la dette est sollicitée en période d'expansion où l'investissement nécessaire pour les projets rentables (c'est à dire à valeur actuelle nette positive) est supérieur à

fournisseurs par suite de la perte de confiance, baisse du chiffre d'affaires,…). La défaillance est l'état d'une entreprise incapable d'honorer son service de la dette.

[113] Harris M., Raviv A., (1991), Rajan R.G., Zingales L., (1995), Kester C., (1986), etc. montrent que le caractère plus ou moins spécifique des actifs est un élément déterminant des coûts de faillite et partant de la structure financière (confirmation de la thèse de Williamson O.E, 1988) ; les coûts indirects étant plus importants pour les actifs intangibles que pour les tangibles. Ainsi le modèle ne donne pas une explication des différences d'endettement intrabranche. En outre, la relation rentabilité- endettement et l'adaptation graduelle vers le taux d'endettement optimal restent ambiguës.

[114] Pourquoi ces préférences ? L'autofinancement évite d'affronter le marché, de fournir l'information sur des projets stratégiques, de se justifier devant les investisseurs, d'augmenter le surplus organisationnel destiné aux salariés par suite d'une économie sur les dividendes ; l'endettement par rapport à l'émission des actions nouvelles a un contenu informatif positif (voir Leland H, Pyle D., 1977, et Ross .A. 1977 pour plus de détails sur la théorie des signaux), avec, en outre, l'enchérissement de ces actions par l'existence des primes d'émission.

l’autofinancement; le besoin de financement externe (surplus de l’investissement nécessaire sur l’autofinancement) étant la limite de l’endettement pour une entreprise qui peut aussi faire recours aux actions nouvelles.

Les travaux de Becker et Wurgler (2002) conduisent à l'émergence d'un nouveau cadre théorique connu sous le nom "Market Timing Theory". Dans le cadre de cette théorie, les firmes émettent des actions lorsque les prix du marché sont élevés et rachètent leurs titres lorsque leur valeur est faible sur le marché.

Toutefois, le non prise ne compte de certaines hypothèses du modèle de Modigliani et Miller a permis l’essor de trois théories financières.

Le premier cadre théorique est appelé la théorie de Trade Off Theory (TOT). En effet, la prise en compte de la fiscalité et des coûts de faillite ont permis de proposer l'existence d'un ratio optimal de dette (Target Ratio).

Le deuxième cadre théorique qui a contribué à expliquer le comportement financier des firmes s’exprime dans la théorie du financement hiérarchique ou "Pecking Order-Theory" (POT).

Le troisième cadre théorique a donné lieu à la naissance d’une théorie connue sous le nom " Market Timing Theory"(MTT). D’après cette dernière, les entreprises émettent des actions lorsque les cours d’actions sont élevés et /ou le contexte boursier est favorable, puis elles émettent des dettes et rachètent des actions quand les cours sont en baisse et /ou la bourse est déprimée.

Ces trois théories, qui ont permis d’analyser les déterminants de la structure du capital des entreprises et leurs impacts sur l'endettement, restent complémentaires d’après les auteurs de la finance de l’entreprise.

Dans ce chapitre, nous avons procédé également à la présentation des travaux théoriques et empiriques relatifs qui ont identifié des déterminants potentiels de la performance économique des entreprises.

Par ailleurs, plusieurs travaux récents s’intéressent à l’évolution des performances économiques des entreprises introduites en bourse: le déclin de ces performances après l’introduction en bourse y est clairement mis en évidence, tant sur le marché américain que sur les marchés asiatiques et européens. Ce déclin observé des performances économiques trouve trois éléments d’explication dans la littérature. Il serait imputable, en premier lieu, à des conflits d’agence: le désengagement éventuel des actionnaires dirigeants lors de

l’introduction en bourse les inciterait à entreprendre des projets contraires aux intérêts des autres actionnaires. Il pourrait s’expliquer, en second lieu, par un timing de l’introduction en bourse: les dirigeants choisiraient d’introduire l’entreprise au moment où les performances économiques sont anormalement élevées. Enfin, les dirigeants pourraient être susceptibles à pratiquer une gestion du résultat visant à surestimer ce dernier avant l’introduction. Les résultats empiriques des études précitées divergent quant à l’explication de ce déclin.

# CONCLUSION DE LA PREMIERE PARTIE

Pour rappel, cette première partie de notre travail de recherche avait pour principal objectif d'observer, sur le plan théorique, la place que le marché boursier a réservée au financement des PME. A cet effet, trois chapitres ont été accomplies.

Le premier chapitre a été l'occasion de présenter la problématique de la définition des PME. Il a été constaté qu'il n'existe pas de définition unique ou universelle des PME mais que chaque organisme ou gouvernement retenait un certain nombre de critères lui permettant d'attribuer aux entreprises le qualificatif de PME. Les critères retenus, à ce niveau, sont :

- Soit des critères quantitatifs (total du bilan, chiffre d'affaire, effectif etc.) qui permettent de cerner plus facilement la notion de PME dans l'objectif de lui appliquer des politiques économiques ou fiscales mais qui, en même temps, refusent de pénétrer à l'intérieur;

- Soit, des critères qualitatifs qui sont, à notre sens, plus pertinents puisqu'ils mettent en évidence l'aspect humain lié à l'entreprise. En effet, la culture managériale du dirigeant demeure l'invariant fondamental qui permet de différencier la PME de la grande entreprise.

De plus, ce chapitre, nous a permis de remarquer que la majorité des PME marocaines est sous-capitalisées car dans leurs gestions financières elles se basent sur le financement en fonds propres souvent faibles ne permettant pas de réaliser un programme d'investissement équilibré. Ainsi, les PME utilisent trop les découverts bancaires et les facilités de caisse et d'autres prêts à court terme pour financer l'investissement aggravant leur déséquilibre financier. Dans ce sens, on peut dégager les caractéristiques financières des PME à savoir une faible planification financière; une gestion opérationnelle de financement largement informelle; et un contrôle de gestion quasi inexistant.

En outre, ce chapitre a mis en évidence la problématique du financement et de la mise à niveau des PME. Ces dernières, quoique constituant l'essentiel du tissu économique, n'ont pas accès aux ressources nécessaires pour financer leurs projets de développement; et n'ont pas saisi l'opportunité du programme national de mise à niveau pour se restructurer, et ainsi résister au choc de l'ouverture des marchés.

L'accès aux moyens de financement classiques est subordonné à la capacité des entreprises à présenter des garanties réelles, non liées à la fiabilité des projets (caution solidaire du chef d'entreprise, hypothèques sur des biens non économiques, nantissements etc.). Cette situation pousse les PME de recourir à d'autres moyens de financement alternatifs tel que le marché

boursier.

Le deuxième chapitre a été l'opportunité de montrer que malgré le rôle important que jouent les PME dans l'économie surtout dans le domaine de l'absorption du chômage et de la création de richesse. Mais, ce rôle reste limité à cause des difficultés et des problèmes que connaissent ces petites et moyennes entreprises et notamment celui du financement, ce qui entraîne un retour en arrière de son efficacité au niveau national et au niveau international.

Plusieurs facteurs n'encouragent pas le développement des PME locales, il s'agit en premier lieu d'un manque de la transparence souvent lié à la fragilité de leurs structures et d'une 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 et de formation. Ceci se traduit le plus souvent par une dégradation de la performance des PME marocaines, un manque de compétitivité et un taux d'échec élevé.

De plus, ce deuxième chapitre nous a permis de constater que le choix de la structure financière des PME est conditionné par le choix entre les sources de financement prises isolément qui sont les fonds propres internes notamment l'autofinancement, les fonds propres externes et l'endettement. L'arbitrage central qui intervient dans le choix de ces derniers réside dans les avantages et inconvénients qu'ils offrent à l'entreprise. L'analyse théorique des sources de financement a montré que chaque source de financement à ses points forts et ses points faibles. Ce qui exclut la possibilité d'arrêter un tel choix définitivement d'une manière simple.

Ainsi, la tache devient de plus en plus complexe avec les conditions sévères des créanciers qui exigeront des rémunérations du risque, ce qui se répercute sur le coût des sources et par conséquent sur le coût global du capital. Toutefois, en pratique, l'autofinancement s'avère avantageux par rapport aux autres ressources. En effet, ce type de financement est disponible, non remboursable, moins coûteux et constitue un signal pour le marché sur les performances de l'entreprise.

Cependant, son caractère insuffisant oblige l'entreprise à recourir au financement externe. L'endettement procure à l'entreprise deux principaux avantages à savoir la déductibilité des charges d'intérêts et l'amélioration de la rentabilité des capitaux propres. Ces incitations se trouveront limitées par l'existence du risque financier et du risque de faillite

et la perte de l'autonomie financière. Les fonds propres externes sont nécessaires pour le financement et ont des effets aussi bien sur le plan micro-économique que macro-économique.

Dans ce deuxième chapitre, nous avons essayé également de passer en revue les principaux avantages d'une introduction en bourse, aussi bien pour l'entreprise que pour ses actionnaires fondateurs, ainsi que les contraintes et les coûts explicites et implicites qui en découlent.

En effet, les avantages de l'introduction en bourse pour l'entreprise sont nombreux: financement de la croissance, amélioration de la situation financière, amélioration de sa notoriété, intéressement des salariés, etc. Les contraintes de l'introduction sont surtout: la diffusion régulière des informations, la distribution des dividendes, et le risque de perdre le contrôle.

Quant aux coûts de l'introduction, ils sont de deux types à savoir les coûts directs ou explicites (frais de publicité, frais administratifs, rémunération des intermédiaires, etc.) et les coûts indirects ou implicites (sous-évaluation des actions et perte de la confidentialité).

La décision d'introduction en bourse, doit en principe découler d'un arbitrage entre les avantages et les inconvénients analysés ci-dessus. Mais cette décision est tellement importante qu'elle doit être considérée comme un choix stratégique et rational qui prend en considération tous les tenants et les conséquences de ce mode de financement.

Au passage en revue des dispositifs de financements disponibles pour les PME, on est à priori surpris que la multiplicité et la diversité des lignes de crédit destinées aux PME n'aient pu résoudre la problématique liée au financement de ce genre d'entreprise.

Mais l'absence d'une information complète sur les possibilités de financement et un manque de maitrise des modalités et des spécificités de chacun des dispositifs de financement les rend moins accessibles à un certain nombre d'entrepreneurs. De même les coûts des crédits et les garanties exigées par les banques sont souvent insupportables pour les PME.

En outre, les lignes de financement étrangères sont jugées peu adapter aux PME. Les prêts sont négociés par l'administration et ne touchent qu'une faible minorité parmi cette catégorie d'entreprise. Ces prêts répondent aux besoins de certaines entreprises mais ils sont également conçus pour réaliser certains objectifs notamment commerciaux des pays qui les mettent en place sans trop se préoccuper des besoins réels de l'ensemble des PME en tant qu'entité.

De plus, l'accès à ce genre de financement est limité aux PME les plus structurées qui peuvent prétendre à un volume de prêt assez élevé. Il est également compliqué à cause de son éparpillement entre différentes institutions. Le capital-risque pourrait atténuer les problèmes de l'insuffisance des fonds propres, mais il est encore peu développé au Maroc, en particulier pour les PME.

D'un point de vue légal, les préalables à l'introduction en bourse d'une PME sont difficiles. Néanmoins, les avantages de ce type d'opération sont à terme bénéfiques, aux motifs que les PME ont la possibilité de :

- diversifier ses sources de financement;

- accroitre sa notoriété générale et contribuer à renforcer son positionnement concurrentiel;

- permettre à ses salariés de souscrire au capital.

En fin, le troisième chapitre nous a donné la possibilité de noter que les grandes entreprises cotées ont été l'objet de plusieurs études théoriques et empiriques relatives aux déterminants de leurs structures financières. Toutefois, cette littérature abondante reste limitée pour les PME cotées.

Par ailleurs, le terme financement des entreprises contient deux éléments interdépendants:

- les caractéristiques de financement (bancaire, marchés financiers, financement propre, etc.) désigné souvent par le terme "choix d'une structure financière";

- l'objet du financement (investissements immatériels, équipements, etc.) désigné par le terme "choix d'investissement".

Selon Van Caillie, (1997), la réflexion académique relative au choix d'une structure financière a connu trois approches : l'approche classique, l'approche néo-classique et l'approche de la "théorie moderne de la firme":

- L'approche classique, de nature comptable et empirique, ne rendait pas compte de la complexité de l'entreprise, réduite à sa dimension comptable et quantifiable, et on lui reproche souvent son manque de fondements théoriques solides;

- Le marché parfait demeure la grande invention de la théorie néo-classique, qui a été formalisée par le fameux article de Modigliani et Miller de 1958;

- La théorie moderne, quant à elle, s'est fixée comme objectif de dépasser le cadre théorique néo-classique restrictif en abandonnant les principales hypothèses de base de ce cadre.

De plus, le modèle de Modigliani et Miller (1958) a donné lieu à plusieurs réflexions théoriques relatives à la valeur de la firme. En effet, la théorie du Trade-Off et la théorie du Pecking Order, qui en sont issues, traduisent davantage le changement des comportements financiers des entreprises. Dans ce sens, ce chapitre a permis de différencier deux modèles à savoir le modèle de compromis de celui de la hiérarchie.

Dans les modèles de compromis adoptés par la théorie Modigliani-Miller et la théorie du Trade-Off, aucun avantage n'est attribué à la dette ou aux fonds propres:

Dans le modèle de la hiérarchie appelé théorie Pecking-Order ce modèle est basé sur le caractère résiduel de la dette. Il est issu des travaux de Myers S., (1984) et de Myers S., Majluf N., (1984) (Hyafil A., 1995), ce modèle établit une hiérarchisation décroissante des modes financement des entreprises qui choisissent de passer par l'autofinancement, les dettes (y compris les titres hybrides) et enfin les émissions des actions nouvelles.

Dans ce troisième chapitre, nous avons procédé également à la présentation des travaux théoriques et empiriques relatifs qui ont identifié des déterminants potentiels de la performance économique des entreprises.

Par ailleurs, plusieurs travaux récents s'intéressent à l'évolution des performances économiques des entreprises introduites en bourse: le déclin de ces performances après l'introduction en bourse y est clairement mis en évidence, tant sur le marché américain que sur les marchés asiatiques et européens. Ce déclin observé des performances économiques trouve trois éléments d'explication dans la littérature. Il serait imputable, en premier lieu, à des conflits d'agence: le désengagement éventuel des actionnaires dirigeants lors de l'introduction en bourse les inciterait à entreprendre des projets contraires aux intérêts des autres actionnaires. Il pourrait s'expliquer, en second lieu, par un timing de l'introduction en bourse: les dirigeants choisiraient d'introduire l'entreprise au moment où les performances économiques sont anormalement élevées. Enfin, les dirigeants pourraient être susceptibles à pratiquer une gestion du résultat visant à surestimer ce dernier avant l'introduction. Les résultats empiriques des études précitées divergent quant à l'explication de ce déclin.

# DEUXIEME PARTIE

# SOUBASSEMENTS EMPRIQUES DU FINANCEMENT DES PME : QUELS EFFETS DU MARCHE BOURSIER ?

# INTRODUCTION DE LA DEUXIEME PARTIE

La décision d'introduction en bourse résulte de la confrontation entre les freins apparents ou réels (nécessité d'une ouverture sur l'extérieur, risque de perte d'indépendance des actionnaires-dirigeants, contraintes de la procédure d'introduction, coûts de l'opération, incidences sur la politique de l'entreprise…) et les avantages escomptés par les actionnaires et les dirigeants pour la société (recours au marché financier pour le financement des investissements, notoriété, rapprochement avec d'autres sociétés, intéressement et actionnariat du personnel…) et pour eux-mêmes ( obtention de liquidités, négociation du titre plus aisée, consécration de leur réussite…).

Avec leur structure managériale qui laisse à désirer et leur importante sous-capitalisation, les PME trouvent des difficultés à se débarrasser de cette situation. Actuellement, ces unités productives se caractérisent par une structure financière déséquilibrée, une organisation centralisée et personnalisée.

A cela s'ajoutent le manque de transparence et le très faible encadrement. Malgré leur dominance en nombre dans le tissu économique marocain, la contribution des PME à la croissance réelle du pays demeure handicapée. Ainsi, plusieurs contraintes qui se dressent devant l'évolution des PME marocaines.

Ce n'est pas la réticence ou la prudence des fournisseurs de crédits qui constituent les obstacles. Mais surtout le manque d'enthousiasme des banques pour le financement de ces entreprises qui est tributaire du style de management de l'entreprise et du manque de transparence dans les états financiers. Une situation d'autant plus paradoxale que le marché financier marocain dispose d'une palette de produits financiers variés, allant des lignes bancaires aux financements via le capital risque. Et le moins que l'on puisse dire, c'est que les PME marocaines ne tirent pas suffisamment profit de la diversification de l'offre disponible.

Les banques demeurent la source de financement privilégiée des entreprises marocaines et des PME en particulier. Ceci s'expliquerait par les difficultés d'accès aux autres modes de financement disponibles.

Le marché boursier marocain est dominé majoritairement par les banques, les assurances, les sociétés de financement et autres grandes entreprises. L'étroitesse de ce marché et l'incapacité de ces PME à respecter les conditions exigées en termes de communication,

de taille et de règles de bonne gouvernance sont les facteurs principaux qui entravent l'accès à ce mode de financement.

Etudier la question du financement des PME sur le marché financier marocain revient dans un premier temps à mettre en évidence les différentes sources et lignes de financement existences, et analyser en second lieu les contraintes légales et réglementaires d'introduction en bourse de ces entreprises et contraintes y afférentes.

Malgré le dynamisme reconnu aux PME, la théorie de l'entreprise a longtemps manifesté un désintérêt à l'égard de ces entités. Les grandes entreprises étaient considérées comme plus performantes. Les interactions entre la théorie de la firme et la théorie financière ont eu un impact sur la formulation des modèles financiers fondateurs dans l'évaluation des entreprises.

Par souci d'homogénéité, la théorie financière néoclassique a neutralisé les formes d'organisation et a généralisé leur fonctionnement. Il en résulte un désintérêt de la recherche financière à l'égard des PME au profit des grandes entreprises. Ce désintérêt explique la difficulté de la littérature financière classique à refléter la réalité de ces entreprises (Belletante Levratto, Paranque, 2001). Malgré une évolution dans l'approche de l'entreprise, l'ensemble des critiques adressées à la théorie néoclassique est fondé sur la nécessité de s'écarter de la condition d'homogénéité.

L'évolution de la pensée financière a remis en cause la validité des modèles financiers néoclassiques. Par ailleurs, la performance des PME dans les économies développées s'est progressivement confirmée. En conséquence, les développements de la théorie financière organisationnelle ont écarté les schémas classiques (Jensen et Meckling, 1976 ; Myers et Majluf, 1984). De nombreuses études théoriques et empiriques se sont 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.

Par ailleurs, une nouvelle approche du financement des entreprises a remis en cause l'idée de l'homogénéité des structures en constatant la diversité des entreprises et son impact sur les relations de financement (Rivaud Danset, 1992 ; Paranque, Rivaud Danset et Salais, 1994, Paranque et Rivaud Danset, 1998). Cette conception du financement semble traduire mieux la réalité des PME, qui réussissent à se développer malgré un accès difficile aux marchés financiers et un rationnement par les marchés de crédits.

Dans la première partie, nous avons présenté les soubassements théoriques du financement des PME et les modèles fondateurs de la littérature financière relative à la structure de financement par le marché boursier. Cette deuxième partie sera structurée de la manière suivante. Le quatrième chapitre est consacré à l'étude de l'approche théorique de la performance financière de l'entreprise et à l'analyse de la performance financière de certaines PME cotées en bourse. Le cinquième chapitre comportera une analyse financière comparative des indicateurs de performances d'un échantillon d'entreprises formé par des PME et de grandes entreprises cotées à la BVC. Et le sixième chapitre est réservé à l'étude empirique de l'effet de l'introduction en bourse sur les indicateurs de performances financières des PME marocaines cotées. Cette étude empirique amorcera par une analyse statistique des ratios financiers retenus sur un échantillon des PME marocaines nouvellement introduites en bourse durant la période allant de n-3 à n+6 avec n est la date d'introduction en bourse, et complétée par étude économétrique sur le même échantillon considérée.

# CHAPITRE 4: APPROCHES THEORIQUES DE LA PERFORMANCE FINANCIERE DES PME COTEES EN BOURSE

## Introduction

La décision d'introduction en bourse affecte plusieurs aspects de l'entreprise, notamment sa performance qui apparaît comme le facteur le plus important pour cette dernière. La question d'évaluation des entreprises en générale, et en particulier celle des entreprises cotées préoccupe tant les praticiens que les théoriciens de la finance moderne. Les études empiriques effectuées, par les chercheurs en finance, sur des entreprises cotées ont souvent révélés que lors de la première cotation que le cours est souvent très élevé, et qu'au fur et à mesure de la cotation, on assiste à une sous performances boursière et financière à court terme et une éventuelle sous performance à long terme dû à une mauvaise gestion de la part de l'entreprise. L'impact de la cotation en bourse sur la performance a fait l'objet de certaines études appliquées au marché étranger. La plupart d'entre elles mettent en évidence un déclin de performance économique sur la période post-introduction.

Dans ce chapitre, nous allons essayer de percevoir l'incidence de l'introduction en bourse sur la structure financière des entreprises marocaines et par conséquent sur leurs performances financières en établissant une étude statistique des PME cotées en bourse. Pour ce faire nous, la première section présentera l'aspect théorique de la structure financière de l'entreprise, les critères pour choisir un tel moyen de financement et les sources de financement des entreprises marocaines. La seconde section abordera la structure financière des entreprises marocaines, le cadre théorique de la performance des entreprises et leurs modes d'évaluation. Et la dernière section analysera la performance financière des PME marocaines cotées à la BVC.

## Section 1 : Les déterminants de la structure financière et les sources de financement des entreprises marocaines

La réflexion sur la structure financière d'une entreprise dans une optique micro-économique nous amène à rechercher un optimum dans le rapport endettement / capitaux propres qui minimise le coût moyen pondéré du capital. Plusieurs études sur la structure financière des entreprises ont été faites depuis Modigliani et Miller (1959), qui considèrent que la structure n'a pas d'impact sur la valeur de l'entreprise, cette neutralité à été fortement critiquée par les

traditionalistes qui soutiennent la thèse de l'existence d'une structure financière optimale c'est-à-dire que la valeur d'une entreprise dépend de sa structure financière. Pour maximiser la valeur d'une entreprise, il faudra minimiser le coût moyen des ressources investies. Becker et Wurgler (de 1968 à 1998) montrent que les entreprises peu endettées ont été celles qui ont procédé à des augmentations de capital quand leur valorisation relative (mesurée par le rapport valeur des capitaux propres / montant comptable des capitaux propres) était généreuse et vice-versa.

## §1. Les théories de la structure financière

L'objectif de ce paragraphe est de traiter les théories de structure financière à travers la position traditionnelle et celle de neutralité.

### I. La position traditionnelle

Cette position soutient la thèse de l'existence d'une structure financière optimale (minimiser le coût moyen des ressources pour maximiser la valeur d'une entreprise). D. Durant procède à l'évaluation des entreprises de deux façons, il s'est basé sur quatre hypothèses:

- Le risque d'exploitation est constant quel que soit le projet d'investissement;

- Les actionnaires anticipent le même bénéfice;

- Le rapport entre les capitaux empruntés et les capitaux propres peut être modifié à tout instant ;

- Il n'existe ni impôts ni frais de transactions.

#### A. L'approche du bénéfice net (NI)[115]

Il n'existe de structure optimale que si le financement des entreprises est intégralement assuré par la source la moins onéreuse. Le niveau d'endettement judicieusement choisi qui permet d'obtenir le plus faible coût moyen du capital, est le seul déterminant de la valeur de l'entreprise.

#### B. L'approche du bénéfice net d'exploitation (NOI)[116]

Elle diffère de la précédente approche de deux éléments:

- Le coût de capitalisation du bénéfice est constant;

[115] Net Income.
[116] Net operating Income.

- Le coût de capitalisation des actions coupons attachés varie selon les variations du risque financier associé au degré d'endettement de l'entreprise.

Cette approche aboutit à la conclusion que la valeur de la firme et que le coût global du capital sont indépendants de la structure financière.

**II. La position de neutralité**

La théorie de Modigliani et Miller (M et M) repose sur le fait que la valeur d'une firme est fondamentalement liée à sa capacité bénéficiaire et donc la structure financière n'a aucune incidence sur la valeur de la firme. Dans un marché parfait Modigliani et Miller ont montré la non-pertinence de la structure financière:

- La structure financière choisie par l'entreprise ne peut pas modifier sa valeur. Peu importe la façon dont cette structure est partagée entre la dette, les capitaux propres et autres titres de créance, la valeur du placement se maintient;

- Les investissements sont capables de substituer un endettement personnel à un endettement de l'entreprise et de reproduire ainsi toute structure financière que la firme pourrait vouloir atteindre. Par conséquent, les changements dans la structure financière sont une chose sans valeur selon Modigliani et Miller dans un marché parfait.

L'argumentation de M et M de l'indépendance de la politique de l'emprunt s'appuie sur la loi de conservation de la valeur : VA (A+B) = VA (A) + VA (B)[117-118].

La valeur d'un actif est conservée intacte indépendamment de la façon dont on subdivise cet actif. D'où l'utilité de la proposition I : c'est le côté gauche du bilan -les actifs réels- qui détermine la valeur d'une entreprise et non les proportions des titres d'emprunts et de capitaux qu'elle a émis. Cette loi a une portée générale, elle s'applique à la décision suivante: doit-on émettre des actions privilégiées, des actions ordinaires ou une combinaison de ces deux titres? Une fois la valeur totale est déterminée, les actionnaires n'ont pas à se soucier de la façon dont la découpe a été faite.

Dans le même ordre d'idées, le choix de l'emprunt (long terme contre court terme, garantie contre non garantie, prioritaire contre subordonnée et convertible contre non convertible, n'aura aucun effet sur la valeur de l'entreprise. La réunion des actifs puis leur division

[117] La valeur actualisée des actifs A et B est égale à la valeur actualisée de l'actif A plus la valeur actualisée de l'actif B.
[118] Mustapha Benmahane, thèse de Doctorat, "Les entreprises marocaines face aux nouveaux modes de financement "Université Mohamed V juillet 2005.

n'affectent pas les valeurs tant que ces deux opérations ne modifieront pas le choix d'un investisseur.

En 1962, (M et M) présentaient une extension à leurs propositions initiales et tenaient compte de l'impôt qui touche les résultats des entreprises. Ils ont été très proches de la réalité lorsqu'ils introduisent dans leur modèle révisé la variable fiscale. On peut tirer deux idées de leur analyse:

- L'utilisation de l'endettement se traduit, une fois la fiscalité prise en compte, par une augmentation de la valeur de l'entreprise. Cet avantage provient du fait que le système fiscal traite plus favorablement les revenus de la dette que ceux des actions;

- Le coût moyen des ressources est également affecté par cet avantage: réduction du coût du capital qui provient du fait que l'entreprise économise ses ressources.

L'endettement peut donc augmenter la valeur d'une entreprise et diminuer le coût de ses ressources à travers la fiscalité. La dette est privilégiée par le fisc, puisque les intérêts sont déductibles du bénéfice imposable. Selon le principe de l'additivité de la valeur, la valeur d'une entreprise endettée est supérieure à celle entièrement financée par fonds propres.

Les théories classiques[119] et l'approche de (M et M) qui traitent de la structure financière ne permettent pas de bien saisir et expliquer le comportement des entreprises au niveau du choix du financement tel qu'il est observé réellement, ni de comprendre et d'appréhender les nouveaux modes de financement de plus en plus complexes qui ne cessent de se développer et qui peuvent répondre à de nouvelles préoccupations des entreprises.

La théorie financière néoclassique traditionnelle a été critiquée par un certain nombre d'auteurs[120]. D'une conception de la firme en tant que firme, on passe avec ces auteurs à une conception de la firme en tant qu'institution et organisation, conception qui analyse la firme dans sa complexité.

Une autre analyse effectuée par (M et M) inclut la présence de l'impôt sur les résultats et nous permet de déduire que:

- Le financement par emprunts est toujours préféré à celui des capitaux propres;

- La valeur d'une firme est d'autant plus grande qu'elle est endettée;

[119] Il s'agit en l'occurrence des théories du bénéfice net et du bénéfice net d'exploitation.
[120] Il s'agit des auteurs suivants : Simon, Gyert, March, Liesbenstein et Chandler.

- La stratégie optimale consiste à s'endetter le plus possible, tant que les prêteurs acceptent de lui fournir des fonds à des taux sans risques.

L'apport du modèle de (M et M) sur l'évolution de la pensée financière en matière de structure est incontestable.

**III. La théorie de l'agence à la finance d'entreprises**

En 1977 ROSS[121] affirme que la relation d'agence apparaît entre deux individus ou plus, lorsque l'un l'agent ou mandataire agit comme représentant pour le compte du second désigné comme le principal ou mandant.

En 1976 Jensen et Meckling étaient très précis en mentionnant que la relation d'agence est "un contrat par lequel une ou plusieurs personnes, principal ou mandant, engage une autre personne, l'agent ou mandataire, pour accomplir des services en son nom, service qui implique la délégation du pouvoir de décision au profit de l'agent". L'entreprise se caractérise donc par des relations d'agence entre les détenteurs de capitaux, les créanciers et les dirigeants.

Les dirigeants d'entreprises et les actionnaires ont les mêmes objectifs selon le contrat qui les unit, mais en termes d'utilité personnelle ils s'opposent, car les dirigeants cherchent à maximiser leurs fonctions d'utilité et de ce fait ils n'agissent pas dans l'intérêt des actionnaires qui aspirent à la maximisation de leur richesse. Nous constatons que les intérêts des différents acteurs sont divergents, ainsi le principal va devoir mettre en place des systèmes d'incitation et de surveillance à l'encontre de l'agent, ce qui va générer des coûts d'agences (coûts de surveillance, de justifications et coûts résiduels qui représentent des coûts d'opportunités, tels que l'abandon par le mandant du contrôle des actions prises par le mandataire.

Cette divergence dans les comportements génère des tentions et des conflits. L'élimination ou au moins la réduction de ces conflits est une solution bénéfique pour les actionnaires, elle leur permet de maximiser leur richesse et de limiter les prélèvements pécuniaires des dirigeants.

Toute politique de recours à l'endettement entraîne une augmentation du risque de faillite qui peut conduire à la perte d'emploi des dirigeants, ce qui les oblige à être plus performants. Concernant l'intérêt des dirigeants non actionnaires de l'entreprise, ceux-ci vont tenter d'éviter de s'endetter pour ne pas accroître les contraintes (paiement des frais financiers, remboursement de l'emprunt) et donc, leur tendance naturelle serait d'accumuler les liquidités

[121] ROSS "The determination of financial structure" the bell journal of economics, 1977.

beaucoup plus qu'investir. Les actionnaires pousseront à l'endettement de la société, car celui-ci a un pouvoir d'incitation à la performance.

## IV. La théorie du gouvernement des entreprises

En 1976 Gérard Charreaux[122] se pose la question : faut-il contrôler les dirigeants?

Ce débat ancien est principalement associé à la confrontation entre actionnaires et dirigeants. La question du gouvernement des entreprises recouvre l'ensemble des mécanismes qui gouvernent les décisions des dirigeants et définissent leur espace. Le dirigeant joue un rôle principal dans les décisions déterminant la création et la répartition de la valeur.

Le système du gouvernement représente l'ensemble des dispositifs censés contraindre les dirigeants afin d'éviter qu'ils prennent des décisions contraires aux intérêts des actionnaires. Ce système est efficace s'il permet de maximiser la création de la valeur, il devient trop sévère lorsqu'il entraîne des coûts directs associés à la mise en œuvre et au fonctionnement des mécanismes de contrôle et des coûts indirects liés aux manœuvres effectuées par les dirigeants pour échapper aux contraintes disciplinaires et aux distorsions induites dans les décisions stratégiques et financières; ces derniers peuvent se manifester par exemple par l'abandon de certains types d'investissements rentables en raison des contrôles rigides auxquels ils sont soumis.

## V. La théorie des signaux

"La théorie des signaux se base sur l'hypothèse d'asymétrie d'information qui fait que les différents acteurs ou agents économiques concernés par l'entreprise ne disposent pas de la même information, celle-ci est supposée imparfaite et asymétrique de sorte que les agents bien ou mieux informés vont envoyer des signaux aux agents maux ou moins informés pour leur indiquer les caractéristiques de l'entreprise"[123].

Les dirigeants, considérés comme étant les mieux informés sur la situation de l'entreprise devraient communiquer leurs anticipations sur le devenir de l'entreprise, ils devraient également signaler les caractéristiques de leurs politiques financières. L'une des modalités de signalisation la plus pertinente provient lorsque les dirigeants de l'entreprise détiennent des actions de leurs sociétés en cas de perspectives favorables mais, ils les dessaisissent dans le

[122] J. MARIE PINEL, "Evolution dans l'application des principes du gouvernement d'entreprise", analyse financière septembre 1997.
[123] BREALY et MYERS, "Principes de gestion financière des entreprises", Grain Hill, 1997.

cas contraire. La participation des dirigeants dans le capital de l'entreprise est un excellent signal pour les investisseurs et le reste du marché.

Partant de l'évidence que l'endettement accroît le risque de faillite, tout changement dans la politique financière de l'entreprise induit automatiquement des modifications dans la perception de la firme par le marché. En effet, le lancement d'un nouvel emprunt exige de l'entreprise de signaler au marché ses véritables perspectives c'est-à-dire si elle est capable de générer suffisamment de cash pour faire face aussi bien à ses charges d'intérêts que ses engagements. En cas de perspectives favorables la firme est attrayante et peut obtenir l'emprunt, dans le cas contraire elle ne peut l'obtenir.

### VI. La théorie basée sur la spécificité des actifs financiers

D'après cette approche, le choix de financement dépend de l'actif financier. O.Wiliamson (1988)[124] considère le degré de spécificité K de l'actif financier et par conséquent son caractère plus ou moins déplorable, comme critère déterminant, il s'intéresse principalement aux garanties offertes par les actifs financiers, en cas de faillite, pour mener son analyse.

Le raisonnement de Wiliamson permet de justifier le choix des dettes pour le financement de certains actifs et le choix des fonds propres pour d'autres, ainsi, si l'actif a un caractère marqué, l'endettement est préférable en raison des facilités de liquidation qui en résultent pour les créanciers en cas de difficulté.

### VII. L'approche basée sur des critères comportementaux

D'après G. Van Loye[125] "L'analyse par le comportement repose sur le besoin des intervenants (dirigeants, actionnaires, créanciers) de surveiller leur pouvoir et d'éliminer les atteintes qui pourraient lui être faite, le choix d'une structure financière est en partie contraint, pour la PME, la recherche d'un financement bute sur les préférences révélées des décideurs".

Cette approche discerne deux attributs différents:

- Le premier permet à l'entreprise de disposer de capitaux nécessaires à la satisfaction de ses besoins, en ce sens, le financement employé est neutre;

- Le second permet de gérer la structure du pouvoir au sein de l'entreprise, en effet, les financements peuvent être assimilés à des outils de contrôle.

---

[124] O.WILLIAMSON,"Corporate finance and corporate gouvernance", journal of finance, 1988, in "Les structures de financement des entreprises en Europe", Revue économique internationale n° 66, 1996.
[125] G. VAN LOYE, "Organisation du pouvoir et financement des PME", Direction et gestion des entreprises, 1991.

## VIII. L'approche basée sur l'évaluation des options

F. Black et M. Scholes[126], initiateurs de ce courant, considèrent les capitaux propres comme une opération d'achat dont disposent les actionnaires sur les actifs de la firme, l'actionnaire-dirigeant peut prendre pour option le rachat de son entreprise aux prêteurs, l'échéance de la dette, pour un montant égal au remboursement qu'il doit effectuer, s'il ne peut effectuer ce remboursement, les prêteurs sont en droit de liquider les actifs pour se dédommager.

La théorie des options constitue une innovation financière, c'est un contrat qui procure le droit à son acquéreur d'acheter ou de ventre pendant une période déterminée, à un prix d'un actif également déterminé.

On peut distinguer quatre types d'opérations sur les options:

- L'achat d'une option d'achat;

- La vente d'une option d'achat;

- L'achat d'une option de vente;

- La vente d'une option de vente.

Prêter à une entreprise revient pour un créancier à investir dans l'actif sans risques et avoir vendu une option de vente à l'actionnaire à un prix égal au montant de la dette à rembourser.

## IX. Autres déterminants de la structure financière

Parmi les autres déterminants de la structure financière des entreprises, on peut citer:

### A. La taille

Les grandes entreprises ont plus de facilités pour se procurer des ressources financières, le pouvoir de négociation avec les institutions financières et les conditions d'accès au marché des capitaux ne sont pas les mêmes pour les petites et les grandes entreprises. Les petites entreprises sont soumises à des contraintes de financement plus nombreuses que celles assumées par leurs homologues de grande taille. Le faible pouvoir de négociation avec les intermédiaires financiers rend le coût de la dette bancaire plus élevé pour les firmes de petite taille. Les petites firmes ont intérêt à recourir en premier lieu au financement interne disponible : capacité d'autofinancement et les prêts des associés ensuite, elles se tourneraient vers leurs fournisseurs pour obtenir des crédits commerciaux, en dernier lieu, elles auraient

[126] F. BLACK et M. SCHOLES "the pricing of option and corporate liabilities", journal of economy, 1973. In "endettement, capitaux propres et théories des options".

recours à l'emprunt auprès des banques. Les firmes de tailles moyennes disposent d'un meilleur pouvoir de négociation vis-à-vis des banques[127].

**B. La croissance**

Meyers[128] note que les coûts d'agence liés au sous-investissement sont atténués si les firmes en croissance convertissent les dettes à long terme en dettes à coût terme. Le coût associé au sous-investissement apparaît plus élevé pour les entreprises en croissance qui sont plus flexibles dans leurs choix des investissements.

**C. La spécialisation**

Titman (1988)[129] présente un modèle dans lequel la décision de liquidation est corrélée au statut de faillite, donc, les coûts supportés par les différents partenaires de la firme dépendent de sa structure financière, ces coûts seront d'autant plus élevés que ces partenaires produisent des produits uniques ou spécialisés à l'entreprise en liquidation, ainsi, la spécialisation serait négativement liée à l'endettement.

**D. Le secteur d'activité**

Titman 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.

**E. L'environnement de l'entreprise et les normes bancaires**

L'environnement économique et financier influence la politique d'endettement de la firme. En effet, la capacité des banques à octroyer des crédits à l'économie, l'engagement de l'Etat, sont des facteurs qui touchent le marché de l'offre des crédits et donc la politique d'endettement de l'ensemble des entreprises.

L'Etat peut augmenter ou réduire la masse des crédits accordés à l'économie par une politique expansionniste ou restrictive. La volonté de l'Etat d'encourager certains secteurs ou régions peut influencer le ratio d'endettement des entreprises concernées.

[127] BELLEANTE et LEVRATTO, "Finance des PME : quels champs pour quels enjeux ?", revue internationale PME 1995.
[128] Op cite p : 15.
[129] TITMAN "the effect of capital structure on a firm's liquidation decision", journal of financial, in revue économique international N° 66. Op. Cite p : 27.

Les raisons qui pourraient traduire un niveau d'endettement spécifique aux entreprises d'un pays sont multiples (différences fiscales, usages bancaires propres à chaque pays et d'une manière générale l'environnement économique).

En conclusion et sur la base des théories citées**,** on peut déduire plusieurs éléments qui peuvent expliquer le choix de la structure financière ou encore le comportement d'endettement des firmes.

L'endettement procure à l'entreprise des avantages qui sont : la déductibilité des charges d'intérêts et l'amélioration de la rentabilité des capitaux propres. Par contre, ces incitations sont limitées par l'existence du risque financier, du risque de faillite et de la perte de l'autonomie financière. Les fonds propres et externes sont nécessaires pour le financement car ils ont des effets sur le plan micro-économique, ils renforcent l'autonomie financière, améliorent la rentabilité et augmentent la capacité d'endettement, donc, ils insistent à l'investissement.

## §2. Les critères de choix des modes de financement

Le choix des moyens de financement est une décision qui ne peut être prise en privilégiant une variable au détriment de l'autre. Certes, la variable fiscale est plus privilégiée par rapport aux autres critères, mais une décision optimale ne peut négliger le poids des autres variables qui peuvent aussi être plus déterminantes telle: la nécessité de conserver un ratio d'autonomie financière suffisant ou encore répondre au souci des actionnaires majoritaires désireux de conserver le contrôle de l'entreprise. Le risque de défaillance est aussi à prendre en compte dans toute décision d'endettement.

Toutefois, toute décision rationnelle doit, en principe, intégrer le coût de chacun des modes de financement. Le coût du capital d'une entreprise dépend en effet de la combinaison les capitaux propres et la dette, choisie par l'entreprise. Ainsi, la mise en place d'une structure financière optimale doit être effectuée en tenant compte de toutes les variables précitées.

### I. Les règles de l'équilibre financier

La règle de l'équilibre financier minimum stipule que les emplois stables doivent être financés par des ressources durables. Ainsi, le respect de cette règle définit les limites entre le financement par ressources durables et le financement par crédit à court terme.

La règle de l'autonomie financière ou encore d'endettement maximal, est une règle qui exige que le montant des dettes financières (hors trésorerie passif) ne doit pas excéder le montant

des fonds propres. Le respect de cette règle d'autonomie financière peut être exprimé par les ratios suivants:

- Capitaux propres / dettes financières (ce ratio doit être supérieur à 1).

- Dettes financières / capitaux propres (ce ratio doit être inférieur à 1).

- Capitaux propres / financement permanent (qui doit être supérieur à ½).

En effet, l'autonomie financière de l'entreprise se trouve compromise si les dettes financières sont égales ou supérieures aux capitaux propres. L'entreprise dans cette situation ne peut accroitre son endettement qu'en offrant d'importantes garanties (hypothèques, cautions..), et en acceptant que les prêteurs exercent un certain contrôle en contrepartie du risque élevé qu'ils acceptent de courir.

La règle de la capacité de remboursement veut que le montant de la dette financière ne doive pas représenter plus de 3 ou 4 fois le montant de la capacité financière annuelle moyenne prévue par l'entreprise. Ce qu'on peut l'exprimer par le ratio: dettes financières / CAF (qui doit être inférieur à 3 ou 4).

Si l'entreprise ne respecte pas cette règle, elle ne peut estimer une augmentation de ses dettes et son choix se limitera alors aux capitaux propres et aux autres techniques de financement comme le crédit-bail.

La règle du minimum d'autofinancement exige que les entreprises doivent trouver un financement propre d'un minimum de 30% des investissements pour lesquels elles sollicitent des crédits.

**II. Le critère de la rentabilité financière (Effet de levier)**

Beaucoup d'entreprises se fixent comme objectif général la maximisation du bénéfice par action, ce qui revient à maximiser la rentabilité financière ou encore la rentabilité des capitaux propres, exprimée par le rapport : Résultat net / Capitaux propres.

Or, cette rentabilité est fonction de la structure financière, c'est-à-dire de la proportion qui existe entre les dettes financières et les capitaux propres. On appelle effet de levier la différence entre la rentabilité des capitaux propres et la rentabilité économique (Résultat d'exploitation/ l'actif économique). En effet, il explique le taux de rentabilité des capitaux propres en fonction du taux de rentabilité de l'actif économique et du coût de la dette.

Ainsi, l'ensemble des emplois, c'est-à-dire l'actif économique, est financé par les capitaux apportés par les créanciers et les actionnaires. Ces emplois dégagent un résultat d'exploitation lui-même répartit entre les frais financiers (rémunération des prêteurs) et le résultat net revenant aux actionnaires.

Le principe de l'effet de levier est le suivant: lorsqu'une entreprise s'endette et investit les fonds empruntés dans son outil industriel et commercial, elle obtient sur ce montant un certain résultat d'exploitation normalement supérieur aux frais financiers de l'endettement. L'entreprise réalise donc un surplus, différence entre la rentabilité économique et le coût de l'emprunt sur la somme empruntée. Ce surplus revient aux actionnaires et majore la rentabilité des capitaux propres. L'effet de levier de l'endettement augmente donc la rentabilité des capitaux propres, mais ceci n'est vérifié que si et seulement si la rentabilité économique est supérieure au coût de l'endettement. Sinon, l'entreprise emprunte à un taux supérieur à la rentabilité qu'elle peut obtenir de l'investissement dans son actif économique des fonds empruntés. Il y a dès lors un déficit qui vient s'imputer sur la rentabilité économique dégagée par les capitaux propres. Le résultat s'amoindrit et la rentabilité des capitaux propres devient inférieure à la rentabilité économique.

$RCP = Re + (Re - i)\ \frac{D}{CP}$ Où :

RCP est la rentabilité des capitaux propres;

Re : la rentabilité économique après impôt;

I : le coût net de l'endettement;

D : le montant de l'endettement net;

CP : le montant des capitaux propres.

Le rapport $\frac{D}{CP}$ est appelé levier financier.

L'effet de levier est égal à : $(Re - i)\ \frac{D}{CP}$

On pose

**C =** Fonds Propres
**D =** Dettes
**A =** Actif = C + D

**L =** $\frac{D}{C}$ (Ratio de levier)

**i =** Coût moyen apparent des dettes

K =Taux de rentabilité économique de l'Actif

R = Résultat Net

r = taux de rentabilité financière soit $\frac{R}{C}$

T = taux d'imposition (IS)

Ainsi, la formule de l'effet de levier sera :

| | |
|---|---|
| + Résultat économique | $K.A$ |
| - Frais financier | $D.i$ |
| = Résultat imposable | $K.A - D.i$ |
| - impôt | $T\ (K.A - D.i)$ |

= Résultat Net $R = (K.A - D.i)(1-T)$ et comme $A = C + D$

$$R = \left(K.A - D.i\right)\left(1-T\right)$$

$$R = \left(K(C+D) - D.i\right)\left(1-T\right)$$

$$R = \left(K.C + K.D - D.i\right)\left(1-T\right)$$

$$R = [\left(K.C + (K-i)D\right)\left(1-T\right)$$

Le taux de rentabilité financière sera formulé ainsi:

$$\boldsymbol{r} = \frac{\boldsymbol{R}}{\boldsymbol{C}} = \frac{\left[\boldsymbol{K.C} + (\boldsymbol{K}-\boldsymbol{i})\,\boldsymbol{D}\right](1-\boldsymbol{T})}{\boldsymbol{C}}$$

$$r = \left[K + (K-i)\frac{D}{C}\right](1-T)$$

$$\boldsymbol{r} = \left[\boldsymbol{K} + (\boldsymbol{K}-\boldsymbol{i})\ \boldsymbol{L}\right](1-\boldsymbol{T})$$

La rentabilité des capitaux propres est donc égale à la rentabilité économique majorée de l'effet de levier.

D'un point de vue financier, l'intérêt du raisonnement en termes de taux comptables de rentabilité économique et des capitaux propres est particulièrement limité. En effet, l'effet de

levier est établi sur une base comptable, et n'intègre pas le risque; et par conséquent, ne peut en aucun cas servir, seul, à aboutir à des décisions saines.

N'oublions pas que si l'entreprise est cotée sur un marché financier efficace, les investisseurs exigeront une prime de risque sur l'entreprise endettée, et donc l'avantage de la dette risque d'être remis en question. Par ailleurs, il faut raisonner en terme de valeurs de marché et non pas de valeurs comptables pour prendre des décisions en matière d'investissement tout en respectant la logique des marchés financiers. En effet, il faut s'interroger plutôt de l'influence de la structure financière sur la valeur de marché de l'entreprise, et non pas de l'influence de l'endettement sur la rentabilité financière.

**III. Le coût de la dette**

Les dettes financières sont accordées aux entreprises moyennant une rémunération des créanciers qui est le taux d'intérêt de la dette (Id).

Cependant, pour l'entreprise, le coût réel de la dette financière est inférieur au taux d'intérêt, car l'entreprise si elle est bénéficiaire réalise des économies fiscales du fait de la déductibilité des charges financières. Et le coût réel de la dette pour l'entreprise revient à Id*(1- tIS), où le tIS est le taux d'impôt sur les sociétés.

Le choix entre un emprunt indivis et un emprunt obligataire dépendra essentiellement de la possibilité de l'entreprise à accéder au marché boursier. Dans ce cas, l'entreprise décide d'émettre un emprunt obligataire à long terme divisé en un certain nombre de titres négociables qui vont être souscrites par un nombre important de prêteurs. Ces derniers deviennent détenteurs d'obligations assorties d'un coupon représentant le taux d'intérêt de l'emprunt émis par l'entreprise. Dans le cas où l'entreprise ne peut se procurer des ressources financières directement sur la marché obligataire, elle se tournera alors vers un établissement de crédit unique ou à un pool de banques pour obtenir les financements dont elle a besoin. Les modalités de ce type d'emprunt sont les mêmes que pour les emprunts obligataires, mais le taux d'intérêt versé par l'entreprise est généralement plus élevé que dans le cadre du marché financier car l'entreprise "paye" l'intermédiaire financier qui prend le risque de lui accorder un crédit.

**IV. Le risque financier**

Le risque financier a pour origine la variabilité qu'enregistre la rentabilité de l'entreprise lorsque l'endettement augmente. En effet, les charges financières qu'engendre le recours à l'endettement, agissent négativement sur le résultat d'exploitation dégagé par l'entreprise si la

rentabilité économique est inférieure au taux de la dette. Cette situation dégrade la rentabilité financière et augmente le risque de faillite de l'entreprise si celle-ci ne redresse pas sa situation dans le court terme.

Nous exposerons alors l'évaluation de ce risque financier qui est essentiellement évalué au niveau de la rentabilité financière et suite à une variation de la rentabilité économique.

Pour obtenir la formule de calcul de la rentabilité financière (R.fin) en fonction de la rentabilité économique (R.éco), des capitaux propres (CP), du taux de l'IS (θ), de la dette (D) et de son coût (i), il suffit de reprendre la formulation de l'effet de levier financier :

Capitaux propres : CP

Dette : D

Actif économique: CP+D, avec Actif économique = Immo.brutes d'exploitation + BFRE.

Résultat économique : (CP+D)*R.éco

Charges financières : D*i

Résultat imposable : :(CP+D)*R.éco - D*i = R.éco*CP + D (R.éco-i)

Résultat net : (1- θ) [R.éco*CP + D (R.éco-i)]

Rentabilité financière = résultat net/ CP

$$R.fin = (1- \theta) [R.éco + ((R.éco-i) \frac{D}{CP})$$

Cette formule peut aussi s'écrire :

$$R.fin = (1- \theta) R.éco + (1- \theta) (R.éco-i) \frac{D}{CP}$$

Cette dernière relation montre que:

- Si l'entreprise n'est pas endettée (D=0);

- Si l'entreprise est endettée, l'expression mesure la contribution, positive ou négative, de la dette à la rentabilité financière (effet de levier), et sa rentabilité financière est de:

Ce qui se peut s'écrire aussi : $R.fin = [(1- \theta) (1+(\frac{D}{CP})) R.éco] - [(1- \theta) (\frac{D}{CP})*i]$

Evaluons maintenant la variation Δ R.fin de la rentabilité financière induite par la variation R.éco de la rentabilité économique.

- Cas de l'entreprise non endettée:

D'après la relation : R.fin = (1- θ)R.éco

On a : R.fin + Δ R.fin = (1- θ) (R.éco + Δ R.éco)

Δ R.fin = (1- θ) Δ R.éco

- Cas de l'entreprise endettée :

D'après la relation : $R.fin = [(1- \theta) (1+\frac{D}{CP}) R.éco] - [(1- \theta) (\frac{D}{CP})*i]$

$R.fin + \Delta R.fin = [(1- \theta) (1+\frac{D}{CP}) (R.éco + \Delta R.éco)] - [(1- \theta) (\frac{D}{CP})*i]$

D'où $\Delta R.fin = (1- \theta) (1+\frac{D}{CP}) \Delta R.éco$

$\Delta R.fin = (1- \theta) \Delta R.éco + (1- \theta) (\frac{D}{CP}) \Delta R.éco$

Cela peut s'écrire :

La variation globale de la R.fin = variation de la R.fin indépendante de la dette + variation de la R.fin liée à la dette.

La variation globale de la R.fin = risque d'exploitation + risque financier

Pour une entreprise endettée, l'endettement a un effet sur les variations du niveau de la rentabilité financière, ce qui fait référence à la notion de l'effet du levier de l'endettement. Par ailleurs, une entreprise endettée encourt deux types de risque : le risque d'exploitation et le risque financier. A l'encontre d'une entreprise non endettée, qui voit son risque d'exploitation augmente suite aux variations du niveau d'activité.

Il s'agit, en fait, de déterminer ex ante une structure de financement qui maximise la rentabilité des capitaux propres. D'autre part, il s'agit de vérifier si le recours à l'endettement a permis une amélioration de la rentabilité financière en vérifiant ex post si la rentabilité économique a permis de couvrir le coût de financement par endettement.

**V. Le risque de faillite**

Un niveau excessif du risque de faillite conduira les créanciers à refuser de nouveaux crédits, à en limiter le montant ou à exiger une rémunération et des garanties plus importantes car l'entreprise se trouve dans la situation de non remboursement de ses dettes financières. Ce

risque lié à la décision du financement augmente proportionnellement avec l'accroissement de l'endettement de l'entreprise.

Contrairement au risque d'exploitation lié au niveau d'activité et au risque financier émanant d'une variabilité de la rentabilité financière, le risque de faillite est un risque multidimensionnel qui regroupe l'ensemble des risques que court une entreprise, puisqu'il incarne une approche de risque en terme de liquidité et une approche de risque en terme de situation nette.

En termes de liquidité, la faillite peut être déclenchée lorsque la trésorerie est négative et que l'entreprise se trouve dans l'incapacité de faire face à ses engagements à court terme, est déclarée en cessation de paiements.

L'autre critère de la situation nette négative diffère selon que l'entreprise est endettée ou non. Dans le cas d'une entreprise non-endettée, la faillite est déclenchée quand la valeur des actifs devient négative. Les actionnaires abandonnent alors leurs titres de propriété qui n'ont plus de valeur. Par contre si l'entreprise est endettée, les créanciers, et pour éviter de supporter tout le risque, ont intérêt à déclencher la faillite dès que la valeur liquidative de l'entreprise ne suffit plus à les rembourser.

Pour évaluer le risque de faillite en se basant sur le bilan comptable retraité, il suffit de dégager le ratio: Actif net/ passif qui doit être supérieur à 20%. Aussi, il faut respecter les normes des ratios de liquidité, qui exigent que les ressources dégagées par les opérations courantes de l'entreprise lui fournissent les disponibilités suffisantes pour faire face à ses échéances à court terme:

- Ratio de liquidité générale = Actif circulant (à moins d'un an)/ dettes à moins d'un an et qui doit être supérieur à 1.

- Ratio de liquidité réduite = créances (à moins d'un an) + disponibilités/Dettes (à moins d'un an) + concours bancaires. L'appréciation de ratio dépend de la qualité des clients et des échéances des créances.

- Ratio de liquidité immédiate = Disponibilité / Dettes (à moins d'un an) + concours bancaires.

Ces ratios ne peuvent être de bons indicateurs de liquidité, vu leurs limites. Alors que d'autres analyses, basées sur les flux de trésorerie, permettent de mieux apprécier la liquidité.

## §3. Les sources de financement

La diversification des sources de financement permettra aux PME d'accéder à différents types de services adaptés à ses besoins spécifiques. En effet, Les PME disposent actuellement de plusieurs sources de financement, chacune de ces sources comporte des exigences particulières.

### I. Le Crédit interentreprises

Le besoin en fonds de roulement d'exploitation est la résultante des capitaux immobilisés en stocks et en comptes clients, et des capitaux disponibles en comptes fournisseurs. Les études montent que les stocks de produits finis, comparés à l'activité, sont d'autant plus lourds que la taille des entreprises, est plus grande, ainsi, la rotation des stocks est plus lente dans les grandes entreprises. La durée moyenne pour les grandes entreprises des créances clients est de 70 jours, contre 90 jours pour les PME.

Au Maroc, le crédit interentreprises est une forme de crédit qui représente une composante majeure du financement à court terme des PME. Le crédit interentreprises influence directement l'endettement à court terme, en effet, les PME ont à nourrir des postes clients souvent très lourds du fait des délais de paiement accordés à leurs clients.

La distribution du crédit clients mobilise une part importante des ressources des entreprises, toutefois, le crédit fournisseur ne joue pas strictement le même rôle que le crédit bancaire. On constate que le crédit interentreprises se développe lorsque le coût du crédit bancaire augmente.

Certaines entreprises se trouvent obligées de rechercher chez leurs sous-traitants ou fournisseurs des crédits que leurs banques ne pouvaient ou ne voulaient pas leur accorder.

### II. Le capital risque

Il faut retenir que ce type de financement ne s'adresse pas à toutes les entreprises. En effet, les investisseurs en capital risque cherchent à investir dans des entreprises de haute technologie et des sociétés très prometteuses, de secteurs comme ceux des technologies de l'information, des communications et de la biotechnologie.

Ces investisseurs prennent également une participation dans les entreprises qu'ils financent afin de les aider à réaliser un projet prometteur mais comportant un plus grand risque. Cela signifie que l'entrepreneur doit céder une partie de son entreprise à un tiers. Ils veulent aussi

un bon rendement de l'investissement, qui se concrétise, généralement, lorsque l'entreprise commence à vendre des actions au public.

Les sociétés de capital risque soutiennent des entreprises de pointe qui occupent une position stratégique sur un marché prometteur. Comme la plupart des autres sociétés de capital risque, elles investissent dans des entreprises en démarrage qui présentent un grand potentiel mais préfèrent soutenir les entreprises qui ont besoin d'un financement important pour s'établir sur leur marché.

Ces organismes s'intéressent de préférence aux moyennes entreprises qu'aux petites, car leur professionnalisme leur impose toujours de réaliser une étude poussée sur les entreprises dans lesquelles ils veulent participer.

Les pouvoirs publics devraient susciter une offre de capital risque répondant aux caractéristiques souhaitées par les entreprises marocaines, créer un véritable partenariat du financier avec l'industriel, un vrai partage du risque dans le respect des responsabilités de chacun avec une perspective de profit à long terme et non une recherche de dividendes ou de plus value à court terme. Les capitaux à risque offriront donc une palette complète d'instruments de financement des PME. Le secteur industriel marocain sera le bénéficiaire final de ces fonds, dans la perspective du futur accord de libre échange avec l'UE.

**III. Le marché financier**

Jusqu'à présent seules les grandes entreprises ont la possibilité d'accéder à ce marché, alors que les PME sont exclues, cette situation s'explique par deux raisons fondamentales:

- La nature des entreprises marocaines : la majeure partie du tissu économique marocain est dominée par des PME, généralement familiales, mal structurées, de faible capital, le propriétaire partage ou non le pouvoir avec les membres de sa famille. Ce pouvoir de direction et de décision cher aux propriétaires ne leur permet par d'ouvrir leur capital, en outre les patrons ont généralement un niveau d'instruction moyen ce qui influence la gestion de leurs entreprises et leurs performances. Ces entreprises ne cherchent que l'opulence et l'accumulation de l'argent, elles fuient la fiscalité et les flux d'informations sont rarement généralisés entre les gestionnaires de l'entreprise. Ces anomalies qui découlent de la mentalité des dirigeants influencent l'environnement interne et externe des entreprises dont les patrons sont loin de penser au financement à travers la bourse.

- L'introduction en bourse des valeurs: Elle n'est pas accessible à la majorité des entreprises marocaines, en effet, elle exige deux principales conditions:

- L'entreprise doit réaliser des bénéfices, et distribuer des dividendes pour les trois derniers exercices, or le paiement des impôts et la déclaration des performances internes ne font pas partie de la mentalité des entrepreneurs marocains ; cette situation est en contradiction avec la transparence qu'exige la bourse[130];

- Acceptation du cours d'introduction fixé par un comité de bourse.

Le rôle du marché boursier est très faible dans le processus de l'épargne investissement, cette situation s'explique par la réticence des firmes cotées à émettre des actions contre espèces, par la difficulté d'accès des PME à la cotation officielle en bourse, par la volonté de certaines entreprises familiales de rester fermée.

**IV. L'entreprise et les conditions bancaires de financement**

Les banques restent la principale source de financement dans le système financier marocain, et sont les seules institutions capables de réinjecter l'épargne en termes de prêts pour financer les activités des entreprises.

Les PME entretiennent une relation de nécessité qui se traduit par l'obtention de moyens de financement. Cette relation est vitale pour l'entreprise et fait l'objet de plusieurs reproches de part et d'autre.

Un véritable partenariat entre banques et entreprises doit trouver ses fondements dans les garanties offertes aux banquiers et la solvabilité de l'entreprise. Les fonds propres constituent cette garantie, leur renforcement permettra aux banquiers de prendre des risques.

La notion de besoin en capitaux est fondamentalement liée à la vie des entreprises, et donc la réussite d'une création d'entreprise exige au départ des fonds propres importants afin de pouvoir dépasser le cap des premiers mois durant lesquels les recettes sont rares et les dépenses d'équipement importantes.

Les banques avancent qu'elles courent des risques très importants car les taux de défaillance et d'insolvabilités des entreprises sont parfois alarmants. Si on ajoute à cela des garanties difficiles à obtenir, on comprend mieux pourquoi les banques redoublent de prudence ou parfois apparaissent réticentes à accorder des crédits.

Le premier contact d'un promoteur avec le banquier lui donne l'impression que celui-ci peut lui accorder un prêt sur présentation du dossier. Quand il découvre que le centre de prise de

[130] La loi de 1973 a abandonné cette disposition en lui substituant la nécessité de certifier les comptes annuels des trois derniers exercices.

décision est imprécis et dilué dans l'engrenage de l'interminable escalade des échelles de la hiérarchie, il se rend à l'amère évidence et se décourage. Très souvent, l'entreprise perçoit la banque comme une puissance irrationnelle, ce qui fait dire à de nombreux chefs d'entreprises que la relation banques / entreprises est vécue de façon traumatisante, cela s'explique par la conscience de l'entreprise que la banque dispose à son égard d'un pouvoir infini.

L'entreprise a toujours besoin du concours financier des banques, de son coté le banquier, dépositaire de ressources dont la réputation est la vigilance et le sérieux sont les caractéristiques, doit fructifier l'argent des déposants et le sien propre. Les risques du banquier résident dans l'insuffisance, la baisse ou la disparition de la rentabilité de l'entreprise. Ainsi, un décalage de trésorerie dû à des délais de paiement non respectés devient une préoccupation majeure aussi bien pour le chef d'entreprise que pour le banquier.

## Section 2 : Situation financière, performance et mode d'évaluation

A travers cette section, On va essayer d'étudier la santé financière des entreprises marocaines. Cette étude va aborder dans un premier paragraphe la situation financière des entreprises marocaines, dans un deuxième paragraphe on va porter une étude des différents aspects théoriques de la performance financière de l'entreprise et dans le troisième paragraphe, on va aborder les principales méthodes d'évaluation de ces entreprises.

### §1. La situation financière des entreprises marocaines

Dans ce paragraphe, on va tenter d'étudier la santé financière des entreprises marocaines. Cette étude va aborder dans une première étape la question des fonds propres, dans un deuxième temps on va porter une analyse comparative et sectorielle de la structure financière des entreprises marocaines et dans le troisième lieu, on va avancer les principales contraintes de financement de ces entreprises.

#### I. Questions de fonds propres

Les entreprises marocaines souffrent d'une fragilité structurelle liée à l'insuffisance de fonds propres. Le niveau de ceux-ci conditionne le financement des investissements, la résistance à la mauvaise conjoncture et l'accès aux crédits. L'absence ou l'insuffisance des fonds propres est synonyme de difficultés financières.

#### A. La faiblesse des fonds propres

La majeure partie des entreprises qui forment le tissu productif marocain sont sous capitalisées (les capitaux propres ne représentent qu'une part minime de leurs ressources

financières). Le problème des fonds propres se pose pour les entreprises marocaines au niveau des engagements bancaires. En effet, les banquiers estiment que peu d'entreprises ont un ratio endettement / fonds propres inférieure à 5 (ratio qui mesure la dépendance financière extérieure ; plus ce ratio est élevé, plus faible est l'endettement total et donc meilleure est la possibilité de recours à des crédits extérieurs) ; chose que les banques estiment comme étant le minimum pour qu'une structure de capital soit saine.

En résumé, on peut retenir d'après les estimations des banquiers, que les PME ont un taux de capitaux propres plus faible que les grandes entreprises et notamment les sociétés anonymes, et que leurs ressources propres sont l'objet de fluctuations conjoncturelles.

**B. Des entreprises rentables mais endettées**

Sur le plan national, les principaux indicateurs économiques et financiers, au terme des onze premiers mois, confirment le renforcement de la croissance qui était prévue en 2006 avec un taux dépassant 7,6%. Derrière cette croissance, une demande interne particulièrement dynamique[131].

L'évolution du financement du système productif s'est caractérisée par des transformations profondes, le financement par fonds propres s'est progressivement tari au profit des emprunts. Ainsi, la croissance est de plus en plus financée par des capitaux d'emprunt. Cela n'inquiète personne tant que les progrès de l'économie est la croissance couvraient le poids de la dette et dégageaient des ressources pour y faire face. Cette tendance risque de changer avec un ralentissement de la croissance, l'accélération de l'inflation, la hausse des charges financières et la réduction des durées des prêts.

L'insuffisance des fonds propres n'est pas spécifique aux entreprises marocaines puisque les sociétés françaises connaissent le même problème (d'après l'association française des banques).

Pour remédier à ce phénomène, trois facteurs principaux peuvent jouer un rôle positif dans l'évolution des entreprises marocaines : l'amélioration de leur rentabilité, de leur autonomie financière et la poursuite de la baisse du coût des crédits[132].

[131] Note mensuelle conjoncture novembre 2006.
[132] ALAOUI ; T. MARTIGNON, "les nouveaux déterminants du financement des PME françaises "; revue d'économie financière, 2000.

## II. Diagnostic de la situation financière des entreprises au Maroc

Ce diagnostic va porter sur une comparaison entre différents types d'entreprises au niveau des ressources financières disponibles pour les entreprises et au niveau de l'analyse sectorielle de leurs structures financières.

### A. Structures des ressources financières des entreprises au Maroc

En moyenne, les entreprises marocaines sont financées par leurs capitaux propres à hauteur de plus de 60%, les petites entreprises bénéficient d'un montant de crédit beaucoup plus faible que les grandes et les moyennes. Les apports en comptes courants d'associés constituent 11% des ressources, les apports en crédits des banques commerciales représentent également près de 12%. Les grandes entreprises diversifient plus leur financement qui forme environs 50% de leurs capitaux engagés[133]. Les crédits des banques produisent 15% du financement des grandes entreprises. Le taux d'endettement bancaire des PME est nettement plus faible que celui des grandes entreprises, celles-ci bénéficient en outre de découverts bancaires, de crédits fournisseurs et de crédits bail, ce qui ressort du tableau suivant:

**Tableau n° 4.1 : Structure financière des entreprises**

| Taille | Capitaux propres | Comptes courant d'associés | Crédits de banques commerciales | Découvert bancaire | Crédit fournisseurs | Crédit bail | Autre emprunts |
|---|---|---|---|---|---|---|---|
| Petite | 71,36% | 11,49% | 6,42% | 7,01% | 3,03% | 0,89% | 0,23% |
| Moyenne | 71,10% | 5,72% | 14,56% | 7,27% | 4,70% | 0,76% | 0,48% |
| Grande | 51,83% | 16,36% | 14,60% | 9,34% | 9,83% | 2,20% | 9,83% |
| Total en % | 64,76% | 11,19% | 11,86% | 7,87% | 5,85% | 1,28% | 3,51% |

Source : CERAB[134]

D'après ce tableau, on constate que les grandes entreprises sont toujours plus avantagées que les autres catégories d'entreprises.

### B. L'analyse sectorielle de la structure financière des entreprises cotées

Les résultats d'une étude de l'évolution des capitaux propres effectués par le CERAB d'après une enquête sur les facteurs explicatifs du choix de la structure financière des entreprises marocaines, font ressortir les informations suivantes:

[133] Othman JOUMADI, "univers des entreprises privées au Maroc", pour le compte du Centre d'Etude et de Recherche sur le Développement International (CERDI), 1998.
[134] Centre d'Etudes et de Recherches d'Aziz BELLAL.

- L'appréciation des capitaux propres peut être saisie à travers le ratio "capitaux propres / total des ressources "qui donne une idée sur l'importance de ce moyen de financement ainsi que sur la possibilité de procéder à une comparaison interentreprise;

- Prés de la moitié des entreprises ont le ratio "capitaux propres / total des ressources" en augmentation continue;

- La proportion des capitaux propres dans le total des ressources dépasse 50% chez la moitié des entreprises marocaines, cette autonomie financière leur permet d'agir dans une grande liberté dans leur politique de financement;

- L'analyse sectorielle de ce ratio a donné les résultats suivants:

- Le secteur de l'énergie et des mines souffre d'un manque de fonds propres;

- Les sociétés du secteur de l'industrie de transformation suivent des politiques de financement orientées vers les fonds propres;

- Pour le secteur du commerce, la part des capitaux propres dans le total des ressources s'élève à 50% en moyenne;

- Les sociétés du secteur des transports, hébergement et restauration semblent avoir une structure de capitaux propres plus solide que les autres secteurs, la proportion des capitaux propres est en augmentation grandissante;

- La part des capitaux propres de la plupart des sociétés cotées à la bourse de Casablanca demeure un moyen de financement privilégié.

En outre, cette enquête a analysé la situation financière des entreprises par l'appréciation des dettes à long et moyen terme; en fait, la principale caractéristique du passif des sociétés enquêtées réside dans la faiblesse du ratio "dettes à long et moyen terme / total des ressources". Pour les dettes à court terme, essentiellement composées des crédits fournisseurs, des crédits bancaires, elles représentent une bonne partie des ressources totales.

Il apparaît donc que la politique financière des grandes entreprises semble orientée beaucoup plus vers le financement à court et moyen terme que celui à long terme. La dominance des dettes à court terme dans la structure financière des grandes entreprises se justifie principalement par les avances importantes des fournisseurs, les facilités de caisse et les découverts bancaires.

### C. La prédominance du crédit bancaire à court terme

Indépendamment de leurs tailles, les entreprises marocaines ont pour principales sources de financement des emprunts contractés auprès du système bancaire national. Pour les PME, les ressources bancaires revêtent une signification très importante du fait qu'elles disposent d'une gamme de possibilités de financement moins large, et que leurs taux de capitaux propres sont souvent faibles, en conséquence, leurs résultats sont très sensibles aux variations des taux d'intérêt (leur rentabilité est gravement altérée en période de taux d'intérêts fortement élevés).

La sous capitalisation des PME et l'emploi abusif des dettes à court terme, au détriment d'emprunts plus longs entraînent une augmentation du coût de financement. En effet le coût de financement à court terme et plus important que celui à long terme, compte tenu des garanties sous-jacentes à chacun des deux modes de financement. Ces différents éléments font ressortir la fragilité de la structure financière des entreprises qui ont recours au crédit à court terme pour le financement de besoins importants.

## III. Les contraintes de financement

Nous allons aborder dans un premier lieu les principales contraintes des entreprises, et dans le second lieu les conditions de réalisation ou les raisons de non réalisation d'un emprunt.

### A. Aperçu sur les contraintes globales de financement

Une enquête menée par le CERAB sur les contraintes de financement concernant un échantillon de 370 entreprises (dont 176 micro entreprises, 65 petites, 58 moyennes et 71 grandes) donne un aperçu sur les contraintes globales de financement résumées par le tableau suivant avec (Par1:obstacle, 3:obstacle modéré, 5:obstacle trop sévère)[135]. Ainsi par exemple 3,98 indique qu'en moyenne des réponses des 167 entreprises observées, le niveau élevé du taux d'intérêt est considéré comme un obstacle plus que modéré.

Les entreprises ont cité trois catégories d'obstacles parmi les plus importants. Il s'agit en premier lieu de la charge du taux d'intérêt trop élevée, des garanties trop importantes demandées aux entreprises et de la réglementation excessive exigée pour obtenir des crédits. Malgré la hausse du taux d'intérêt, les entreprises ont recours au financement bancaire par manque d'alternatives.

[135] 1, 3, 5 : indiquant les réponses faites par les entreprises dans le questionnaire pour la question des contraintes.

**Tableau n° 4.2 : Contraintes de financement des entreprises**

| Type de Contraintes | Moyenne | Observations |
|---|---|---|
| Niveaux des taux d'intérêts | 3,98 | 167 |
| Garantie trop élevée | 3,69 | 162 |
| Paperasse de réglementation | 3,26 | 163 |
| Contrat avec les responsables | 1,93 | 159 |
| Lettre de crédit | 2,02 | 149 |
| Transfère financier et chèque | 1,98 | 156 |
| Manque de crédit des fournisseurs | 2,02 | 156 |
| Paiement supplémentaire | 1,93 | 153 |
| Manque de financement | 2,09 | 159 |
| Autres | 1,68 | 25 |

Source : CERAB.

### B. Comportement d'endettement des entreprises marocaines

Il ressort également d'une enquête du CERAB que durant les 15 dernières années:

- 55 % des entreprises ont reçu un financement de la part des banques;

- 60% ont contracté des emprunts à long terme d'une durée supérieure à 6 ans;

- 19% ont effectué des emprunts à court terme pour une durée moyenne de 20 mois;

- 24% ont eu recours à des découverts bancaires;

- 10% ont eu recours à d'autres formes d'emprunts;

- Pour 45% des entreprises, les banques ont exigé des garanties dont les valeurs sont estimées à deux fois celles des prêts[136].

### C. Facteurs expliquant le refus d'accord d'un prêt

Chaque établissement bancaire adopte une stratégie axée sur la prudence et la recherche de sécurité; le tableau suivant tiré d'une enquête du CERAB, montre les raisons de refus d'un prêt par les banques durant les 15 dernières années:

[136] Le taux moyen des intérêts bancaires varie de 11,5 à 12%, alors que le taux moyen d'intérêt des autres types d'emprunts et inférieur à 6%.

**Tableau n° 4.3 : Facteurs expliquant le refus d'accord d'un prêt**

| Tailles / Secteurs | Pas de demande | Plan non satisfaisant | Manque de garanties | Autres |
|---|---|---|---|---|
| Petite | 66,7 | 4,2 | 12,5 | 16,6 |
| Moyenne | 64,7 | 23,5 | - | 11,8 |
| Grande | 66,7 | 3,3 | 10 | 20 |
| **Taille en %** | 66,03 | 10,33 | 11,25 | 16,13 |
| Transformation | 62,5 | 7,5 | 15 | 15 |
| BTP | 50 | 50 | - | - |
| Services | 61,1 | 5,6 | - | 33,3 |
| Commerce | 100 | - | - | - |
| **Secteur en %** | 68,4 | 21,03 | 15 | 24,15 |

Source : CERAB

D’après, ce tableau on remarque que quelque soit la taille de l'entreprise hésite de poser leurs demandes de prêt à cause du manque de garanties, et que l'accès au crédit reste difficile. En effet, en moyenne 66% des entreprises ne déposent pas leurs demandes de prêts auprès des banques sous prétexte de manque de garanties qui s’élève à 11% et 10% à cause du plan insatisfaisant de leurs projets.

Les entreprises marocaines souffrent de difficultés structurelles en matière de financement, que ce soit au niveau de leurs capitalisations, souvent insuffisantes, ou de l'accès au financement bancaire, lui-même résultat direct ou indirect de la sous capitalisation initiale, mais aussi de la qualité des projets financiers.

On observe que la nouvelle régulation du crédit est encore dans une phase transitoire et ne donne pas tous les effets attendus du fait qu'elle ne s'est pas accompagnée d'une adaptation suffisante du système financier en vue de maîtriser le coût de financement des entreprises.

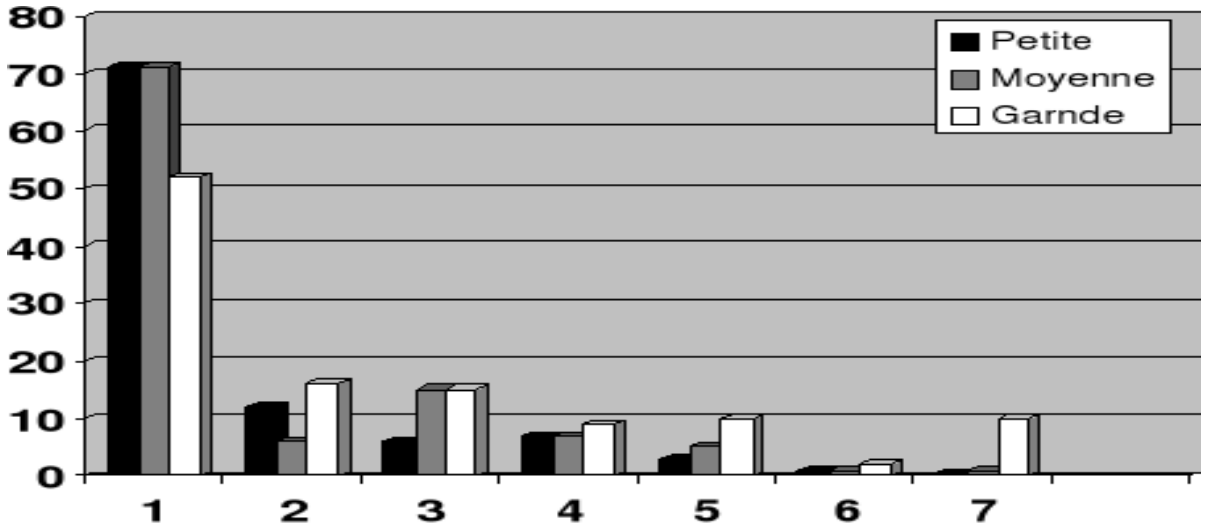
## IV. Diagnostics et constats de la situation financière des entreprises marocaines

Les problèmes de financement des entreprises marocaines sont assez nombreux : souffrant d'insuffisance de fonds propres, elles restent à la merci des banques. L'appréciation de la situation financière s'avère délicate car elle se heurte à des difficultés liées aux sources d'information, de même les statistiques ne fournissant pas toujours des données récentes et fiables.

Le tissu productif marocain est caractérisé principalement par des entreprises sous capitalisées c'est-à-dire que les capitaux propres ne représentent qu'une part minime de leurs ressources financières. La croissance est de plus en plus financée par des capitaux d'emprunt. Pour

remédier à ce phénomène les entreprises marocaines doivent améliorer leur rentabilité, leur autonomie financière et les coûts des crédits doivent diminuer. L'amélioration de la rentabilité ne peut se faire qu'avec l'amélioration de la qualité des produits. Les entreprises doivent faire un grand effort de désendettement auprès du secteur bancaire et donc recourir à l'autofinancement. Il apparaît d'après le graphique suivant, qui nous donne en pourcentage une idée sur la structure financière des entreprises marocaines, montre que les grandes entreprises sont plus avantagées que les autres (moyennes et petites).

**Graphique n° 4.1 : Structure financière des entreprises marocaines**




Source : CERAB. Légende : 1 : Capitaux propres; 2 : Compte courant d'associés; 3 : Crédit bancaire; 4 : Découvert bancaire ; 5 : Crédit fournisseur ; 6 : Crédit bail ; 7 : Autres emprunts.

Le système financier marocain se caractérise par un rôle marginal de la finance directe, par rapport à la finance indirecte auprès des établissements de crédit qui occupe une place prépondérante dans le financement de l'économie formelle. Les causes essentielles de cet état de fait sont:

- Malgré des revenus modestes, les ménages se sont constitués une épargne non négligeable placée essentiellement sous forme liquide et peu risquée. (Les 3/4 de cette épargne constituent des dépôts auprès des banques, le reste réparti entre le trésor public, la caisse d'épargne et les chèques postaux). Nous remarquons que ces placements ont été préférés aux valeurs mobilières, cela a fortement contribué à limiter le développement du marché financier;

- Les entreprises marocaines, formées dans leur immense majorité d'unités économique à dimension modeste, rencontrent des difficultés à générer une épargne (autofinancement) suffisante pour assurer le financement de leurs activités. Ce problème de rentabilité-

productivité est renforcé par un déséquilibre financier lié à une sous-capitalisation, en raison du caractère traditionnellement fermé et familial des entreprises marocaines;

- Ces observations confirment que le système financier marocain est dominé par le financement bancaire. En effet, la décision financière est différente suivant que l'entreprise fait directement appel ou non au marché financier. Or, les entreprises marocaines ne pouvant pas avoir recours aux crédits bancaires en cas de besoins de liquidités, sont dépendantes du système bancaire.

Le financement des entreprises sera toujours articulé sur le crédit bancaire tant que les donnés du financement des entreprises, et notamment leur rentabilité imposeront ce mode de financement. Ce survol de la situation financière des entreprises marocaines en générale et des PME en particulier montre qu'elles vivent une économie d'endettement.

Il est souhaitable que le financement des entreprises soit fondé sur des bases plus stables, par l'accroissement simultané de l'autofinancement et des créances négociables. Or, la plus part des difficultés financières des entreprises ne peuvent être surmontées uniquement par le recourt au crédit bancaire. Une politique financière convenable est nécessaire pour assurer la possible transformation des structures économiques et financières des entreprises marocaines et plus précisément des PME.

## §2. Les différents aspects théoriques de la performance

L'une des missions indispensables des dirigeants d'entreprises consiste à soutenir une vision pour l'entreprise, tant à court terme qu'à long terme. L'évaluation de la performance d'une organisation devrait s'étendre à trois aspects : efficience, efficacité et capacité d'adaptation. Ainsi la performance peut se définir comme étant "le degré d'accomplissement des objectifs que s'est données une organisation. L'évaluation de la performance peut être qualitative, le plus souvent les indicateurs de performance sont des quantifications se traduisant par des rapports entres les résultats obtenus et les moyens mis en œuvre"[137]. La notion de performance est donc multiple et constitue parfois un paradoxe.

### I. La performance stratégique

L'excellence est une façon de dénommer la performance, l'analyse financière classique a souvent fait usage des agrégats tels que la valeur ajoutée pour identifier la capacité de l'entreprise à créer de la valeur. Les analyses récentes de la valeur introduisent une notion

[137] La définition de la performance est tirée du lexique de gestion 6eme édition Dalloz page 376.

beaucoup plus stratégique même si la mesure en reste difficile. La performance de l'entreprise dépend ainsi de sa capacité à créer de la valeur pour ses clients (Michael Porter 1986)[138]. Cette dernière s'interprète à travers des outils tels que la chaîne de valeur.

**II. La performance concurrentielle**

La performance est à la fois l'exploitation d'un potentiel existant et le développement de nouvelles formes d'avantages concurrentiel avenir. La performance concurrentielle dépend donc largement de l'analyse stratégique des règles de jeux concurrentiels. Selon Michael Porter(1981) une réinsertion radicale de la firme dans son milieu concurrentiel doit être faite, en effet la recherche de la performance ne repose plus seulement sur la seule action de la firme, mais aussi sur ses aptitudes à s'accommoder aux règles du jeu concurrentiel dans un secteur.

**III. La performance socio-économique**

Elle est basée sur l'idéologie de performance organisationnelle qui concerne la manière dont l'entreprise est organisée pour atteindre ses objectifs, ainsi on retient quatre facteurs de l'efficacité organisationnelle:

- Le respect de la structure formelle;

- Les relations entre les composantes de l'organisation;

- La qualité de la circulation de l'information;

- La flexibilité de la structure.

Ces quatre facteurs suscitent des interrogations quant à l'efficacité d'une structure sans pour autant donner les points saillants de la configuration organisationnelle.

**IV. La performance économique et financière**

Dans toutes les économies des "pays en voie de développement" particulièrement au Maroc, les entreprises jouent un rôle capital car elles sont les moteurs de l'activité commerciale formelle et de la création d'emplois.

Plusieurs critères peuvent être usés pour favoriser l'évaluation de la performance économique de l'entreprise. Nous pouvons retenir le critère de la productivité qui selon Pierre conso est un indice de production et de transformation, indice, elle détermine donc l'évolution des coûts et

[138] "Generic Business Strategies,Organizational Context and Performance: An Empirical Investigation" Strategic Management Journal, Vol.7, 1986, p.217.

influence de manière direct la rentabilité économique de l'entreprise, ce ci peut être comme critère de mesure de la performance. On distingue souvent deux notions:

- La rentabilité économique qui se traduit par l'efficacité de l'entreprise dans la mise en œuvre de son capital économique.

- La rentabilité financière qui traduit la mesure du rendement des placements financiers des investissements.

## §3. Les différentes méthodes d'évaluation

Il n'existe pas une valeur de l'entreprise, mais des valeurs, parce qu'il n'y pas une méthode d'évaluation, mais des méthodes d'évaluation. La valorisation des entreprises introduites en bourse s'opère dans un contexte d'incertitude et d'asymétrie d'information. Il en résulte fréquemment une sous-évaluation à l'introduction: les émetteurs diffusent les actions dans le public à un prix plus faible que le "juste" prix, ainsi la question de la mesure performance de l'entreprise s'inscrit dans un cadre du référentiel compétitif.

### I. L'approche traditionnelle de la mesure de la performance

L'approche traditionnelle s'inscrit dans le cadre de la finance néoclassique, à vocation normative, dont le but est l'élaboration des règles d'allocation optimale des capitaux. Elle repose sur les principes fondant la mesure de performance sur le critère de valeur actualisée des flux, avec ses adaptations successives permettant d'intégrer le prix du risque, grâce aux différents modèles construit par la théorie du portefeuille.

$E(Rcp) = R_o + â\ (Rm-R)$ avec:

E(Rcp): Rentabilité espéré des capitaux propres de l'entreprise;

R : le taux de rendement sans risque;

â: c'est le coefficient bêta, qui sert à quantifier le rapport entre le risque d'une catégorie de titres et le risque du marché dans son ensemble. si le bêta est supérieur à 1 cela indique que la catégorie des titres comporte un risque plus élevé que le marché, si jamais ce coefficient est égal à -1 il indiquerait dans ce cas le contraire.

Rm : c'est le taux de rendement moyen du marché de la période.

(Rm - R) : c'est la prime de risque du marché.

### A. Les mesures issues de la recherche financière

Une recension des études empiriques qui ont portées sur la performance des entreprises, révèle une pluralité de critères, qui supposent tous que la valeur boursière représente de manière fidèle la valeur créée par l'entreprise.

Les principaux critères peuvent être regroupés en deux catégories. La première de mesure comprend le ratio Q de Tobin et le ratio de Marris, répond à un souci de quantification prévisionnelle de la performance. La seconde catégorie regroupe les mesures issues de la théorie du portefeuille, dont l'usage se fait principalement dans l'objectif d'évaluer la performance réalisée sur une période.

### B. Le ratio Q de Tobin[139]

Le ratio Q, proposé par Tobin, constitue dans son principe une mesure de l'ensemble des rentes anticipées, sur un horizon infini. Cette mesure se fait en rapportant les sommes des valeurs de marché des titres détenus par les investisseurs financiers (actionnaires et créanciers) au montant des capitaux qu'ils ont investis. La valeur des capitaux investis est mesurée par le coût de remplacement des actifs financés, le plus souvent évalué à partir des immobilisations. Q de Tobin = valeur de marché (capitaux propres + dettes financières).

Un ratio Q supérieur a l'unité, signifie qu'à un moment donné la rentabilité secrétée par l'ensemble des actifs de la firme et anticipés par le marché, est plus élevé que le coût moyen pondéré du capital CMP[140]. Dans sa formulation, ce ratio est très proche des critères de la valeur actuelle nette et de l'indice de profitabilité.

### C. Le ratio de Marris[141]

Le ratio de Marris repose sur la même logique que le Q de Tobin, mais ne retient que les capitaux directement investis par les actionnaires. Il s'évalue en rapportant la capitalisation boursière à la valeur comptable des capitaux propres.

Ratio de Marris = capitalisation boursière des capitaux investis

---

[139] Q de Tobin voir: chung k.et Pruitt S.W 1994 A simple approximation of Tobin's q, financial Management, vol n° 3, page 70-74.

[140] CMP : coût : le coût moyen pondéré du capital, MAUGUIERE "évaluation des entreprises non cotées" collection DUNOD 4edition 1993 page 217-220.

[141] Voir jacquillat B. et Beaumont D 1996, de la création de richesse à la mesure de la valeur, chronique économique, SEDEIS, tom XLV,n° 7 juillet 1996 p.287-294.

Dans la théorie financière néoclassique les deux critères convergent pour identifier la création de valeur. Le caractère d'indice relatif a ces deux critères conduits à une appréciation différenciée de la création de valeur.

Un certain nombre de caractéristiques communes à ces deux mesures sont à souligner :

a) Elles tiennent compte du risque car, s'appuyant sur les valeurs de marché (si on suppose l'efficience du marché financier), elles procèdent implicitement d'une actualisation des flux qui est censée se faire aux taux de rentabilité requis par les différentes catégories d'investisseurs financiers, en fonction du risque couru.

b) Elles ne mesurent pas dans l'absolu la valeur créée (ou plutôt le potentiel de création de valeur) mais représente des indices relatifs à la création de valeur;

c) Elles font implicitement référence à une norme identique. Un ratio faisant apparaître une création de valeur (valeur supérieure à 1) laisse supposer que la rentabilité anticipée est supérieure à la rentabilité requise à l'équilibre par les différents apporteurs de capitaux, évaluée par le coût moyen pondéré du capital (CMPC).

## II. Les mesures issues de la théorie du portefeuille

Les trois mesures usuelles, issues de la théorie du porte feuille et de ses prolongements, constituent des mesures de la valeur créée pour les actionnaires qui prennent également la forme d'indice. Quel que soit l'indice retenu, la mesure de rentabilités réalisées se fait à partir des cours boursiers; ces mesures ne font intervenir aucune valeur comptable.

### A. L'indice de Sharpe (1966)[142]

Le ratio proposé en (1966) par William Sharpe est mesure fondé sur le risque total d'un porte feuille. Le ratio de Sharpe n'est que le rapport entre la prime de risque et le niveau de risque total. Si le marché est efficient et que le portefeuille géré parfaitement et diversifié nous devrons s'attendre à un ratio de Sharpe constant. Dans la réalité ce n'est pas le cas car les portefeuilles ne sont toujours pas parfaitement diversifiés, vu que l'investisseur peut changer son degré d'aversion vis-à-vis du risque. On utilise le ratio de Sharpe comme mesure de la performance de la gestion des portes feuilles. Le critère de décision est que : le portefeuille ayant un ratio de Sharpe plus élevé que l'autre a la meilleure performance. Mathématiquement, l'indice Sharpe s'écrit tel que : Sp=E (Rp) - Rf

[142] Cet indice de manière détaillé nous pouvons la consulter dans le manuel "La création de richesse et mesure de la valeur" jacquillat B et Beaumont D 1996 chronique économique, SEDEIS tome XLV n° 7 page 287-294.

Avec:

E (Rp): l'espérance du rendement du portefeuille.

Rf : l'espérance du rendement de l'actif sans risque.

ó (Rp) : le risque total du portefeuille.

**B. L'Indice de Treynor (1965)**[143]

Durant cour de la même année presque, 1965 Treynor a proposé une mesure alternative de la performance de la gestion du portefeuille. L'indice de Treynor est très proche de celui de Sharpe (1966). Rappelons que l'indice de Treynor est fondé directement du model d'évaluation des actifs financiers (MEDAF) qui se présente sous forme d'une relation linéaire du type : y= ax + b.

MEDAF: E (p) = Rf + (Rm - Rf) âp avec:

E (p) : le rendement espéré du portefeuille;

Rf : le rendement de l'actif sans risque;

Rm : le rendement du espéré du marché;

âp : l'indice de sensibilité du marché.

Du medaf l'indice de Treynor s'écrit tel que Tp= E (Rp) - Rf = prime du risque

Le risque spécifique étant éliminé, seul le risque systématique, non éliminable par diversification, est pour pondérer la rentabilité obtenue. A l'instar de l'indice de Sharpe, l'indice de Treynor ne constitue pas non plus une mesure directe de la valeur créée. On ne peut appréhender cette dernière qu'en le comparant à un indice de référence fondé sur la rentabilité d'équilibre. L'indice Tp devrait être constant si la diversification est parfaitement effectuée.

**C. L'indice alpha de Jensen (1968)**

La mesure proposée par Jensen (1968) repose sur le model du marché et le MEDAF. Cette mesure part du principe que si le gestionnaire de portefeuille a correctement anticipé le prix d'équilibre sur le marché et qu'il entend diversifier son portefeuille de façon efficiente, le portefeuille retenu doit être alors situé sur la Security Market Line (SML). L'indice de Jensen (1968) est conçu pour l'évaluation des performances de portefeuilles ayant le même risque

[143] Même référence que la note de bas de page n° 6.

systématique. L'indice de Treynor est donc la différence la prime de risque du portefeuille et elle du marché ajusté par l'indicateur de sensibilité â.

L'indice de Treynor mesure l'écart entre la position réel et celle théorique d'un portefeuille donné par le MEDAF peu être notée comme suit :

áp = (E (Rp) - Rf) - âp (E (Rm)- Rf) = Position réel du portefeuille - Position théorique du portefeuille, avec :

(E (Rp) - Rf) : la prime de risque du portefeuille.

(E (Rm)- Rf) : la prime de risque du marché.

âp: la composante du risque systématique.

**D. Comparaison des trois indices**

L'indice de Sharpe est conçu pour l'évaluation des performances de portefeuilles et non les actifs individuels puisqu'il mesure le risque total au lieu du risque systématique. Tant disque les indices de Jensen et Treynor sont formulées, basées dans le cadre de la SML en analysant à la fois les portefeuilles efficients et non efficients. L'indice de Treynor notée:

Tp= E (Rp) - Rf = prime du risque

âp risque systématique

Cet indice peut être réécrit tel que Tp=áp-E (Rm)- Rf[144]. Il existe donc une relation linéaire entre l'indice de Jensen 1968 (áp) et l'indice de Treynor (Tp).

**III. Les mesures récentes de la valeur créée**[145]

Ces différentes mesures recommandées par un certain nombre de cabinets conseils anglo-saxons, sont représentées notamment par la market value added (MVA) et l'économique value added (EVA). Elles s'appuient sur le même référentiel théorique que les mesures présentées précédemment.

**A. La market value added (MVA)**

La MVA,"la valeur de marché ajoutée" se définit comme le différentiel entre la valeur des capitaux investis notée VM (capitaux propres et dettes financières) et la valeur comptable des ces mêmes capitaux notée VC. De ce qui précède il vient que : MVA = VM - VC

[144] L'indice de Treynor noté Tp n'est que le rapport áp du quel on retranche la prime du risque.
[145] Une présentation approfondie de ses récentes mesures de la valeur créée peuvent être consulté dans le manuel "Gouvernement des entreprises et création et création de valeur, finance contrôle stratégie" p.139. Charreaux et Desbrières.

En supposant que cette dernière représente une approximation satisfaisante du coût de remplacement des actifs financés, cette mesure s'apparente au Q de Tobin. Cependant, alors que ce dernier représente un indice relatif de la création de valeur, la MVA constitue une mesure monétaire absolue de la valeur créée. La relation entre les deux mesures est triviale : MVE = VC (Q-1).

**B. L'economic value added (EVA)**

L'EVA, la "valeur ajoutée[146] économique", est égale à la différence entre le résultat après impôt et le coût des capitaux investis par les investisseurs financiers (actionnaire et créanciers financiers) :

EVA = (Ka xVC) - (CMP xVC) = (Ka – CMP) x VC, avec:

Ka : le taux de rentabilité économique mesuré de façon comptable (résultat économique après impôt / actif économique). L'évaluation du CMP repose sur les approches traditionnelles. L'EVA représente ainsi le surprofit évalué relativement à la norme constituée par le CMP.

Dans le cadre restrictif de la mesure de performance assimilée à la valeur actionnariale créée, il apparaît que les mesures précédentes procèdent aux mêmes fondements théoriques et traduisent la même idée.

**IV. La mesure de la performance par les ratios de rendement et de rentabilité**[147]

Ce sont des ratios qui font le rapport entre un indicateur du résultat et les capitaux propres mis en œuvre par l'entreprise.

Les ratios constituent un instrument de mesure qui permet à l'analyste financier d'évaluer les performances financières de l'entreprise à une période donnée. L'analyse des ratios financiers a lieu généralement à travers deux types de comparaisons: la comparaison des ratios actuels de l'entreprise avec ceux des exercices précédents; elle nous renseigne sur l'évolution de la situation financière de l'entreprise dans le temps, et la comparaison des ratios de l'entreprise avec les moyennes du secteur ou ceux d'autres entreprises similaires; cette comparaison permet de situer l'entreprise par rapport à des concurrents et d'analyser sa situation financière.

A) Le ratio de la rentabilité économique = Résultat d'exploitation / Actif total. Ce ratio mesure la capacité de l'entreprise à dégager un résultat des capitaux investis.

[146] Valeur ajoutée = production de l'exercice + marge commercial - consommation de l'exercice en provenance des tiers (achat de matières premières, variation de stocks...) c'est donc un indicateur de l'efficacité interne de l'entreprise.
[147] Le management processus de gestion et fonction de l'entreprise 2eme édition Pr. Youssef Alouane édition clé page 328-329.

B) Le ratio de rendement des actifs = Résultat après impôt / Actif total. Ce ratio traduit la capacité des actifs à valoriser ses actifs sur l'ensemble de ses activités industrielles, commerciale et financières. Les praticiens préconisent l'utilisation d'un ratio jugé non seulement plus représentatif de l'efficience économique des entreprises, mais également plus conforme aux objets de l'analyse financière moderne. Il s'agit du ratio de rentabilité des capitaux propres investis qui rapportent le résultat généré par l'activité en tant que telle aux capitaux propre apportés par les bailleurs de fond, actionnaires et créanciers.

C) Le ratio nommé "return on investment" = Résultat de l'exercice / Capitaux propres. Ce ratio traduit le taux de rentabilité auquel l'entreprise est prête à rémunérer ses actionnaires. Les capitaux propres représentent l'ensemble des ressources risquées par les associés dans l'entreprise. Le résultat est la rémunération qu'ils tirent de ces montants. Il s'agit en fait du ratio le plus important de l'ensemble de l'analyse économique et financière.

**V. La profitabilité**

La profitabilité constitue un moyen de mesure de la performance de l'entreprise, notamment l'efficacité de l'entreprise dans ses activités. L'analyse de la profitabilité peut être assimilable à l'analyse des marges.

De ce qui précède, nous allons présenter les principaux ratios de marge:

A) Taux de marge commercial = Marge commerciale / Chiffre d'affaires (HT). Appelé ratio de marge nette, il traduit la politique de marge adoptée par l'entreprise sur son activité de distribution.

B) Le ratio de marge nette = Résultat nette / Chiffre d'affaires (HT). Il traduit l'efficacité globale de l'entreprise sur l'ensemble de ses activités. Le ratio de marge nette est l'indicateur souvent le plus utilisé pour qualifier la santé financière d'une entreprise, ou encore pour hiérarchiser plusieurs entreprises d'un même secteur d'activité. Il sert d'étalon pour la mesure de la performance des passées des entreprises afin de se fixer des objectifs à atteindre pour les exercices avenir[148].

C) Le ratio = Résultat d'exploitation (E.B.E) / Chiffre d'affaires (HT). Ce ratio traduit l'efficacité de l'activité d'exploitation l'entreprise dans son aspect industriel, commercial et administratif.

D) Le ratio = Excèdent brut d'exploitation (E.B.E) / Chiffre d'affaires (HT).

[148] B.HUSSON "performance de l'entreprise : versus marge" p.165-168.

Ce ratio, nous donne une autre mesure de la marge d'exploitation, fondé sur un indicateur plus fiable que le résultat d'exploitation, celui de l'excédent brut d'exploitation (E.B.E). L'excédent brut d'exploitation (E.B.E)[149] mesure la performance économique globale de l'entreprise par le biais de l'usage de ses moyens humains et matériels. L'excédent brut d'exploitation représente donc le surplus économique dégagé par les seules opérations d'exploitation.

## Section 3 : Structure financière et performance des PME cotées

A travers cette section, On va essayer d'étudier la santé financière des PME marocaines cotées. Cette étude va aborder dans un premier paragraphe la structure financière des PME cotées et dans un deuxième paragraphe, on va porter une étude de la performance et la rentabilité de ces PME cotées en bourse.

## §1. La structure financière des PME cotées

Ce travail porte sur un échantillon de trois PME choisis parmi les PME cotées à la bourse des valeurs de Casablanca, durant la période 2004-2010. Ce choix s'explique par les deux principales raisons suivantes:

Ce sont des entreprises dont les dates d'introduction en bourse appartiennent à la période choisie[150], ce qui permet une agrégation des comptes et donc faire des comparaisons entre elles, et d'analyser leur structure financière avant et après introduction;

Ce sont des introductions qui ont été faites dans une période où la bourse des valeurs a connu des réaménagements importants au sein de ses compartiments pour inciter les PME à s'introduire en bourse.

### I. Présentation des PME sélectionnées

La sélection de ces entreprises a été opérée selon les critères fournis par l'article premier de la loi n° 53-00 formant la charte de la PME (voir annexe n°1):

La société CARTIER SAADA (CRS) : Créée en 1947, elle a pour activité la production de confiture d'abricot qu'elle commercialise dans la région de Marrakech. Aujourd'hui, CRS opère principalement dans la production de conserves d'olive et d'abricot destiné au marché international, et dans la commercialisation et la distribution.

[149] Il est calculé après l'impact de la rentabilité financière de l'entreprise. Il est déterminé avant l'impact du renouvellement des équipements, traduit l'efficacité économique avant l'intégration du coût du facteur capital (matériel).
[150]BALIMA(1946),SCE(1950),ZELLIDJA(1955),BRANOMA(1974),ACRED(1975),ALM(1999),AUTONEJMA(2000),REBAB-COMPANY(2000),IBMC(2001), UNIMER(2001).

Les principaux objectifs visés par cette opération d'introduction:

- Financer en partie le programme d'investissement, d'un montant global de 27MDH sur trois années, en fonds propres;

- limiter ainsi son niveau d'endettement;

- Augmenter la capacité de stockage et de production de conserves d'olives.

La société DELATTRE LEVIVIER Maroc (DLM): Créée en 1988 par un groupe d'expatries français. Elle a pour activité les travaux de métallurgie relevant de la fabrication et le montage d'ossatures métalliques pour la construction et les équipements industriels et les travaux en général de chaudronnerie et tuyauterie sur le site industriel. L'objectif visé par la société DLM à travers la présente opération d'introduction est de:

- Financer son développement sur le marché de l'éolien par la construction d'une ligne de production dédiée aux mattes d'éoliennes destinées au Maroc qu'à l'export, ainsi que les marchés de l'off-shore pétrolier;

- Bénéficier des incitations fiscales[151] prévues pour les sociétés désirant s'inscrire à la cote.

L'entreprise DARI COUSPATE (DARI) : la société DARI COUSPATE est créée le 6 décembre 1994. Son secteur d'activité s'inscrit dans la transformation de la semoule de blé ou d'orge pour en faire un produit fini industriel prêt à la consommation. Les principaux objectifs visés par cette opération d'introduction en bourse sont:

- Financer partiellement le programme d'investissement prévu en fonds propre. Ce programme d'investissement d'un montant global de 37 MDH vise à augmenter la capacité de production en couscous et pâtes alimentaires;

- Pérenniser l'avenir de l'entreprise en institutionnalisant son tout de table et en permettant une plus grande liquidité de ses actions.

Le tableau ci-dessous fournis les autres informations relatives aux trois sociétés:

[151] La loi de Finance 2008 accord une exonération de 50% sur l'IS en vigueur en 2007 aux sociétés s'introduisant en bourse par voie d'augmentation de capital dont le taux d'augmentation est > 20% avec abandon du droit préférentiel de souscription.

**Tableau n° 4.4 : Informations boursière relatives aux PME sélectionnées**

| | CRS | DLM | DARI |
|---|---|---|---|
| **Secteur d'activité** | Agroalimentaire et production | Ingénieries et biens d'équipements industriels | Agroalimentaire et production |
| **Compartiment** | Marché Développement | Marché Développement | Marché Croissance |
| **Date d'Introduction** | 21/06/2006 | 29/04/2008 | 11/07/2005 |
| **Capitalisation Boursière (en MAD)** | 98 186 400,00 | 387 500 000,00 | 324 224 375,00 |
| **Nombre de Titres** | 4 680 000 | 625 000 | 298 375 |
| **Flottant** | 35% | 20% | 35% |
| **Mode de Cotation** | Continu | Continu | Continu |

Source : Fiche technique publiées par la BVC.

Toutefois, avant d'entamer l'analyse de la rentabilité, une présentation préliminaire de la situation de l'endettement, et de la structure financière des PME choisies s'avère nécessaire.

## II. Evolution de la structure et de l'endettement des PME

Les dettes financières des PME observées durant la période 2004-2010 représentent en moyenne (41%) des fonds propres et (14%) du total passif. Ces valeurs témoignent d'une importance de l'endettement financier dans le financement de ces entreprises, comparé aux crédits fournisseurs (31,3%) et aux disponibilités (12%).

De même, le poids des charges d'intérêts financiers semble conséquent puisque les ratios (charges d'intérêts / EBE) et (charges d'intérêts / dettes financière) présentent respectivement des valeurs moyennes de (9,3%) et (9%). Cet endettement important peut s'expliquer par une capacité à s'autofinancer limitée.

En effet, le ratio (CAF/ Passif) indique une capacité d'autofinancement moyenne de (8,5%) du total passif. De même, la trésorerie active ne recouvre que (12%) de l'ensemble des actifs.

Par ailleurs, les ratios (actif immobilisé / total actif) et (actif immobilisé / capitaux propres) indiquent une moyenne des actifs immobilisés de (23%) du total des actifs et de (81,2%) des fonds propres. Ces valeurs reflètent l'importance de l'activité d'investissement dans les PME et la nécessité de faire appel à des ressources externes pour les couvrir.

Cette analyse révèle une importance des investissements dans les PME, des difficultés à se financer en interne et un impact de la dette sur la croissance. Pour approfondir ces résultats, il est nécessaire d'analyser les évolutions de l'endettement et de ses déterminants sur l'ensemble de la période.

Le tableau suivant présente l'évolution des valeurs moyennes de la dette financière en pourcentage du total passif et des fonds propres sur la période 2004-2010.

**Tableau n° 4.5: Evolution moyenne de la dette financière en % du total passif et des fonds propres**

| Années | Dettes Financière /Fonds Propres | Dettes Financière /Total Passif |
|---|---|---|
| **2004** | 32,32% | 11,55% |
| **2005** | 30,15% | 10,59% |
| **2006** | 34,53% | 10,77% |
| **2007** | 31,52% | 10,34% |
| **2008** | 30,61% | 10,12% |
| **2009** | 28,63% | 10,17% |
| **2010** | 26,23% | 9,6% |

Source : Tableau élaboré par nos soins à partir des données de la BVC.

Le tableau montre une légère tendance au désendettement des PME cotées. Nous constatons, en effet, sur le tableau que le ratio (dette financière / total passif) diminue progressivement de (11,55%) en 2004 à (9,6%) en 2010. Malgré cette légère tendance, la dette financière rapporte au passif reste dans l'ensemble stable aux alentours de (10,5%) dans ces PME.

La baisse de la dette de ces entreprises s'explique par un mouvement de renforcement des fonds propres. Cette baisse de la dette reste relativement limitée face à l'augmentation des ressources internes notée sur la période 2004-2010. Ce constat confirme une dépendance des PME vis-à-vis du financement bancaire.

L'étude du ratio (dettes financières / valeur ajoutée) met en évidence d'une manière plus approfondie l'évolution de l'endettement financier des PME. Cette mesure reflète le poids de la dette dans le total de la richesse procurée par ces entreprises. Elle permet d'éliminer l'effet lié au renforcement des fonds propres et de tenir compte de l'environnement conjoncturel.

**Tableau n° 4.6: Evolution moyenne de la dette financière en % du total passif et de la valeur ajoutée**

| Années | Dettes Financière / Passif | Dettes Financière / V.A |
|---|---|---|
| **2004** | 11,55% | 16,8% |
| **2005** | 10,59% | 16% |
| **2006** | 10,77% | 15,9% |
| **2007** | 10,34% | 16,84% |
| **2008** | 10,12% | 16,31% |
| **2009** | 10,17% | 15,93% |
| **2010** | 9,6% | 15,84% |

Source : Tableau élaboré par nos soins à partir des données de la BVC.

Au final, nous ne constatons qu'une consolidation des fonds propres dans les PME n'a pas été nécessairement accompagnée d'un mouvement de désendettement conséquent sur la période

considérée. Cette observation laisse supposer qu'un besoin en fonds important incite les entreprises à s'endetter encore plus malgré une augmentation de leurs ressources internes.

## §2. Performance et rentabilité des PME cotées

Pour formuler un jugement de valeur sur la santé financière d'une PME, il est nécessaire d'aborder les deux concepts que sont la liquidité et la rentabilité. Gardant à l'esprit que les relations entre ces deux concepts participent en grande partie à la bonne réception de la qualité financière de l'entreprise.

Nous proposons dans les paragraphes qui suivent l'évaluation de la liquidité des titres par la méthode du PER et ensuite une appréciation de la rentabilité économique et financière.

### I. Analyse de la performance

Le choix de l'évaluation des PME faisant l'objet de cette étude par la méthode du PER est important dans la mesure où il est utilisé fréquemment par les spécialistes dans l'analyse des valeurs cotées. Cet indicateur financier constitue un outil de comparaison du niveau de prix d'une action par rapport aux titres du même secteur d'activité ou à un indice de référence (MASI, MADEX…). Il exprime le nombre d'années pendant lesquelles il faudra détenir l'action pour qu'elle soit remboursée par les bénéfices de l'entreprise.

Le PER permet essentiellement aux investisseurs, de juger si un titre est surévalué ou sous évalué par rapport à un échantillon donné constitué généralement par le secteur d'activité de l'entreprise.

#### A. La société DLM (secteur des bâtiments)

Bénéficiant de la dynamique de croissance du marché, le secteur a connu un mouvement sans précédent à partir de 2006, où les sociétés qui opèrent dans le secteur ont essayé de profiter du bon comportement du secteur des BTP et plus particulièrement de l'essor de la construction au Maroc.

Le PER relatif aux sociétés du secteur des bâtiments ainsi que le PER sectoriel figurent dans le tableau ci-dessous, suivi d'une analyse intrinsèque afin de tracer l'évolution du ratio boursier de chaque société.

**Tableau n° 4.7 : Le PER des sociétés du secteur des bâtiments durant la période (2005-2010)**

| | PER 2005 | Δ 05/06 | PER 2006 | Δ 06/07 | PER 2007 | Δ 07/08 | PER 2008 | Δ 08/09 | PER 2009 | Δ 09/10 | PER 2010 |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| **Bâtiments** | 18,5 | -15,67% | 15,6 | 24,96% | 20,79 | -29,77% | 14,6 | 10,95% | 16,2 | -6,17% | 15,2 |
| **Holcim Maroc** | 23,8 | -10,50% | 21,3 | -4,41% | 20,4 | -33,82% | 13,5 | -8,14% | 12,4 | 4,83% | 13 |
| **DLM** | NC | --- | NS | --- | 32,1 | -42,99% | 18,3 | -27,32% | 13,3 | -28,51% | 9,5 |
| **Sonasid** | 13,6 | -9,55% | 12,3 | 15,75% | 14,6 | -42,46% | 8,4 | 246,40% | 29,1 | -50,17% | 14,5 |

Source : Tableau élaboré par nos soins à partir des données de la BMCE Capital, la CDG Capital et de la BVC.
NC : Société pas encore cotée ; NS : PER non significatif.

La société HOLCIM a des PER qui oscillent entre 13 enregistré en 2010 et 24 en 2005. Avec un niveau d'endettement élevé soit un Gearing[152] qui atteint 112,3% en 2008, et un BPA en constante évolution, le ratio PER reste dans des normes significatives. La baisse du PER peut être expliquée par la baisse du cours des actions Holcim.

La SONASID a réalisé un PER fluctuant entre 13,6 en 2005 et 14,5 en 2010. Les spécialistes jugent la société comme étant sous-évaluée par rapport au marché, surtout qu'elle présente un rendement de dividende moyen de 9,5% soit l'un des plus élevés du marché.

Quand à la société DLM, et après avoir réalisé un PER de 32,1 en 2007, le ratio boursier s'est enregistré dans une tendance baissière pour atteindre 9,5 en début 2010, passant par des baisses successives de 42,99%, 27,32%, et 28,51% durant les années 2008, 2009 et 2010. L'orientation de l'activité de DLM vers l'Afrique et notamment, la réalisation de la première plateforme pétrolière offshore, ainsi qu'une nouvelle cimenterie au Sénégal[153], et la construction d'une plateforme pétrolière au Maroc, ont constitué une révolution en un laps de temps assez réduit, ce qui procuré à la société une grande marge de progrès par rapport aux autres sociétés du secteur.

Cependant, la société DLM est encore mieux positionnée par rapport aux autres sociétés et par rapport à la moyenne du secteur BTP en 2010 (soit un PER de 9,5 contre 13 et 14,5 pour les autres sociétés, et 15,2 pour le PER du secteur). En d'autres termes, l'acquisition des titres DLM permet de récupérer l'investissement en une courte durée (9 ans) en comparaison avec les autres sociétés du secteur (13 et 14 ans).

Globalement le positionnement à long terme des sociétés du secteur des BTP sur le marché et le PER réalisé indiquent une certaine maturité. Les sociétés du secteur reposent sur des bases

[152] Le Gearing est le ratio de la dette financière et bancaire nette sur les capitaux propres de l'entreprise. Il mesure le risque de la structure financière de l'entreprise.
[153] La note d'information de la société DLM.

solides. Parallèlement, à l'analyse de la baisse qu'a connue le secteur en 2006 et 2009, on remarque que ce sont les secteurs les plus chers qui ont subit le plus l'impact de la correction. Il s'agit essentiellement du secteur immobilier et des BTP qui réalisent depuis trois ans de très fortes performances entrainant ainsi une dé-corrélation des cours de leurs fondamentaux.

### B. La Société CRS et DARI (secteur de l'agroalimentaire)

Il est certain que le secteur agroalimentaire occupe une place stratégique dans l'économie marocaine. Cela se traduit par le chiffre d'affaire ainsi que le nombre d'entreprises (spécialement des PME/PMI). Les plus importantes d'entres elles, appartenant à de grande groupes marocains (ONA, DYANA, HOLDING et HOLMARCOM) ou étrangers (CASTEL et BEL).

Le PER relatif aux sociétés du secteur de l'agroalimentaire, ainsi que le PER sectoriel figurent dans le tableau ci-dessous:

**Tableau n° 4.8 : Le PER des sociétés du secteur d'agroalimentaire durant la période (2005-2010)**

| | PER 2005 | Δ 05/06 | PER 2006 | Δ 06/07 | PER 2007 | Δ 07/08 | PER 2008 | Δ 08/09 | PER 2009 | Δ 09/10 | PER 2010 |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| **Agroalimentaire** | 28 | -31,78% | 19,1 | -60,50% | 11,9 | 5,04% | 12,5 | 19,20% | 14,9 | -4,69% | 14,2 |
| **CRS** | 62,9 | -58,34% | 26,2 | -15,92% | 22,6 | -46,90% | 12 | -4,16% | 11,5 | -5,21% | 10,9 |
| **DARI** | NC | - | NS | - | 10,1 | 2,97% | 10,4 | -14,42% | 8,9 | -5,61% | 8,4 |

Source : Tableau élaboré par nos soins à partir des données de la BMCE Capital, la CDG Capital et de la BVC.
NC : Société pas encore cotée ; NS : PER non significatif.

La société DARI depuis sa première année de cotation, réalise un PER positivement significatif qui fluctue entre 8,4 et 10 respectivement en 2007 et 2010. Les ratios boursiers de DARI sont les meilleurs de son secteur compte tenu d'une progression honorable de son bénéfice (+29% en 2008 et +17% en 2009), proportionnellement à l'évolution de son cours durant les trois dernières années (+36%).

Il faut que la société se soit introduite en bourse en 2005 à u prix correct (soit 369 DH) ce qui a favorisé l'évolution de son cours tout en gardant des ratios boursiers intéressants.

Concernant la société CARTIER SAADA (CRS), celle-ci a réalisé un PER de 62,9 en 2005, qui montre une nette surévaluation de ses actions, qui n'a cessé de s'améliorer d'année en année pour atteindre 10,9 en 2010 à la suite de l'expansion des bénéfices due à une meilleure rationalisation des charges opérationnelles (environ -10% entre 2005 et 2009).

Globalement, on peut dire que les deux sociétés sont mieux positionnées en termes de PER aux yeux des investisseurs. En effet, récupérer l'investissement en 8 ans ou en 10 ans est beaucoup plus opportun que d'attendre 14 ans comme l'affiche la moyenne du secteur.

Par ailleurs, le bénéfice net par action (BNPA) ou appelé EPS (Earnings Per Share) est un ratio dont la présentation est obligatoire dans les entreprises cotées selon les normes IFRS. Il permet aussi de mesurer la performance de l'action d'une entreprise. Le tableau suivant permet de tracer l'évolution du BNPA des trois sociétés au cours de la période 2004-2010:

**Tableau n° 4.9 : Evolution du bénéfice net par action durant la période (2004-2010)**

| | 2004 | 2005 | 2006 | 2007 | 2008 | 2009 | 2010 |
|---|---|---|---|---|---|---|---|
| **CRS** | 0,126068 | 0,686752 | 0,875427 | 1,283333 | 1,494444 | 2,478487 | 0,811111 |
| **DLM** | 5,4976 | 10,2496 | 12,1888 | 22,7088 | 34,8736 | 33,9856 | 77,08 |
| **DARI** | 6,991202 | 17,54839 | 34,99958 | 54,12317 | 70,23041 | 82,20863 | 64,82782 |

Source : Tableau élaboré par nos soins à partir des données de la BVC.

Ainsi, les titres de la société DARI et celles du DLM demeurent plus attractives pour les investisseurs et notamment en matière de bénéfices procurés chaque année par l'acquisition de chaque titre. Les données du tableau affichent des valeurs considérables et particulièrement pour la société DARI.

Cette dernière a vu une évolution de son BNPA en forte croissance durant les années qui suivent son introduction en bourse (82,2DH par action en 2009 contre 17,54 DH en 2005).

Parallèlement, on remarque aussi une croissance stable et honorable de BNPA de la société DLM durant la période considérée (soit une amélioration de 54% par rapport à l'année qui précède l'introduction) pour atteindre un plafond de 77,08DH par action en 2010 contre 34,87 DH en 2008.

## II. Analyse de la rentabilité

La rentabilité d'une entreprise représente sa capacité à dégager un résultat bénéficiaire à partir de l'activité ou de l'ensemble des moyens mis en œuvre. La rentabilité des capitaux de l'entreprise peut être déterminée soit un niveau de l'ensemble des capitaux investis, et généralement qualifiée de rentabilité économique, soit au niveau des seuls fonds propres qualifiée de rentabilité financière.

A l'aide de la base de données de l'AMMC et de la BVC fournie par les notes d'informations publiées des entreprises cotées, donnant ainsi les états financiers de chaque exercice, nous

avons cherché à mieux cerner l'évolution de la rentabilité de certaines PME sur l'ensemble de leurs activités.

On va chercher à évaluer, d'une part, la rentabilité économique des PME considérées, c'est à dire la rentabilité des ressources affectées au cycle d'exploitation, et d'autre part de leur rentabilité financière, qui résulte de la rentabilité économique et du coût de la dette par le biais de l'effet de levier.

### A. Return On Assets (ROA)

La rentabilité économique (ROA) est indépendante du type de financement des capitaux et exprime la capacité des capitaux investis à créer un certain niveau de bénéfice avant paiement des éventuels intérêts que la dette. Elle est donc une mesure de la performance économique de l'entreprise dans l'utilisation de son actif: elle détermine quel revenu l'entreprise parvient à générer en fonction ce qu'elle a.

On a retenue la formule suivante pour le calcul de la rentabilité économique des trois PME cotées : ROA (Return On Assets) = Résultat Net / Actif Economique, avec :

Actif Economique = Capitaux propres + Dettes de Financement;

Résultat Net = Résultat d'Exploitation – Impôts sur les Bénéfices.

Par opposition à la rentabilité financière, qui intéresse plus les associés, la rentabilité économique intéressée plus les investisseurs et les banques. Le tableau nous permet d'observer l'évolution de la rentabilité économique au cours de la période 2004 – 2010.

**Tableau n° 4.10 : Evolution de la rentabilité économique durant la période (2004-2010)**

| | 2004 | 2005 | 2006 | 2007 | 2008 | 2009 | 2010 |
|---|---|---|---|---|---|---|---|
| **CRS** | 2,08% | 9,73% | 7,15% | 9,90% | 10,69% | 15,55% | 5,1% |
| **DLM** | 5,88% | 10,22% | 11,53% | 19,26% | 9,74% | 9,23% | 18,54% |
| **DARI** | 8,14% | 17,95% | 14,03% | 19,15% | 20,29% | 16,48% | 12,82% |

Source : Tableau élaboré par nos soins à partir des données de la BVC.

L'année d'introduction de la société CRS a été bénéfique en termes d'amélioration de la rentabilité économique (7,15% en 2006 contre 2,08% en 2004) due à une augmentation du résultat réalisé (4 097 MDH en 2006 contre 590 MDH en 2004). Il en est de même pour la société DARI (soit 17,95% en 2005 MDH en 2005 contre 8,14% en 2004).

Toutefois, la société DLM a connu une baisse plus ou moins brutale au cours de l'année d'introduction (de 19,26% en 2007 à 9,74% en 2008) résultante de l'augmentation des

capitaux propres (soit de 155,66% par rapport à l'année qui précède l'introduction). Au contrario, le résultat net s'est progressé positivement (+53,57% soit un résultat de 21 796 MDH en 2008 contre 14 193 MDH en 2007.

**B. Return On Equity (ROE)**

La rentabilité financière évaluée par le ROE et qui bénéfice aux seuls actionnaires résultat de deux facteurs essentiels : le niveau de la rentabilité économique d'une part, et le cout de la dette par le biais de l'effet de levier d'autre part.

Le premier facteur est facile à comprendre ; il mesure l'efficacité globale du capital immobilisé dans l'entreprise pour créer de nouvelles richesses et permettre par conséquent à l'entreprise de réaliser un profit.

Le second facteur est, en revanche, plus complexe, puisque le coût de la dette dépend à la fois du taux d'intérêt auquel l'entreprise a emprunté et de son taux d'endettement, rapportant ses dettes financières à ses fonds propres.

En effet, le taux d'intérêt à long terme est généralement inférieur au taux de rendement économique de l'entreprise, ce qui diminue la part du profit total que celle-ci devra payer sous forme d'intérêts à ses créanciers, le solde restant dans les mains des actionnaires. Or, cet écart de rémunération au détriment du créancier et à l'avantage de l'actionnaire sera d'autant plus élevé que le taux d'endettement de l'entreprise est élevé.

Le tableau ci-dessous illustre l'évolution de la rentabilité financière de chaque société:

**Tableau n° 4.11 : Evolution de la rentabilité financière durant la période (2004-2010)**

| | 2004 | 2005 | 2006 | 2007 | 2008 | 2009 | 2010 |
|---|---|---|---|---|---|---|---|
| **CRS** | 2,26% | 10,50% | 7,30% | 9,98% | 10,71% | 15,55% | 5,15% |
| **DLM** | 6,34% | 12,15% | 13,20% | 20,86% | 12,53% | 11,67% | 22,19% |
| **DARI** | 14,89% | 26,90% | 15,68% | 19,67% | 20,29% | 20,64% | 15,32% |

Source : Tableau élaboré par nos soins à partir des données de la BVC.

La rentabilité financière de la société DLM enregistre une tendance haussière allant de 6,34% en 2004 jusqu'à 20,86% en 2007, une évolution due à l'augmentation plus que proportionnelle du résultat net (313%) par rapport à l'augmentation des capitaux propres (26%) entre 2004 et 2007. Mais, suite à son introduction, la rentabilité connaitra une légère baisse (soit 12,53% et 11,67% respectivement en 2008 et 2009) avant d'atteindre son niveau le plus haut de la période (22,19%) en 2010.

Par ailleurs, après enregistré une rentabilité financière de 10,5% par la société CRS en 2005, cette dernière a connu une dégradation au cours de l'année d'introduction (2006) pour atteindre 7,30% due essentiellement à l'augmentation des capitaux propres (soit 30 604 MDH en 2005 contre 56 152 MDH en 2006). Apres l'année d'introduction, le rapport résultat Net / Capitaux propres commence à s'améliorer progressivement, passant de 9,98% en 2007, 10,71% en 2008, et 15,55% en 2009, pour ensuite chuter à 5,15% en 2010. Une détérioration remarquable de la rentabilité financière au cours de l'année 2010 (soit à peu pré le 1/3 par rapport à l'année précédente) due à la baisse brutale du résultat net (11 604 MDH en 2009 et 3 796 MDH en 2010).

La rentabilité financière la plus élevée enregistrée par les trois sociétés durant toute la période considéré, est celle de la société DARI (26,9% contre 14,89% en 2004) lors de son introduction en 2005. En revanche, les deux autres sociétés ont connu une baisse de leur rentabilité au moment d'introduction (de 10,5% à 7,3% en 2006 pour CRS et de 20,86% à 12,53% en 2008 pour DLM). Apres son introduction, la société DARI a connu un accroissement léger qui attendra 20,64% en 2009 précédé par une baisse en 2006 qui s'élève à 15,68%.

**C. Effet de levier financier**

L'effet de "Levier financier" va nous permettre de déterminer l'incidence de l'encadrement d'une PME sur la rentabilité de ses capitaux propres. Cet effet résulte de l'écart entre la rentabilité économique et le coût des dettes qui est amplifié par le taux d'endettement de l'entreprise.

Effet de Levier = Rf – Re = (Re – i) D / CP. D'où: Rf = Re + (Re – i) D / CP avec :

Rf : Taux de Rentabilité Financière;

Re : Taux de Rentabilité Economique;

i : Taux d'Intérêt des Dettes financières (charges financières / dettes de financement);

(Re – i) : le Levier financier;

D : Dettes Financières;

CP : Capitaux Propres;

D / CP : le Bras du Levier.

La rentabilité financière d'une entreprise est égale à sa rentabilité économique augmentée du différentiel entre le rendement des actifs et le coût moyen des dettes multiplié par le coefficient d'endettement.

En fait, l'effet de levier peut être positif ou négatif, selon le signe de la différence entre le taux de rentabilité économique et le taux d'intérêt des dettes (Re – i), le tableau ci-dessous nous permet de tracer l'évolution de cet écart:

**Tableau n° 4.12 : Evolution de l'écart ($R_e$ – i) durant la période (2004-2010)**

| | 2004 | 2005 | 2006 | 2007 | 2008 | 2009 | 2010 |
|---|---|---|---|---|---|---|---|
| **CRS** | 2,26% | 10,50% | 7,30% | 9,98% | 10,71% | 15,55% | 5,15% |
| **DLM** | 6,34% | 12,15% | 13,20% | 20,86% | 12,53% | 11,67% | 22,19% |
| **DARI** | 14,89% | 26,90% | 15,68% | 19,67% | 20,29% | 20,64% | 15,32% |

Source : Tableau élaboré par nos soins à partir des données de la BVC.

Le levier financier de la société CRS et DLM affiche des valeurs des valeurs négatives durant toute la période considérée. L'objectif visé par l'entreprise CRS de cette opération d'introduction en bourse en 2006 selon sa note d'information, était de financer en partie le programme d'investissement prévu par l'entreprise en fonds propres et limiter ainsi son niveau d'endettement (soit un endettement nul en 2009 et en 2010).

Contrairement à la société DLM, son niveau d'endettement connait une évolution exponentielle par rapport aux années qui précédent l'introduction en bourse (2008), soit une augmentation de 5 656 MDH en 2007 à 49 921 MDH en 2008 accompagnée d'une augmentation des fonds propres de 155,66% (173 967 MDH en 2008 contre 68 046 MDH en 2007).

Parallèlement, même si l'écart (Re – i) affiche des valeurs positives considérables (14,14%) suite à son introduction, la société DARI a connu aussi un désendettement progressif après l'année 2005 pour s'annuler en 2008. En 2009, un nouvel emprunt a était contracté par la société d'un montant important (soit 30 000 MDH).

## Conclusion du chapitre

L'analyse théorique qu'empirique montre que le problème de financement des entreprises marocaines est extrêmement complexe et qu'il est difficile d'édicter des règles générales de la dette. Le choix d'un mode de financement particulier dépend d'un grand nombre de facteurs qui doivent être pris en considération au moment de la décision.

Dans un contexte marqué par l'ouverture de l'économie marocaine sur le marché extérieur, le marché boursier est censé constituer une source de financement complémentaire, voir une alternative, permettant aux entreprises un meilleur ancrage dans la mondialisation.

Une enquête effectuée par Mustapha BENMAHANE montre que les entreprises marocaines sont mal informées des avantages que procure la bourse, tandis que certaines parmi elles ne connaissent même pas les conditions d'introduction en bourse (47% des entreprises d'un échantillon constitué de 76 entreprises enquêtées). 43% des entreprises ignorent également l'existence du nouveau marché créé en septembre 2000[154]. Ce déficit d'informations, associé aux conditions d'inscription à la cote, procédures et coûts d'introduction justifient sans doute le manque de papier qui caractérise la place casablancaise. Mais cette situation n'est pas imputable uniquement aux autorités. En effet, il s'avère que 60% des entreprises questionnées restent réticentes à l'ouverture du capital de l'entreprise à des tiers et / ou craignent le partage du contrôle. L'examen des différents comportements des entreprises en matière de financement a montré la dépendance des entreprises au système bancaire. Il s'agit donc d'une spécificité d'une économie d'endettement.

A cet égard, nous constatons que les reformes financières n'ont pas changé les pratiques financières des entreprises marocaines. Ces dernières ne tirent pas profit des opportunités de financement rendues possibles par le nouvel environnement financier et demeurent tributaires de la finance intermédiaire.

Certains facteurs extérieurs à l'entreprise continuent à entraver le développement des activités financières du type capital-risque:

- Absence de motivations réelles des banques à répondre à ces besoins;

- Faible développement d'un environnement financier adapté;

[154] Ce nouveau marché représente le troisième compartiment du marché boursier, créé pour répondre aux besoins financiers des entreprises principalement les PME/PMI et vise des entreprises œuvrant dans des nouvelles technologies.

- Faible rentabilité des financements aux PME au regard des risques encourus et des coûts de transaction.

Il existe d'autres éléments internes à l'entreprise qui viennent renforcer cette situation. Il s'agit, en particulier, des questions d'organisation interne propres aux entreprises marocaines notamment le manque d'ouverture aux tiers, la résistance à la transparence et l'organisation très centralisée autour du chef d'entreprise.

En outre on peut observer que la nouvelle régulation du crédit est encore dans une phase transitoire et ne donne pas tous les effets attendus, cela tient en fait qu'elle ne s'est pas accompagnée d'une adaptation suffisante du système financier en vue de maîtriser le coût de financement des entreprises et qu'elle s'applique dans un contexte réel encore déséquilibré.

L'analyse empirique des statistiques comptables des trois PME cotées à la bourse des valeurs de Casablanca affiche de bonnes performances en matière de rentabilité. Mais encore faut-il tenir compte des différences qui existent entre les stratégies suivies par chacune des trois entreprises et les objectifs visés par l'opération d'introduction.

En effet, la société CRS a vu son objectif atteint depuis son introduction en bourse notamment la réduction de son niveau d'endettement et l'accroissement de son autonomie financière. Ce qui n'est pas le cas pour les deux autres entreprises qui ont profité pleinement des augmentations du capital et des emprunts auprès des établissements de crédit[155].

En dépit du rôle qu'elles jouent dans le développement économique et social du Maroc, les PME souffrent des contraintes internes et externes qui pèsent sur leur décision d'investissement et sur leur stratégie de développement.

La levée de ces contraintes, notamment celles liées au financement externe, dépend du degré d'efficacité du système financier, jugé à travers sa capacité à fournir des capitaux au moindre coût possible et à mobiliser suffisamment de ressources en faveur des entreprises.

Pour réduire la vulnérabilité de ces entreprises en matière d'accès au crédit bancaire, les pourvoir publics ont mis en place un dispositif de mesures susceptibles d'élargir leurs sources de financement notamment la mise en place de lignes nationales et étrangères de crédits. De même, les conditions d'introduction à la bourse des valeurs de Casablanca ont été

[155] Soit un endettement de 30 000 MDH en 2009 contre 9 715 MDH en 2005 pour la société DARI, et de 48 064 MDH en 2009 contre 5 656 MDH en 2007 pour la société DLM.

suffisamment assouplies, à travers la création de nouveaux compartiments réservés à la PME, et la mise en place de nouveaux produits financiers.

Or, force et de constater, à travers l'échantillon choisi des PME cotées en bourse qu'il reste beaucoup à faire de la part de l'Etat et des bailleurs des fonds tant que ces entreprisses éprouvent toujours des besoins de financement et réclament une assistance financière accrue.

L'analyse de la situation financière de ces entreprises après leur introduction en bourse permet de dégager deux principales remarques:

- De bonnes performances en matière de rentabilité économique et financière; mais encore faut-il remarquer qu'il existe des différences significatives entre entreprises selon le type de trajectoire dans laquelle elles inscrivent leurs stratégies et selon la nature des caps que l'entreprise se propose de franchir. Tout d'abord, il importe de souligner qu'une rentabilité satisfaisante ne constitue pas un atout pour inciter les PME à s'engager dans une stratégie de croissance. Mais, elle constitue également un bon signal de leur crédibilité financière. Manifestement, le redressement de la rentabilité des PME répond à des objectifs financiers, notamment la restauration leur trésorerie pour se prémunir contre des chocs conjoncturels et se désendetter pour alléger leurs charges financières.

Le redressement de la situation financière de ces entreprises pendant la période d'étude considérée s'est traduit par un accroissement de leur endettement auprès des banques (c'est le cas notamment de DLM et DARI). Cet état de fait s'explique par une maturité de transparence atteinte par ces entreprises, obligées de par la loi de publier toutes les informations financières les concernant, et donc de corriger cette image négative des banques vis-à-vis des PME, souvent considérées comme des entreprises à risque d'insolvabilité élevé.

Ainsi au terme de ce chapitre nous pouvons dire que la performance financière et boursière de l'entreprise est considérée comme la mesure potentielle de la réussite d'une introduction en bourse. En effet, toute performance positive est associée à une hausse des prix et vis versa. En réalité, ce n'est pas le cas du fait qu'une baisse des cours ou une hausse des cours peut être temporaire et tributaire d'autres facteurs exogènes à l'entreprise.

# CHAPITRE 5 : ANALYSE FINANCIERE COMPARATIVE DES PME MAROCAINES COTEES EN BOURSE

## Introduction

L'introduction en bourse constitue un moyen de financement externe par lequel une entreprise peut lever des fonds en émettant des titres. L'opération d'introduction engage trois parties notamment les actionnaires d'origine, la société émettrice et l'agent introducteur. Chaque intervenant a ses propres objectifs. Les actionnaires sont plus préoccupés par le rendement immédiat qu'ils peuvent retirer de l'émission et par la probabilité d'augmentation des rendements futurs. Les agents introducteurs cherchent à retirer le maximum de l'opération en essayant de concilier leurs propres intérêts avec ceux de la société émettrice et des actionnaires. Pour la société émettrice, la présence en bourse ouvre principalement des opportunités nouvelles de financement par capitaux propres.

L'introduction en bourse représente pour certains chefs d'entreprise un outil de succès dans le monde des affaires. Et pour d'autres, la croissance et le besoin de capitaux supplémentaires construisent les mécanismes de la décision. Dans certains secteurs, mines et haute technologie, la cotation est un impératif pour les PME. Ces dernières ont également besoin d'un apport de capitaux pour réaliser leurs plans d'investissement.

L'objet de ce chapitre est d'étudier l'effet de la cotation sur les indicateurs de performance économiques, mesurés par des ratios financiers, des PME récemment introduites en bourse. Dans ce contexte, nous articulerons ce chapitre en quatre sections. La première a pour but de créer une base de données nécessaire pour effectuer cette analyse financière comparative entre les PME et les grandes entreprises cotées à la bourse. Ainsi, nous présentons dans un premier temps la méthodologie adoptée et dans un deuxième temps, nous exposons les PME et les grandes entreprises cotées constituant l'échantillon et les ratios financiers sélectionnés. La deuxième section sera consacrée à étudier les résultats des ratios de la solvabilité. La troisième section présentera l'analyse des résultats des ratios de la liquidité et de la trésorerie et la dernière section examinera les effets de la cotation sur les ratios de la rentabilité.

## Section 1 : Objectifs et méthodologique de la recherche

Pour procéder à cette analyse, nous présentons dans un premier point l'approche et la méthode du diagnostic financier, dans le deuxième point, nous abordons la présentation des PME et des

grandes entreprises sélectionnées et dans le dernier point, nous exposerons les indicateurs financiers retenus pour l'établissement de cette analyse descriptive et statistique.

## §1. L'approche et la méthode adoptée

L'approche choisie pour analyser l'incidence de la cotation en bourse des PME marocaines sur leurs santés financières est qualifiée de fonctionnelle et déductive, et cela pour plusieurs causes. En effet, l'approche fonctionnelle est centrée sur le fonctionnement économique de l'entreprise du fait qu'elle privilégie l'objet et la nature des ressources mises à la disponibilité de l'entreprise et les emplois qui ont été fait. C'est ainsi que les éléments de l'actif et de passif sont classés par nature en fonction du cycle de financement, d'investissement et d'exploitation et non plus par leurs échéances[156]; elle examine la contrainte de liquidité d'après la manière dont les ressources stables assurent la couverture du besoin en fonds de roulement et elle considère l'entreprise comme un portefeuille d'emplois et de ressource qui sera la traduction des choix de gestion du chef de l'entreprise.

Par ailleurs, deux grandes méthodes permettent de porter un jugement sur la santé financière de l'entreprise à savoir les indicateurs de performance financière mesurée par la méthode des ratios et la méthode des flux. Ces deux méthodes sont complémentaires puisque chacune complète les insuffisances de l'autre.

Un indicateur est instrument statistique qui permet d'observer et de mesurer un phénomène. C'est un outil du contrôle de gestion permettant de mesurer le niveau de performance atteint selon les critères d'appréciation définis. Selon Voyer (1999, p.64), un indicateur de performance est défini comme "une mesure liée à une valeur ajoutée, au rendement, aux réalisations et à l'atteinte des objectifs, aux résultats d'impact et aux retombes".

Afin de valider notre travail tout en essayant de répondre à notre problématique qui peut se résumer comme suit "L'événement de l'introduction en bourse entraine un effet favorable sur les indicateurs de performances financières des PME cotées à la bourse ?". On a jugé opportun d'appréhender dans ce chapitre une analyse financière comparative, basée sur un certain nombre de ratios financiers, entre trois PME et trois grandes entreprises qui sont, tous les six, cotées à la BVC.

[156] Hassan Darbane; op.cit ; p.79.

Cette analyse comparative des ratios financiers permet de remarquer si la cotation en bourse de ces entreprises et surtout des PME a été bénéfique sur la situation de leurs indicateurs de performances financières et donc de leurs santés financières.

## §2. Présentation des entreprises sélectionnées

Il convient de préciser que les méthodes utilisées pour étudier les caractéristiques financières des PME de notre échantillon est la statistique descriptive à partir de ratios financiers calculés sur une période de sept ans pour chaque société.

Le but escompté de notre travail est de contribuer à l'étude des incidences de l'introduction en bourse des entreprises sur leurs indicateurs de performance financières et pour observer éventuellement les changements du comportement financier notamment de la structure financière engendrés par le financement boursier des entreprises marocaines.

La période d'analyse s'étalera sur sept ans allant du 2005 au 2011. Cette période est déterminée après la création du troisième compartiment marché de croissance, crée en 2000, qui s'adresse aux entreprises à fort potentiel de croissance et qui besoin de capitaux importants pour financer leurs plans de développement.

Ce pendant, plusieurs difficultés ont été rencontrées pour constituer la population d'entreprises sujettes de notre étude:

- Absence d'une base de données complète des différentes entreprises cotées et surtout des PME;

- Le transfert de la propriété, durant la période d'analyse, de certaines entreprises publiques au privé par le biais des privatisations;

- Les firmes ayant connu au cours de la période d'études, d'importante restructuration de fusion et d'absorption biaisant gravement l'homogénéité des données disponibles ont été éliminées de l'échantillon;

- Nous n'avons pas tenu compte des entreprises radiées ainsi que celle nouvellement introduite à la cote officielle pendant la période d'analyse;

- Les sociétés dont l'activité principale semblait être se rapprocher d'un holding ont été exclues du champ de l'étude;

- Enfin, nous n'avons pas pris en considération les banques, les sociétés financières et les sociétés d'assurances et de réassurances dont la composition de la structure financière est différente de celle des sociétés industrielles et commerciales.

Par ailleurs, les entreprises retenues sont celles qui ont satisfait aux critères de sélections cités précédemment. Sur la base de ces derniers, l'échantillon se compose de six entreprises réparties comme suite, et ce à fin de procéder à une approche comparative entre les trois grandes entreprises du marché principal et les trois PME du marché de développement et celui de la croissance:

**Tableau n°5.1 : Description des entreprises sélectionnées**

| N° | **Abréviations** | **Titres** | **Secteurs** | **Compartiment** | **Date d'introduction en bourse** |
|---|---|---|---|---|---|
| **1** | LES | LESIEUR CRISTAL | Agroalimentaire | Marché Principal | 7/12/1972 |
| **2** | CSR | COSUMAR | Agroalimentaire | Marché Principal | 03/06/1985 |
| **3** | SID | SONASID | Bâtiment et construction | Marché Principal | 02/07/1996 |
| **4** | DRI | DARI COSPATE | Agroalimentaire | Marché Croissance | 11/07/2005 |
| **5** | CRS | CARTIER SAADA | Agroalimentaire | Marché Développement | 21/06/2006 |
| **6** | DLM | Delattre Levivier Maroc | Industrie métallurgique | Marché Développement | 29/04/2008 |

Source : Tableau élaboré à partir du site la BVC.

Il ne s'agit pas d'un échantillon représentatif de l'ensemble des entreprises commerciales et industrielles marocaines. Par contre, les conclusions que nous tirons de l'étude des données recueillies sur ces entreprises peuvent aisément être étendues aux autres entreprises cotées, et surtout pour celles, de même taille et de structure comparable. Les fiches techniques de ces entreprises sélectionnées sont obtenues à partir du site web de la bourse des valeurs de Casablanca:

**Informations sur la société LESIEUR CRISTAL**

| Raison sociale | LESIEUR CRISTAL |
|---|---|
| Ticker | LES |
| Siège social | 1 Rue Caporal Corbi BP: 3095 Roches Noir - Casablanca 20300 |
| Secteur d'activité | Agroalimentaire / Production |
| Commissaire aux comptes | ERNST & YOUNG / FIDAROC |
| GRANT | THORNTON |
| Date de constitution | 01/01/1940 |
| Compartiment | Marché Principal |
| Date d'introduction en bourse | 07/12/1972 |
| Durée de l'Exercice Social | 12 |

**Principaux actionnaires**

| | |
|---|---|
| OLEOSUD | 41,00 |
| DIVERS ACTIONNAIRES | 29,41 |
| CIMR | 6,24 |
| Groupe MCMA-MAMDA | 6,24 |
| WAFA ASSURANCE | 6,24 |
| CAISSE MAROCAINE DE RETRAITE (CMR) | 5,97 |
| CACEIS BANK LUXEMBOURG | 4,9 |
| Total | 100 |

| Chiffres clés | 2013 | 2014 | 2015 |
|---|---|---|---|
| Comptes consolidés | oui | oui | non |
| Capital social | 276 315 100,00 | 276 315 100,00 | 276 315 100,00 |
| Capitaux propres | 1 460 000 000,00 | 1 522 000 000,00 | 1 574 000 000,00 |
| Nombre titres | 27 631 510 | 27 631 510 | 27 631 510 |
| Chiffre d'Affaires | 4 117 000 000,00 | 3 819 000 000,00 | 3 985 000 000,00 |
| Résultat d'exploitation | 262 000 000,00 | 271 000 000,00 | 260 000 000,00 |
| Résultat net | 125 000 000,00 | 195 000 000,00 | 200 000 000,00 |

**Informations sur la société COSUMAR**

| Raison sociale | COSUMAR |
|---|---|
| Ticker | CSR |
| Siège social | 8. Rue El Mouatamid Ibnou Abbad. BP: 3098. Casablanca |
| Secteur d'activité | Agroalimentaire / Production |
| Commissaire aux comptes | Ernst & Young / Price Waterhouse |
| Date de constitution | 01/04/1929 |
| Compartiment | Marché Principal |
| Date d'introduction en bourse | 03/06/1985 |
| Durée de l'Exercice Social | 12 |

**Principaux actionnaires**

| | |
|---|---|
| WILMAR SUGAR HOLDINGS | 27,50 |
| DIVERS ACTIONNAIRES | 25,32 |
| CIMR | 12,81 |
| Groupe MCMA-MAMDA | 7,65 |
| WAFA ASSURANCE | 7,34 |
| RCAR | 6,99 |
| CAISSE MAROCAINE DE RETRAITE (CMR) | 4,42 |
| WILMAR SUGAR PTE | 4,00 |
| RMA Cap Dynamique | 1,54 |
| SAHAM ASSURANCE | 1,29 |
| AXA ASSURANCES MAROC | 0,97 |
| CELACO | 0,18 |
| Total | 100 |

| Chiffres clés | 2013 | 2014 | 2015 |
|---|---|---|---|
| Comptes consolidés | oui | oui | oui |
| Capital social | 41 910 570,00 | 41 910 570,00 | 419 105 700,00 |
| Capitaux propres | 3 586 000 000,00 | 3 794 600 000,00 | 4 012 300 000,00 |
| Nombre titres | 4 191 057 | 4 191 057 | 41 910 570 |
| Chiffre d'Affaires | 975 100 000,00 | 6 046 000 000,00 | 6 969 900 000,00 |
| Résultat d'exploitation | 993 200 000,00 | 1 001 800 000,00 | 1 040 800 000,00 |
| Résultat net | 628 700 000,00 | 639 900 000,00 | 641 900 000,00 |

**Informations sur la société SONASID**

| Raison sociale | SONASID |
|---|---|
| Ticker | SID |
| Siège social | Siège Social: N°2. El Aaroui- BP 551 à NADOR & Direction générale: Twin Center -Tour A - 18e Et. Bd Zerktouni à Casablanca |
| Secteur d'activité | Bâtiment et Matériaux de Construction |
| Commissaire aux comptes | Price Waterhouse Cooper / Ernest and Young |
| Date de constitution | 09/12/1974 |
| Compartiment | Marché Principal |
| Date d'introduction en bourse | 02/07/1996 |
| Durée de l'Exercice Social | 12 |

**Principaux actionnaires**

| | |
|---|---|
| Nouvelles Sidérurgies Industrielles | 64,86 |
| DIVERS ACTIONNAIRES | 19,62 |
| RCAR | 10,02 |
| CMR | 3,52 |
| WAFA ASSURANCE | 0,82 |
| MCMA | 0,67 |
| ATTIJARIWAFA BANK | 0,27 |
| MAMDA | 0,23 |
| Total | 100 |

| Chiffres clés | 2013 | 2014 | 2015 |
|---|---|---|---|
| Comptes consolidés | Oui | Oui | Oui |
| Capital social | 390 000 000,00 | 390 000 000,00 | 390 000 000,00 |
| Capitaux propres | 2 263 922 000,00 | 2 165 164 000,00 | 1 944 960 000,00 |
| Nombre titres | 3 900 000 | 3 900 000 | 3 900 000 |
| Chiffre d'Affaires | 4 704 643 000,00 | 4 254 038 000,00 | 3 529 292 000,00 |
| Résultat d'exploitation | 195 228 000,00 | 208 733 000,00 | -28 818 000,00 |
| Résultat net | 86 030 000,00 | 127 614 000,00 | -62 092 000,00 |

**Informations sur la société DARI COUSPATE**

| Raison sociale | DARI COUSPATE |
|---|---|
| Ticker | DRI |
| Siège social | 234 Parc Industriel Aviation - Salé 11000 |
| Secteur d'activité | Agroalimentaire / Production |
| Commissaire aux comptes | Cabinet BERRADA & Associés / SOFIGEX S.A.R.L |
| Date de constitution | 06/12/1994 |
| Compartiment | Marché Croissance |
| Date d'introduction en bourse | 11/07/2005 |
| Durée de l'Exercice Social | 12 |

**Principaux actionnaires**

| | |
|---|---|
| FAMILLE KHALIL | 70,58 |
| DIVERS ACTIONNAIRES | 29,42 |
| Total | 100,00 |

| Chiffres clés | 2013 | 2014 | 2015 |
|---|---|---|---|
| Comptes consolidés | Non | Non | Non |
| Capital social | 29 837 500,00 | 29 837 500,00 | 29 837 500,00 |
| Capitaux propres | 143 964 672,00 | 154 005 339,00 | 175 713 792,04 |
| Nombre titres | 298 375 | 298 375 | 298 375 |
| Chiffre d'Affaires | 406 023 000,00 | 441 373 405,00 | 524 975 372,91 |
| Résultat d'exploitation | 29 748 000,00 | 34 370 228,00 | 53 913 221,72 |
| Résultat net | 21 073 000,00 | 24 959 417,00 | 38 119 077,91 |

**Informations sur la société CARTIER SAADA**

| Raison sociale | CARTIER SAADA |
|---|---|
| Ticker | CRS |
| Siège social | 285-291 Nouvelle Zone Industrielle Sidi Ghanem - Marrakech |
| Secteur d'activité | Agroalimentaire / Production |
| Commissaire aux comptes | Abdellatif KABBAJ / Tijani ZAHIRI |
| Date de constitution | 01/01/1947 |
| Compartiment | Marché Développement |
| Date d'introduction en bourse | 21/06/2006 |
| Durée de l'Exercice Social | 12 |

**Principaux actionnaires**

| | |
|---|---|
| DIVERS ACTIONNAIRES | 19,85 |
| CARTIER Pierre | 16,79 |
| DEBBAGH Aicha | 11,60 |
| BENIDER OMAR | 11,28 |
| DEBBAGH Mounir Moulay Youssef | 10,96 |
| DEBBAGH Hassan | 10,12 |
| MAAROUF Aicha | 9,70 |
| DELIEUZE Alexandre | 9,70 |
| Total | 100 |

| Chiffres clés | 2013 | 2014 | 2015 |
|---|---|---|---|
| Comptes consolidés | Non | Non | Non |
| Capital social | 52 650 000,00 | 52 650 000,00 | 52 650 000,00 |
| Capitaux propres | 85 433 953,03 | 88 964 221,24 | 98 601 176,75 |
| Nombre titres | 5 265 000 | 5 265 000 | 5 265 000 |
| Chiffre d'Affaires | 111 007 051,81 | 126 418 576,00 | 133 768 533,50 |
| Résultat d'exploitation | 6 713 101,95 | 8 018 243,74 | 16 789 850,93 |
| Résultat net | 4 919 764,22 | 5 636 268,21 | 12 795 955,51 |

**Informations sur la société DLM**

| Raison sociale | DELATTRE LEVIVIER MAROC |
|---|---|
| Ticker | DLM |
| Siège social | Km 9 Route de Rabat 20 250 Aïn Sebaa Casablanca |
| Secteur d'activité | Ingénieries et Biens d'Equipement Industriels |
| Commissaire aux comptes | S.Saaidi et Associés / Fidumac |
| Date de constitution | 01/01/1951 |
| Compartiment | Marché Développement |
| Date d'introduction en bourse | 29/04/2008 |
| Durée de l'Exercice Social | 12 |

**Principaux actionnaires**

| | |
|---|---|
| Famille BOUVEUR | 50,01 |
| DIVERS ACTIONNAIRES | 15,96 |
| HAKAM ABDELLATIF FINANCE SA | 10,03 |
| SOFTGROUP | 10,00 |
| VIAUD Marie Elisabeth | 7,20 |
| ERIC CECCONELLO | 6,80 |
| Total | 100 |

| Chiffres clés | 2013 | 2014 | 2015 |
|---|---|---|---|
| Comptes consolidés | Oui | Oui | Oui |
| Capital social | 125 000 000,00 | 125 000 000,00 | 125 000 000,00 |
| Capitaux propres | 243 565 847,00 | 254 297 868,00 | 259 984 249,00 |
| Nombre titres | 1 250 000 | 1 250 000 | 1 250 000 |
| Chiffre d'Affaires | 436 000 000,00 | 746 646 301,00 | 1 036 027 569,00 |
| Résultat d'exploitation | 70 300 000,00 | 80 148 100,00 | 56 165 877,00 |
| Résultat net | 16 175 000,00 | 17 848 911,00 | 16 175 000,00 |

## §3. Choix des ratios financiers retenus

Le choix du nombre des ratios a été déterminé empiriquement. Il s'agissait d'éviter une multiplication de ratios financiers qui aurait abouti à une atomisation de l'échantillon et une trop grande agrégation qui aurait affaibli la cohésion des types dégagés et rendue l'interprétation difficile.

A partir de la base des comptes annuels des sociétés cotées dont nous disposons, il fallut constituer une batterie de ratios d'analyse financière, sous contrainte que l'information disponible permette de les calculer.

Un ratio est un rapport caractéristique entre deux grandeurs, il est choisi de telles manières qu'il ait une signification rationnelle pour étudier une situation ou une évolution.

Nous avons retenu 18 ratios permettant de rendre compte des spécificités économiques et financières des 6 entreprises composant notre échantillon. Chaque entreprise est caractérisée par la structure de la moyenne de ces ratios sur la période 2005-2011, ceci afin d'éliminer d'éventuels effets conjoncturels.

Les ratios financiers que nous avons choisis ont été regroupés en trois groupes avec deux précautions à prendre en considération. La première précaution est relative à ce que chacune des grandeurs rapprochées doit être suffisamment bien définie et la deuxième est liée à ce que les deux grandeurs choisies doivent être homogènes. Cependant l'élimination de certains ratios financiers peut résulter soit d'un manque d'informations pour pouvoir les déterminer ou bien d'une complémentarité des ratios non retenus.

## I. Les ratios de l'endettement

Les ratios de l'endettement rapportent un élément du bilan à un autre élément du bilan de même type (actif ou passif). Les ratios de structure du passif sont très importants car ils permettent d'analyser la structure de la dette de l'entreprise et les possibilités pour elle de financer son activité sous diverses formes. Les principaux ratios sont:

### A. Endettement total

Pour mesurer la structure interne de l'endettement, nous avons choisi le ratio de l'endettement total qui rapporte le total des dettes au total du passif, ce ratio traduit le degré d'indépendance financière de l'entreprise vis-à-vis des tiers, il permet également d'apprécier la probabilité de remboursement des créanciers en cas de liquidation de l'entreprise. Et il s'apprécie à partir du ratio: (Total des Dettes / Total du Passif) × 100.

### B. Poids d'endettement

Ce ratio mesure la part de l'EBE alloué aux charges financières. Il ne doit pas être trop élevé (ratio maximum à 40%). Plus ce ratio est élevé plus les charges financiers pèsent lourdement sur l'entreprise et moins il reste de place pour les investissements actuels (dotations aux amortissements) et futurs (résultat net de l'exercice)[157]. Ainsi, il s'apprécie à partir du ratio: (Charges Financières / E.B.E) × 100.

[157] Béatrice Meunier Rocher ; Op.cit ; page : 209.

**C. Autonomie financière**

Le ratio d'autonomie ou d'indépendance financière est obtenu par la relation suivante: (Capitaux Propres / Total Passif) × 100.

C'est un ratio à suivre régulièrement afin de mesurer la dépendance financière extérieure. Plus ce ratio est élevé, plus faible est l'endettement total relatif donc meilleure est la possibilité de recours à des crédits extérieurs.

En fait, il n'existe pas de règle en la matière. Mais l'orthodoxie financière et les normes bancaires recommandent un rapport supérieur à 100%. L'observation révèle que le nombre d'entreprises ont des niveaux d'endettement très supérieurs aux niveaux des capitaux propres[158].

Cet endettement excessif est d'autant plus favorisé que :

La fiscalité est plus favorable à la dette (la rémunération des emprunts est fiscalement déductible, alors que celle du capital ne l'a généralement pas);

L'effet levier lié à l'endettement conduit à favoriser le financement par emprunt dans la mesure où le taux d'intérêt est inférieur au taux rentabilité économique de l'investissement financé.

**D. Taux de solvabilité**

L'analyse de la solvabilité, à travers ce taux de solvabilité, consiste à évaluer dans une perspective de liquidation forcée, l'aptitude d'une entreprise à rembourser toutes ses dettes en réalisant l'ensemble de son actif. Cette évaluation intéressant principalement les prêteurs, se fait en déterminant l'actif net: (Capitaux Propres et Assimilés / Total Bilan) × 100.

**E. Rémunération des banques**

Parmi les ratios de répartition de la valeur ajoutée, qui permettent de cerner immédiatement les acteurs principaux de l'entreprise, on peut citer notamment le ratio suivant: (Charges Financières / Valeur Ajoutée) × 100.

Ce ratio permet d'indiquer les charges d'endettement de l'entreprise. Il mesure la part de la valeur ajoutée consacrée aux services des capitaux empruntés.

[158] Anne-Marie KEISER, "Gestion Financière", 2ème tirage, Edition ESKA, 2000; page: 176.

## II. Les ratios de liquidité et de trésorerie

Le souci le plus immédiat des dirigeants d'entreprises est d'assurer la liquidité de leur affaire, c'est-à-dire de se ménager la possibilité de faire face à leurs obligations dont l'échancre est la plus proche.

Dans cette optique l'analyse de l'équilibre de l'entreprise financier conduit à se poser trois questions[159] :

- La première question a trait à mesurer la capacité de l'entreprise à rembourser ses dettes les plus exigibles à partir de la liquidation de ses actifs les plus disponibles;

- La deuxième question concerne l'appréciation de la liquidité des éléments de l'actif hors stocks dont la liquidité est incertaine;

- La troisième question renvoie à l'étude de la part des dettes à très court terme qui pourraient être instantanément remboursées par prélèvement sur l'encaisse déjà disponible.

### A. Ratio de la liquidité générale

Il mesure la capacité de l'entreprise à rembourser ses dettes les plus exigibles à partir de la liquidation de ses actifs disponibles.

Ratio de Liquidité Générale = (Actifs à moins d'un an / Passif à moins d'un an) × 100.

Les actifs à moins d'un an comprennent les stocks, les créances clients et les autres créances et liquidités. Le passif à moins d'un an comprend l'ensemble des dettes dont l'échéance est à moins d'un an. Ce ratio doit être largement supérieur à 100%, compte tenu des degrés de liquidités très divers des actifs à moins d'un an, au sens de leur capacité de se transformer rapidement en moyen de paiement.

### B. Ratio de la liquidité réduite

Ce ratio rapporte les actifs à moins d'un an les stocks dont la liquidité est incertaine au passif exigible à court terme. Il corrige le précédent en prenant en compte le caractère peu liquide de certains stocks.

Ratio de Liquidité Réduite = (Actifs à moins d'un an hors stocks / Passif à moins d'un an) × 100.

[159] Alain MARION ; "Analyse financière : concepts et méthodes"; Op.cit ; p.124.

### C. Ratio de la liquidité immédiate

Ce ratio indique la part des dettes à très court terme qui pourraient être instantanément remboursées par prélèvement sur l'encaisse déjà disponible, ce ratio est mesuré par le rapport suivant:

Ratio de Liquidité Immédiate = (Disponibilités/ Dettes à moins d'un an) × 100.

Une valeur élevée de ce ratio peu être analysée comme le signe d'une utilisation peu performante des liquidités dont une part élevée de ce ratio ne suffit pas à garantir des conditions favorables de solvabilités si les autres actifs circulants sont peu liquides. Par contre, une valeur faible de ce ratio au contraire s'avère parfaitement compatible avec le maintien de la solvabilité si les autres circulants sont peu liquides.

### D. Ratio du fonds de roulement fonctionnel

Le fonds de roulement fonctionnel est égal à la différence entre les financements permanents et l'actif immobilisé. Il est en effet souhaitable que les besoins structurels d'une entreprise (investissements) soient couverts par des financements ayant le même caractère de stabilité, on minimise ainsi le risque d'attente à la survie de l'entreprise par remise en cause de ses financements à court terme.

En principe, le fonds de roulement fonctionnel doit être positif ; ainsi pour une entreprise industrielle ayant un cycle de production et de commercialisation d'une durée moyenne et des contraintes de stockage elles aussi moyennent, le fonds de roulement fonctionnel devrait atteindre au moins 10% du chiffre d'affaires annuel et 20% de l'actif circulant hors trésorerie.

Le ratio du Fonds du Roulement fonctionnel est mesuré par le rapport suivant :

Le ratio du Fonds du Roulement fonctionnel = Fonds du roulement Fonctionnel / Financement Permanent) × 100.

Il indique la part des financements permanents sur le fonds du roulement fonctionnel.

## III. Les ratios de la gestion et de la rentabilité

L'activité d'une entreprise est basée sur les principes simples suivants[160]:

- Produire ou vendre nécessite des moyens économiques;

- Les moyens économiques requièrent des moyens financiers;

[160] Samira RIFKI ; Abdessadeq SADQI ; op.cit ; p.143.

- Tous les moyens permettent d'atteindre un niveau d'activité (Production, Chiffre d'Affaires, Valeur Ajoutée);

- Ce niveau d'activité permet de générer des résultats (Excédent Brut d'exploitation ; Rentabilité Economique ; rentabilité Financière ;…);

- Ces résultats s'apprécient par rapport à ces moyens à travers la Rentabilité Economique (Résultat / Moyens Economiques) et la Rentabilité Financière (Résultat / Moyens Financiers).

Par de très nombreux indicateurs permettent de suivre l'évolution de l'exploitation et de la gestion de l'entreprise. En effet, les données comptables peuvent être comparées entre elles ou associées à des données du système d'information pour déterminer toutes sortes de ratios économiques.

Les ratios de gestion et de la rentabilité les plus utilisés sont:

**A. Ratio de la croissance du chiffre d'affaires**

L'évolution dans le temps de la croissance du chiffre d'affaires est mesurée sous la forme suivante: [(Chiffre d'Affaires (n) – Chiffre D'affaires (n-1) / Chiffre D'affaires (n-1)] × 100.

**B. Ratio de la Croissance de la Valeur Ajoutée**

Ce ratio mesure la croissance de la valeur ajoutée dans le temps, il est déterminé de la façon suivante: [(Valeur Ajoutée (n) – Valeur Ajoutée (n-1) / Valeur Ajoutée (n-1)] × 100.

**C. Ratio de la croissance de l'excédent brut d'exploitation**

Ce ratio permet de mesurer la croissance de l'excédent brut d'exploitation dans le temps. Il est calculé de la manière suivante: [(Excèdent Brut d'Exploitation (n) – Excèdent Brut d'Exploitation (n-1) / Excèdent Brut d'Exploitation (n-1)] × 100.

**D. Ratio du taux de la valeur ajoutée**

Ce ratio est l'instrument de mesure du degré d'intégration de l'entreprise. Il est surtout utilisé dans les entreprises industrielles.

Il permet d'établir une distinction entre le cout des facteurs de production externes et ceux de l'entreprise à elle-même mis en œuvre (Valeur Ajoutée).

Il est possible de le mesurer par la relation suivante: (Valeur Ajoutée / Chiffre d'Affaires) × 100.

**E. Ratio du taux de l'excèdent brut d'exploitation**

Il mesure le niveau relatif du résultat, indépendamment de la politique financière, de la politique d'investissement, de l'incidence de la fiscalité et de l'incidence des éléments exceptionnels.

Il est possible de le calculer par le rapport suivant: (Excèdent Brut d'Exploitation / Chiffre d'Affaires) × 100.

**F. Ratio du taux de la marge d'exploitation**

Cet indicateur renseigne sur la performance des opérations d'exploitation de l'entreprise indépendamment de sa politique financière, des éléments exceptionnels et de la fiscalité.

Il peut être déterminé de la manière suivante: (Résultat d'Exploitation / Chiffre d'Affaires) × 100.

**G. Ratio du taux de la rentabilité économique**

La rentabilité d'exploitation mesure l'efficacité de l'outil économique utilisé par l'entreprise pour son exploitation courante. L'intérêt de la rentabilité économique est de pouvoir isoler les seules performances de l'appareil productif, indépendamment des modes de financement retenus par l'entreprise.

Il est possible de le mesurer par le rapport suivant: [(Résultat d'Exploitation / Chiffre d'Affaires hors trésorerie) × (Chiffre d'Affaires / Actif Economique)] × 100.

**H. Ratio de la rentabilité financière**

Il correspond au taux de rémunération globale revenant potentiellement aux fonds propres.il mesure la capacité de l'entreprise à servir un résultat à ses actionnaires.

Il peut être mesuré de la forme suivante: (Résultat Net / Capitaux Propres) × 100.

Les ratios financiers retenus avec leurs mesures de cette analyse, dont la source est établie d'après l'étude effectuée sur l'échantillon, sera présenté dans le tableau suivant:

**Tableau n°5.2 : Les ratios retenus avec leurs mesures**

| codes | Définition des Ratios | Mesure des Ratios |
|---|---|---|
| **Groupe N°1 : Ratios d'Endettement** | | |
| TEND | Endettement Total | (Total des Dettes / Total du Passif)x100 |
| PEND | Poids de l'Endettement | (Charges Financiers / EBE)x100 |
| AUF | Autonomie Financière | (Capitaux Propres / Total Passif)x100 |
| TAUS | Taux de Solvabilité | (Capitaux Propres et Assimilés / Total Bilan)x100 |
| REMBQ | Rémunération des Banques | (Charges Financières /V.A)x100 |
| **Groupe N°2 : Ratios Liquidité et de la Trésorerie** | | |
| LIQG | Ratios de Liquidité Générale | (Actif à moins d'un an / Dettes à moins d'un an)x100 |
| LIQR | Ratios de Liquidité Réduite | (Actifs à Court Terme hors stocks / Dettes à Court Terme)x100 |
| LIQI | Ratios Liquidité Immédiate | (Disponibilités / Dettes à moins d'un an)x100 |
| FRF | Fonds du Roulement Fonctionnel | Financement Permanent - Actif Immobilisé |
| RFRF | Ratio du Fonds du Roulement Fonctionnel | (Fonds du Roulement Fonctionnel / Financement Permanent)x100 |
| **Groupe N°3 : Ratios de la Gestion et de la Rentabilité** | | |
| CRCA | Croissance du Chiffre d'Affaires | [CA (n) - CA (n-1) / CA (n-1)]x100 |
| CRVA | Croissance de la V.A | [V.A (n) - V.A (n-1) / V.A (n-1)]x100 |
| CREBE | Croissance E.B.E | [E.B.E (n) - E.B.E (n-1) / E.B.E (n-1)]x100 |
| TAUVA | Taux de la V.A | (V.A / C.A)x100 |
| TAUEBE | Taux de l'E.B.E | (E.B.E / C.A)x100 |
| TAUMEX | Taux de Marge d'Exploitation | [Résultat d'Exploitation / C.A (H.T)]x100 |
| TAURE | Taux de la rentabilité Economique | (Résultat d'Exploitation / Actif Economique)x100 |
| RENF | Rentabilité Financière | (Résultat Net / Capitaux Propres)x100 |

Source : Tableau élaboré par nos soins.

Après avoir défini les ratios susceptibles d'une analyse statistique, nous présentons à présent ses résultats.

## Section 2 : Analyse de l'endettement de la liquidité et de la trésorerie

Dans cette section, on va essayer, dans un premier temps, d'analyser les ratios d'endettement des PME sélectionnées et, dans un second temps, de procéder à une analyse des résultats des ratios de liquidité et de la trésorerie.

## §1. Analyse des résultats des ratios de l'endettement

Au sein de ce paragraphe, on va tenter, dans un premier temps, d'analyser les ratios d'endettement des PME sélectionnées et, dans un deuxième temps, de procéder à une comparaison des PME aux grandes entreprises de même secteur.

### I. CARTIER SAADA : CRS

En principe, l'entrée en bourse doit permettre à l'entreprise de réduire son endettement. Dans ce qui suit, nous vérifierons ce postulat à travers les résultats de sept années de fonctionnement en bourse de trois PME.

#### A. Premier groupe : Les ratios de l'endettement

Les résultats de l'étude statistique peuvent être synthétisés dans le tableau:

**Tableau n°5.3 : Evolution des ratios de l'endettement (en %)**

| Années | 2005 | 2006 | 2007 | 2008 | 2009 | 2010 | 2011 |
|---|---|---|---|---|---|---|---|
| Endettement Total | 57,81 | 35,59 | 39,39 | 43,67 | 27,08 | 39,18 | 39,34 |
| Poids de l'Endettement | 22,33 | 19,52 | 15,62 | 11,23 | 9,45 | 11,56 | 11,21 |
| Autonomie Financière | 42,19 | 64,41 | 60,61 | 67,34 | 63,78 | 60,82 | 60,66 |
| Taux de Solvabilité | 42,19 | 64,41 | 60,61 | 67,34 | 63,78 | 60,82 | 60,66 |
| Rémunération des Banques | 12,18 | 10,10 | 8,42 | 7,24 | 5,42 | 7,12 | 6,83 |

Source : D'après l'étude effectuée sur l'échantillon.

#### 1. Ratio de l'endettement total

Le premier constat qui ressort de l'analyse du tableau de l'évolution du ratio de l'endettement total est celui de l'année 2008 qui a enregistré la plus forte augmentation du ratio 43,67%. Après ces trois années de baisse régulière, ce ratio a connu une chute en 2009 à 27,08%, pour

enregistrer par la suite une augmentation respectivement de 39,18% en 2010 et 39,34% en 2011.

Par ailleurs, la courbe de tendance linéaire a retracé en général une faible baisse du ratio de l'endettement total.

**2. Ratio du poids de l'endettement**

L'étude du tableau de l'évolution du ratio du poids d'endettement a montré une très forte diminution entre les années 2005 et 2009 qui ont enregistré respectivement 22,33 % et 9,45%. Apres cette chute spectaculaire, ce ratio a connu une faible augmentation qui ne dépasse pas 11% au cours des années 2010 et 2011.

Toutefois, la courbe de tendance linéaire a montré en général une forte diminution du ratio du poids de l'endettement.

**3. Ratio de l'autonomie financière**

L'examen du tableau de l'évolution du ratio de l'autonomie financière a exposé une plus forte augmentation de 67,34% en 2008 et une faible diminution durant les années 2009, 2010 et 2011 respectivement de 63,78%, 60,82% et 60,66%.

Toutefois, la courbe de tendance linéaire affiche en général une légère progression du ratio de l'autonomie financière, ce qui représente une bonne situation financière après son introduction en bourse.

**4. Ratio du taux de solvabilité**

L'analyse du tableau de l'évolution du taux de solvabilité a montré une plus forte augmentation de 67,34% en 2008 et une faible diminution durant les années 2009, 2010 et 2011 respectivement 63,78%, 60,82% et 60,66%.

Par ailleurs, la courbe de tendance linéaire indique en général une légère progression du ratio du taux de solvabilité ce qui représente une amélioration de la solvabilité de cette PME cotée en bourse.

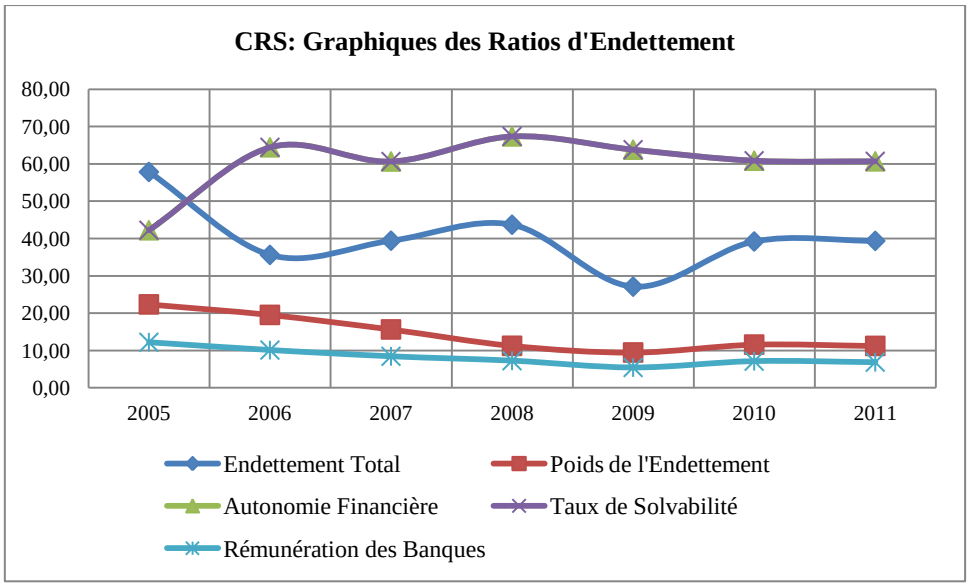
**5. Ratio de la rémunération des banques**

L'étude du tableau de l'évolution du ratio de la rémunération des banques a montré une très forte baisse de 5,42% en 2009. Après cette année, ce ratio a connu une faible augmentation qui ne dépasse pas 7% au cours des années 2010 et 2011.

Toutefois, la courbe de tendance linéaire expose en général une forte diminution du ratio de la rémunération des banques, ce qui montre la réduction des charges d'endettement bancaires de la PME.

Globalement, l'évolution des courbes de tendance linéaire de ces cinq ratios d'endettement montre une amélioration de la situation financière de cette PME par la réduction des ratios d'endettement. Et cela peut être schématisé par le graphique suivant:

**Graphique n°5.1 : Evolution des ratios de l'endettement (en %)**




Source : D'après l'étude effectuée sur l'échantillon.

L'approximation par la méthode des moindres carrées a donné les coefficients angulaires et de corrélations suivant:

**Tableau n°5.4 : Coefficients d'ajustement**

| Ratios | | Agroalimentaire CRS | |
|---|---|---|---|
| | | R | a |
| Endettement | Endettement Total | -0,50 | -2,16 |
| | Poids de l'Endettement | -0,88 | -1,98 |
| | Autonomie Financière | 0,48 | 1,84 |
| | Taux de Solvabilité | 0,48 | 1,84 |
| Charges d'Endettement | Rémunération des Banques | -0,85 | -0,89 |

Source : D'après l'étude effectuée sur l'échantillon.

Le premier constat qui ressort de l'analyse de ce tableau en dessus est celui d'une réduction très importante des ratios de l'endettement total, des poids de l'endettement et des charges d'endettement représentés par la rémunération des banques. Par contre, on constate une progression des ratios de l'autonomie financière et celui du taux de solvabilité. Toutefois, les coefficients de corrélation, par leur niveau plus proche de 1, confirment nettement ce constat.

**B. Comparaison des coefficients d'ajustement entre CRS et COSUMAR**

Cette comparaison entre CRS et COSUMAR sera réalisée pour les ratios de l'endettement. La comparaison avec une grande entreprise du même secteur est donnée par le tableau suivant:

**Tableau n°5.5 : Comparaison des coefficients d'ajustement**

| Ratios | | Agroalimentaire | | | |
|---|---|---|---|---|---|
| | | COSUMAR | | CRS | |
| | | R | a | R | a |
| Endettement | Endettement Total | -0,76 | -0,52 | -0,50 | -2,16 |
| | Poids de l'Endettement | -0,30 | -0,33 | -0,88 | -1,98 |
| | Autonomie Financière | 0,89 | 1,04 | 0,48 | 1,84 |
| | Taux de Solvabilité | 0,76 | 0,52 | 0,48 | 1,84 |
| Charges d'Endettement | Rémunération des Banques | -0,36 | -0,28 | -0,85 | -0,89 |

Source : D'après l'étude effectuée sur l'échantillon.

L'analyse comparative des ratios d'endettement en la PME CRS et la grande entreprise COSUMAR montre clairement une amélioration plus importante de l'endettement du CRS par rapport au COSUMAR.

Concernant les ratios de l'endettement total, du poids de l'endettement et de la rémunération des banques, la PME CRS a enregistré une diminution plus importante que la grande entreprise COSUMAR avec des coefficients de corrélation de CRS plus proche de 1 confirmant ce constat. S'agissant du ratio du taux de solvabilité et de l'autonomie financière, la PME CRS a évolué plus positivement que COSUMAR.

Généralement, Cette comparaison indique clairement que la situation de l'endettement du PME s'est améliorée par rapport à la grande entreprise, cela peut être dû à son introduction au marché boursier.

## II. DELATTRE LEVIVIER Maroc : DLM

En principe, l'entrée en bourse doit permettre à l'entreprise de réduire son endettement. Dans ce qui suit, nous vérifierons ce postulat à travers les résultats de sept années de fonctionnement en bourse de trois PME.

### A. Premier groupe : Les ratios de l'endettement

Les résultats statistiques de ce groupe de ratios peuvent être résumés dans le tableau :

**Tableau n°5.6 : Evolution des ratios de l'endettement (en %)**

| Années | 2005 | 2006 | 2007 | 2008 | 2009 | 2010 | 2011 |
|---|---|---|---|---|---|---|---|
| Endettement Total | 90,73 | 91,59 | 91,22 | 83,31 | 81,44 | 74,39 | 74,16 |
| Poids de l'Endettement | 33,58 | 34,28 | 34,32 | 27,29 | 27,21 | 117,54 | 23,89 |
| Autonomie Financière | 9,27 | 8,41 | 8,53 | 16,69 | 18,56 | 25,61 | 25,84 |
| Taux de Solvabilité | 9,27 | 8,41 | 8,53 | 16,69 | 18,56 | 25,61 | 25,84 |
| Rémunération des Banques | 7,59 | 10,71 | 10,96 | 9,37 | 8,21 | 10,86 | 6,84 |

Source : D'après l'étude effectuée sur l'échantillon.

#### 1. Ratio de l'endettement total

Il ressort de ce tableau que le ratio de l'endettement a enregistré une diminution régulière au cours de ces années étudiées allant de 90,73% en 2005 à 74,16 % en 2011.

Par ailleurs, la courbe de tendance linéaire a retracé en général une faible baisse du ratio de l'endettement total.

#### 2. Ratio du poids de l'endettement

L'évolution du ratio du poids d'endettement montre une très forte diminution entre les années 2005 et 2009 en passant respectivement 33,58 % et 27,21%. Après cette chute, ce ratio a connu une forte augmentation pour atteindre 117,54% au cours de l'année 2010, puis une forte baisse pour atteindre 23,89% en 2011.

En général, la courbe de tendance linéaire a connu une augmentation. Cela peut être expliqué par l'effet de l'année 2010.

**3. Ratio de l'autonomie financière**

Durant les trois premières années, ce ratio a inscrit une faible diminution en passant de 9,27% en 2005 à 8,53% en 2006. Pour enregistrer en moyenne, à partir de 2007, un accroissement de 19%.

Toutefois, la courbe de tendance linéaire affiche en général une bonne progression du ratio de l'autonomie financière, ce qui représente une bonne situation financière après son introduction en bourse.

**4. Ratio du taux de solvabilité**

L'évolution du taux de solvabilité a gardé même niveau d'évolution que celui du ratio de l'autonomie financière.

Par ailleurs, la courbe de tendance linéaire indique en général une légère progression du ratio du taux de solvabilité ce qui représente une amélioration de la solvabilité de cette PME cotée en bourse.

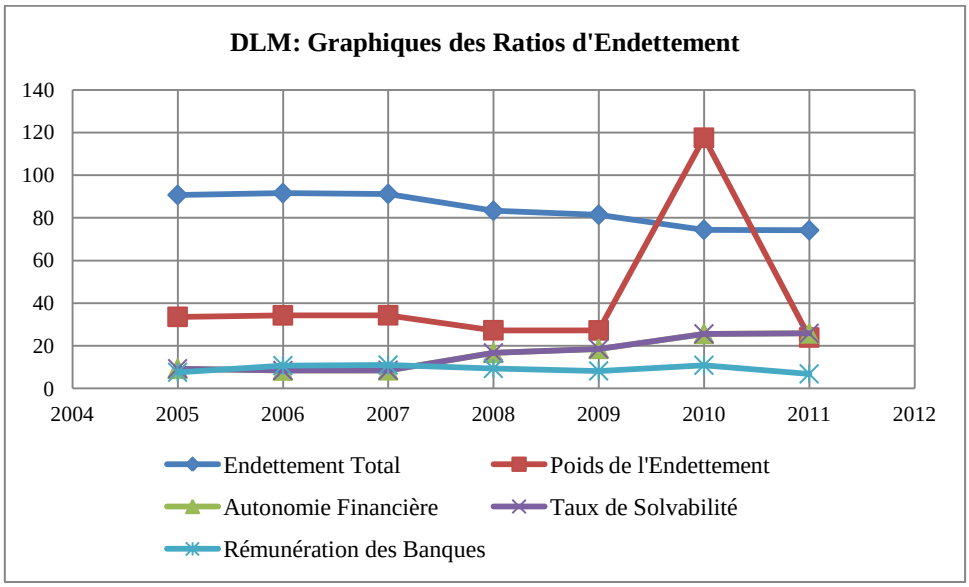
**5. Ratio de la rémunération des banques**

L'étude du tableau de l'évolution du ratio de la rémunération des banques indique une augmentation allant de 7,59% en 2005 à 10,71% en 2006. Et à partir de 2007, ce ratio a baissé en passant de 10,96% à 8,21% en 2009. Après cette dernière, ce ratio a connu une croissance de 10,86% en 2010, puis un affaiblissement pour attendre 6,84.

Toutefois, la courbe de tendance linéaire expose en général une faible diminution du ratio de la rémunération des banques, ce qui montre la réduction des charges d'endettement bancaires de la PME.

Globalement, l'évolution des courbes de tendance linéaire de ces cinq ratios d'endettement montre une amélioration de la situation financière de cette PME par la réduction des ratios d'endettement. Et cela peut être schématisé par le graphique suivant:

**Graphique n°5.2 : Evolution des ratios de l'endettement (en %)**




Source : D'après l'étude effectuée sur l'échantillon.

L'estimation par la méthode des moindres carrées a donné les coefficients angulaires et de corrélations suivant:

**Tableau n°5.7 : Coefficients d'ajustement**

| Ratios | | Agroalimentaire DLM | |
|---|---|---|---|
| | | R | a |
| Endettement | Endettement Total | -0,95 | -3,35 |
| | Poids de l'Endettement | 0,30 | 4,65 |
| | Autonomie Financière | 0,94 | 3,36 |
| | Taux de Solvabilité | 0,94 | 3,36 |
| Charges d'Endettement | Rémunération des Banques | -0,21 | -0,17 |

Source : D'après l'étude effectuée sur l'échantillon.

L'analyse de ce tableau en dessus a permis d'enregistrer une diminution importante des ratios de l'endettement total et des charges d'endettement représentés par la rémunération des banques. Par contre, on constate une progression des ratios de l'autonomie financière, du taux de solvabilité et celui du poids de l'endettement. Toutefois les coefficients de corrélation, par leur niveau plus proche de 1, confirment nettement ce constat.

### B. Comparaison des coefficients d'ajustement entre DLM et SONASID

Cette comparaison entre DLM et SONASID sera réalisée pour les ratios de l'endettement. La comparaison avec une grande entreprise du même secteur est donnée par le tableau suivant:

**Tableau n°5.8 : Comparaison des coefficients d'ajustement**

| Ratios | | Construction | | | |
|---|---|---|---|---|---|
| | | SONASID | | DLM | |
| | | R | a | R | a |
| Endettement | Endettement Total | 0,46 | 1,61 | -0,95 | -3,35 |
| | Poids de l'Endettement | 0,56 | 3,25 | 0,30 | 4,65 |
| | Autonomie Financière | -0,79 | -2,55 | 0,94 | 3,36 |
| | Taux de Solvabilité | -0,90 | -3,34 | 0,94 | 3,36 |
| Charges d'Endettement | Rémunération des Banques | 0,58 | 1,78 | -0,21 | -0,17 |

Source : D'après l'étude effectuée sur l'échantillon.

L'analyse de ce tableau comparative des ratios d'endettement entre la PME DLM et la grande entreprise SONASID indique clairement une amélioration de la situation de l'endettement du DLM par rapport au SONASID. Concernant les ratios de l'endettement total, du poids de l'endettement et de la rémunération des banques, la PME DLM a enregistré une diminution plus importante que la grande entreprise SONASID avec des coefficients de corrélation de DLM plus proche de 1 surtout pour le ratio de l'endettement total. S'agissant du ratio du taux de solvabilité et de l'autonomie financière, la PME DLM a évolué d'une façon très positive que SONASID, cette évolution favorable du PME a été prouvée par les coefficients de corrélation.

Généralement, Cette comparaison indique clairement que la situation de l'endettement du PME s'est améliorée par rapport aux grandes entreprises, cela peut être dû à son introduction au marché boursier.

## III. DARI COUSPATE : DARI

En principe, l'entrée en bourse doit permettre à l'entreprise de réduire son endettement. Dans ce qui suit, nous vérifierons ce postulat à travers les résultats de sept années de fonctionnement en bourse de trois PME.

### A. Premier groupe : Les ratios de l'endettement

Les résultats de l'étude statistique peuvent être synthétisés dans le tableau suivant:

**Tableau n°5.9 : Evolution des ratios de l'endettement (en %)**

| Années | 2005 | 2006 | 2007 | 2008 | 2009 | 2010 | 2011 |
|---|---|---|---|---|---|---|---|
| **Endettement Total** | 30,74 | 27,33 | 27,78 | 30,41 | 42,92 | 36,62 | 36,77 |
| **Poids de l'Endettement** | 4,38 | 3,07 | 1,37 | 1,62 | 1,36 | 9,40 | 5,63 |
| **Autonomie Financière** | 64,23 | 69,64 | 68,31 | 69,59 | 57,08 | 63,38 | 62,25 |
| **Taux de Solvabilité** | 69,26 | 72,67 | 72,22 | 69,59 | 57,08 | 63,38 | 62,25 |
| **Rémunération des Banques** | 3,45 | 2,32 | 1,00 | 1,32 | 1,10 | 6,77 | 3,99 |

Source : D'après l'étude effectuée sur l'échantillon.

### 1. Ratio de l'endettement total

Le premier constat qui ressort de l'analyse du tableau de l'évolution du ratio de l'endettement total est celui de l'année 2009 qui a inscrit la plus forte augmentation du ratio 42,92%. Après ces quatre années de baisse régulière, ce ratio a diminué de 36,62% en 2010, pour enregistrer par la suite une faible augmentation de 9,40% en 2010, suivit d'une baisse de 5,63% en 2011.

Par ailleurs, la courbe de tendance linéaire a retracé en général une faible augmentation du ratio de l'endettement total.

### 2. Ratio du poids de l'endettement

L'étude du tableau de l'évolution du ratio du poids d'endettement a montré une très forte diminution entre les années 2005 et 2009 qui ont enregistré respectivement 22,33 % et 9,45%. Après cette chute spectaculaire, ce ratio a connu une augmentation qui ne dépasse pas 11% au cours des années 2010 et 2011.

Toutefois, la courbe de tendance linéaire a montré en général une forte augmentation du ratio du poids de l'endettement.

### 3. Ratio de l'autonomie financière

L'examen du tableau de l'évolution du ratio de l'autonomie financière a exposé une plus forte augmentation de 69,64% en 2006 et une forte diminution de 57,08% en 2009.

Toutefois, la courbe de tendance linéaire affiche en général une légère baisse du ratio de l'autonomie financière, ce qui représente une mauvaise situation financière après son introduction en bourse.

### 4. Ratio du taux de solvabilité

L'analyse du tableau de l'évolution du taux de solvabilité a montré une plus forte augmentation de 72,67% en 2006 et la plus forte diminution de 57,08% en 2009.

Par ailleurs, la courbe de tendance linéaire indique en général un léger affaiblissement du ratio du taux de solvabilité ce qui représente une détérioration de la solvabilité de cette PME cotée en bourse.

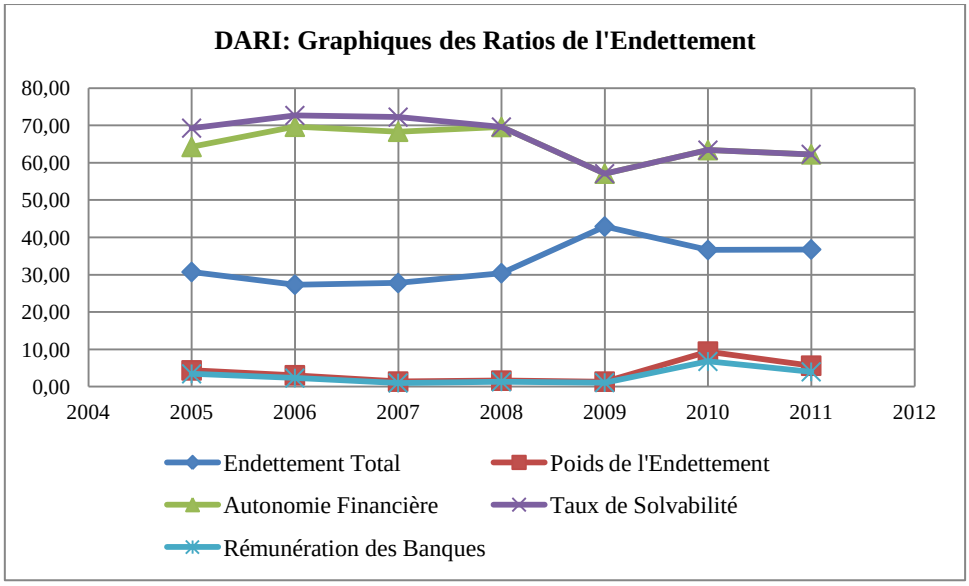
### 5. Ratio de la rémunération des banques

L'étude du tableau de l'évolution du ratio de la rémunération des banques a montré une très forte baisse de 1% en 2009. Après cette année, ce ratio a connu une forte augmentation qui ne dépasse pas 6% en 2010.

Toutefois, la courbe de tendance linéaire expose en général une forte augmentation du ratio de la rémunération des banques, ce qui montre l'accroissement des charges d'endettement bancaires de la PME.

Globalement, l'évolution des courbes de tendance linéaire de ces cinq ratios d'endettement montre une détérioration de la situation financière de cette PME. Cela peut être expliqué d'une part, par l'augmentation des ratios de l'endettement total, du poids d'endettement et des charges d'endettement et d'autre part par la diminution des ratios de l'autonomie financière et de la solvabilité et cela peut être schématisé par le graphique suivant:

**Graphique n°5.3 : Evolution des ratios de l'endettement (en %)**




Source : D'après l'étude effectuée sur l'échantillon.

L'approximation par la méthode des moindres carrées a donné les coefficients angulaires et de corrélations suivant:

**Tableau n°5.10 : Coefficients d'ajustement**

| Ratios | | Agroalimentaire | |
|---|---|---|---|
| | | DARI | |
| | | R | a |
| Endettement | Endettement Total | 0,70 | 1,85 |
| | Poids de l'Endettement | 0,43 | 0,59 |
| | Autonomie Financière | -0,50 | -1,06 |
| | Taux de Solvabilité | -0,72 | -1,96 |
| Charges d'Endettement | Rémunération des Banques | 0,39 | 0,38 |

Source : D'après l'étude effectuée sur l'échantillon.

Le premier constat qui ressort de l'analyse de ce tableau en dessus est celui d'une augmentation des ratios de l'endettement total, des poids de l'endettement et des charges d'endettement représentés par la rémunération des banques. Par contre, on constate une diminution des ratios de l'autonomie financière et celui du taux de solvabilité. Ce constat a été confirmé par les coefficients de corrélation.

## B. Comparaison des coefficients d'ajustement entre DARI et LESIEUR

Cette comparaison entre DARI et LESIEUR sera réalisée pour les ratios de l'endettement. La comparaison avec une grande entreprise du même secteur est donnée par le tableau suivant:

**Tableau n°5.11 : Comparaison des coefficients d'ajustement**

| Ratios | | Agroalimentaire | | | |
|---|---|---|---|---|---|
| | | LESIEUR | | DARI | |
| | | R | a | R | a |
| Endettement | Endettement Total | 0,29 | 1,05 | 0,70 | 1,85 |
| | Poids de l'Endettement | 0,39 | 0,66 | 0,43 | 0,59 |
| | Autonomie Financière | -0,54 | -1,09 | -0,50 | -1,06 |
| | Taux de Solvabilité | -0,70 | -1,77 | -0,72 | -1,96 |
| Charges d'Endettement | Rémunération des Banques | 0,34 | 0,27 | 0,39 | 0,38 |

Source : D'après l'étude effectuée sur l'échantillon.

L'analyse comparative des ratios d'endettement en la PME DARI et la grande entreprise LESIEUR montre clairement une augmentation plus importante de l'endettement du DARI par rapport au LESIEUR.

Concernant les ratios de l'endettement total, du poids de l'endettement et de la rémunération des banques, la PME DARI a enregistré une augmentation plus importante que la grande entreprise LESIEUR avec des coefficients de corrélation de DARI plus ou moins de 1 confirmant ce constat. S'agissant du ratio du taux de solvabilité et de l'autonomie financière, la PME DARI a évolué plus négativement que LESIEUR.

Généralement, Cette comparaison indique clairement que la situation de l'endettement du PME s'est détériorée par rapport à la grande entreprise.

## §2. Analyse des résultats des ratios de liquidité et de trésorerie

Dans ce paragraphe, on va entamer, dans un premier temps, d'analyser les ratios de liquidité et de trésorerie des PME sélectionnées et, dans un deuxième temps, d'opérer une comparaison des PME aux grandes entreprises de même secteur.

### I. CARTIER SAADA : CRS

En principe, l'entrée en bourse doit permettre à l'entreprise d'accroitre sa liquidité et sa trésorerie. Dans ce qui suit, nous vérifierons ce postulat à travers les résultats de sept années de fonctionnement en bourse de trois PME.

#### A. Deuxième groupe : Les ratios de liquidité et de trésorerie

L'évolution de ce deuxième groupe de ratios peut être résumée dans le tableau suivant:

**Tableau n°5.12 : Evolution des ratios de liquidité et de trésorerie (en %)**

| Années | 2005 | 2006 | 2007 | 2008 | 2009 | 2010 | 2011 |
|---|---|---|---|---|---|---|---|
| Ratios de Liquidité Générale | 113,88 | 178,18 | 160,44 | 185,34 | 173,33 | 157,93 | 163,26 |
| Ratios de Liquidité Réduite | 48,37 | 81,16 | 75,93 | 91,76 | 72,49 | 59,52 | 70,57 |
| Ratios Liquidité Immédiate | 0,10 | 0,31 | 0,35 | 1,32 | 1,10 | 2,08 | 0,30 |
| Ratio du F.D.R | 17,80 | 41,41 | 38,48 | 41,20 | 41,64 | 37,32 | 41,04 |

Source : D'après l'étude effectuée sur l'échantillon.

A l'exception de l'année 2005 et en s'établissant à un niveau supérieur à 150% pour les sept années étudiées, le ratio de liquidité générale traduit l'existence d'un fonds de roulement positif : cela veut dire que les stocks sont financés en partie par des capitaux permanents. De

plus, on constate une augmentation importante pour ce ratio, ceci représente en règle générale une situation financière beaucoup plus saine de cette PME étudiée.

De même pour le ratio de la liquidité réduite qui enregistre une forte augmentation de 32,79% entre 2005 et 2006, puis une légère diminution de -5,23% en 2007. Ce ratio garde approximativement le même rythme pour les années restantes. Ce qui signifie que cette entreprise détient des actifs à court terme à un niveau suffisant pour être à tous moment en état d'assurer leurs échéances.

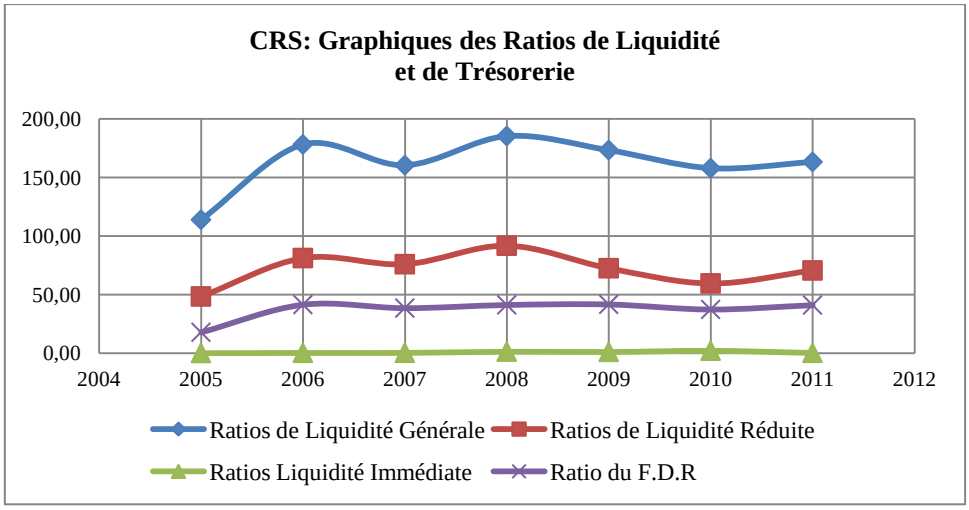
Mais il faut noter que, même avec ce niveau de ratio, cette PME peut rencontrer de difficultés de trésorerie. C'est le cas des entreprises qui accordent des crédits clients nettement supérieurs aux crédits fournisseurs. L'idéal est donc que les crédits accordés par les fournisseurs soit supérieurs aux crédits consentis aux clients.

Pour ce qui est du ratio de liquidité immédiate, son niveau est resté bas et constant, ce qui représente un mauvais signe de cette PME qui fait appel aux encaisses oisives pour couvrir leurs dettes.

S'agissant du ratio du fonds du roulement a enregistré en moyenne de 36,98% durant les sept années d'études, ce qui explique une moyenne amélioration de la trésorerie et la liquidité de CRS.

Toutefois, l'évolution des courbes de tendance linéaire de ces quatre ratios de liquidité et de trésorerie montre une amélioration satisfaisante de la situation financière de cette PME. Et cela peut être schématisé par le graphique suivant:

**Graphique n°5.4 : Evolution des ratios de liquidité et de trésorerie (en %)**




Source : D'après l'étude effectuée sur l'échantillon.

Les coefficients angulaires et de corrélations de ces cinq ratios de liquidité et de la trésorerie sont regroupés dans le tableau suivant:

**Tableau n°5.13 : Coefficients d'ajustement**

| Ratios | | Agroalimentaire | |
|---|---|---|---|
| | | CRS | |
| | | R | a |
| Trésorerie et Liquidité | Ratios de Liquidité Générale | 0,40 | 4,31 |
| | Ratios de Liquidité Réduite | 0,11 | 0,71 |
| | Ratios Liquidité Immédiate | 0,52 | 0,17 |
| | Ratio du F.D.R | 0,58 | 2,31 |

Source : D'après l'étude effectuée sur l'échantillon.

L'analyse de ce tableau en dessus indique une faible amélioration de ces ratios de liquidité et la trésorerie. Toutefois les coefficients de corrélation, par leur niveau plus ou moins loin de 1, confirme nettement ce constat.

### B. Comparaison des coefficients d'ajustement entre CRS et COSUMAR

Cette comparaison entre CRS et COSUMAR sera réalisée pour les ratios de liquidité et de trésorerie. La comparaison avec une grande entreprise du même secteur est donnée par le tableau suivant:

**Tableau n°5.14 : Comparaison des coefficients d'ajustement**

| Ratios | | Agroalimentaire | | | |
|---|---|---|---|---|---|
| | | COSUMAR | | CRS | |
| | | R | a | R | a |
| Trésorerie et Liquidité | Ratios de Liquidité Générale | 0,24 | 0,40 | 0,40 | 4,31 |
| | Ratios de Liquidité Réduite | 0,46 | 1,78 | 0,11 | 0,71 |
| | Ratios Liquidité Immédiate | 0,47 | 0,29 | 0,52 | 0,17 |
| | Ratio du F.D.R | 0,27 | 0,31 | 0,58 | 2,31 |

Source : D'après l'étude effectuée sur l'échantillon.

Si on exclut le ratio de liquidité immédiate, l'étude comparative de ce groupe de ratios de la liquidité et de la trésorerie entre CRS et COSUMAR a permis de constater une progression positive de ces coefficients d'ajustement de façon plus importante dans le CRS que COSUMAR. Ce postulat a été certifié par les coefficients de corrélation.

Par conséquent, il ressort de ce tableau, que la situation de la trésorerie et de la liquidité de la PME CRS à bien profiter de son cotation à la bourse que la grande entreprise COSUMAR.

## II. DELATTRE LEVIVIER Maroc : DLM

En principe, l'entrée en bourse doit permettre à l'entreprise d'accroitre sa liquidité et sa trésorerie. Dans ce qui suit, nous vérifierons ce postulat à travers les résultats de sept années de fonctionnement en bourse de trois PME.

### A. Deuxième Groupe : Les ratios de liquidité et de trésorerie

L'évolution de ce deuxième groupe de ratios peut être résumée dans le tableau:

**Tableau n°5.15 : Evolution des ratios de liquidité et de trésorerie (en %)**

| Années | 2005 | 2006 | 2007 | 2008 | 2009 | 2010 | 2011 |
|---|---|---|---|---|---|---|---|
| Ratios de Liquidité Générale | 103 | 103 | 104 | 112 | 115 | 127 | 127 |
| Ratios de Liquidité Réduite | 34,97 | 41,45 | 44,05 | 48,92 | 42,98 | 60,27 | 70,22 |
| Ratios Liquidité Immédiate | 0,18 | 0,13 | 5,91 | 0,03 | 0,10 | 2,67 | 9,33 |
| Ratio du F.D.R | 26,55 | 31,17 | 35,26 | 45,68 | 49,91 | 61,57 | 61,40 |

Source : D'après l'étude effectuée sur l'échantillon.

Pour les sept années étudiées, le ratio de liquidité générale a enregistré en moyenne un accroissement de 113% ce qui traduit l'existence d'un fonds de roulement positif qui a augmenté en moyenne de 55,50%. Cette évolution constitue en générale une situation financière plus forte du PME étudiée.

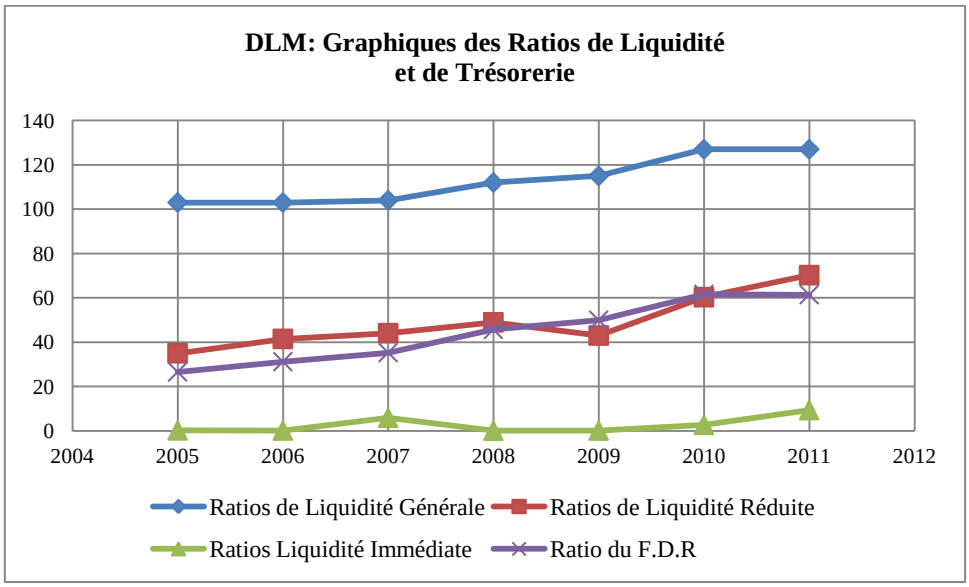
Concernant le ratio de la liquidité réduite, il a inscris en moyenne une augmentation de 48,98% entre 2005 et 2011. Ce ratio garde approximativement le même rythme ce qui signifie que cette entreprise DLM détient des actifs à court terme à un niveau suffisant pour être à tout moment en état d'assurer leurs échéances.

Pour ce qui est du ratio de liquidité immédiate, son niveau est resté bas et constant, ce qui représente un mauvais signe de cette PME qui fait appel aux encaisses oisives pour couvrir leurs dettes.

S'agissant du ratio du fonds du roulement a enregistré en moyenne de 44,51% durant les sept années d'étude, ce qui explique une bonne amélioration de la trésorerie et la liquidité de DLM.

Toutefois, l'évolution des courbes de tendance linéaire de ces quatre ratios de liquidité et de trésorerie montre une amélioration satisfaisante de la situation financière de cette PME. Et cela peut être schématisé par le graphique suivant:

**Graphique n°5.5 : Evolution des ratios de liquidité et de trésorerie (en %)**




Source : D'après l'étude effectuée sur l'échantillon.

Les coefficients angulaires et de corrélations de ces cinq ratios de liquidité et de la trésorerie sont regroupés dans le tableau suivant:

**Tableau n°5.16 : Coefficients d'ajustement**

| Ratios | | Agroalimentaire DLM | |
|---|---|---|---|
| | | R | a |
| Trésorerie et Liquidité | Ratios de Liquidité Générale | 0,95 | 4,66 |
| | Ratios de Liquidité Réduite | 0,90 | 5,08 |
| | Ratios Liquidité Immédiate | 0,56 | 0,95 |
| | Ratio du F.D.R | 0,98 | 6,43 |

Source : D'après l'étude effectuée sur l'échantillon.

L'analyse de ce tableau en dessus indique une forte amélioration de ces ratios de liquidité et la trésorerie. Toutefois les coefficients de corrélation, par leur niveau plus de 1, confirment nettement ce constat.

### B. Comparaison des coefficients d'ajustement entre DLM et SONASID

Cette comparaison entre DLM et SONASID sera réalisée pour les ratios de liquidité et de trésorerie.

A l'exception du ratio de liquidité immédiate, l'étude comparative de ce groupe de ratios de la liquidité et de la trésorerie entre DLM et SONASID a permis de relever un accroissement très

positive de ces coefficients d'ajustement de façon plus importante dans le DLM que SONASID qui a enregistré des affaiblissement de ces ratios de liquidité de la trésorerie. Ce postulat a été certifié par les coefficients de corrélation.

Par conséquent, il ressort de ce tableau, que la situation de la trésorerie et de la liquidité de la PME DLM à bien profiter de sa cotation à la bourse que la grande entreprise SONASID.

**Tableau n°5.17 : Comparaison des coefficients d'ajustement**

| Ratios | | Construction | | | |
|---|---|---|---|---|---|
| | | SONASID | | DLM | |
| | | R | a | R | a |
| Trésorerie et Liquidité | Ratios de Liquidité Générale | -0,65 | -9,53 | 0,95 | 4,66 |
| | Ratios de Liquidité Réduite | -0,51 | -6,44 | 0,90 | 5,08 |
| | Ratios Liquidité Immédiate | -0,82 | -2,61 | 0,56 | 0,95 |
| | Ratio du F.D.R | -0,57 | -2,57 | 0,98 | 6,43 |

Source : D'après l'étude effectuée sur l'échantillon.

## III. DARI COUSPATE : DARI

En principe, l'entrée en bourse doit permettre à l'entreprise d'accroitre sa liquidité et sa trésorerie. Dans ce qui suit, nous vérifierons ce postulat à travers les résultats de sept années de fonctionnement en bourse de trois PME.

### A. Deuxième groupe : Les ratios de liquidité et de trésorerie

L'évolution de ce deuxième groupe de ratios peut être résumée dans le tableau suivant:

**Tableau n°5.18 : Evolution des ratios de liquidité et de trésorerie (en %)**

| Années | 2005 | 2006 | 2007 | 2008 | 2009 | 2010 | 2011 |
|---|---|---|---|---|---|---|---|
| Ratios de Liquidité Générale | 386,82 | 338,33 | 240,55 | 229,42 | 209,66 | 247,72 | 240,73 |
| Ratios de Liquidité Réduite | 362,83 | 319,80 | 204,83 | 205,47 | 187,42 | 214,97 | 221,49 |
| Ratios Liquidité Immédiate | 43,92 | 29,37 | 38,96 | 23,57 | 12,80 | 28,99 | 57,32 |
| Ratio du F.D.R | 77,12 | 63,84 | 44,38 | 53,17 | 41,58 | 46,41 | 50,69 |

Source : D'après l'étude effectuée sur l'échantillon.

En s'établissant à un niveau supérieur à 200% pour les sept années étudiées, le ratio de liquidité générale traduit l'existence d'une baisse du fonds de roulement toute en restant positif. En effet ce ration une forte diminution entre 2005 et 2009 en passant de 386,82% en

2005 à 209,66% en 2009. Cette baisse a été suivie par une légère augmentation de 247,72% en 2010 à 240,73 en 2011.

Toutefois, la courbe de tendance linéaire expose en général une forte diminution du ratio de la liquidité générale, ce qui montre un problème de liquidité de la PME.

De même pour le ratio de la liquidité réduite qui enregistre un important affaiblissement en passant de 362,83 en 2005 à 187,42% en 2009, puis une légère accroissement allant de 214,97 en 2010 à 221,49% en 2011.

L'étude de la courbe de tendance linéaire montre en général une forte diminution du ratio de la liquidité réduite, ce qui explique un manque de liquidité de la PME.

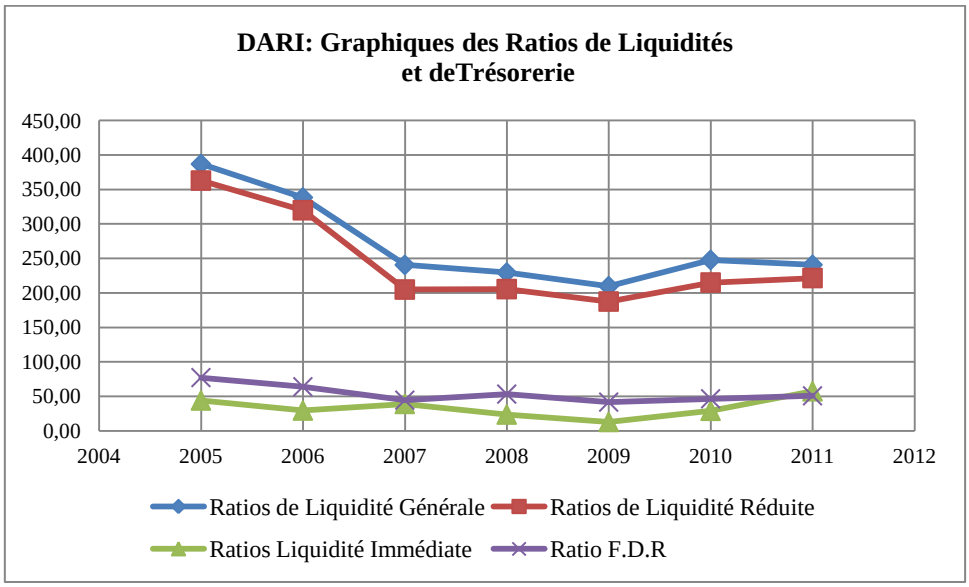
Pour ce qui est du ratio de liquidité immédiate, son évolution a inscrit une chute de son niveau en passant de 43,92 en 2005 à 12,80 en 2009, pour il a augmenté de 28,99% en 2010 pour atteindre 57,32% en 2011.

S'agissant du ratio du fonds du roulement a enregistré une baisse allant de 77,12% en 2005 à 44,38% en 2007 pour atteindre une augmentation 53,17% en 2008. Puis, il s'est affaibli à 41,58% en 2009. Pour renouer avec un accroissement passant de 46,41% en 2010 à 50,69%.

De même, la courbe de tendance linéaire affiche en général une faible augmentation par rapport aux autres ratios de liquidité à savoir la liquidité générale, réduite et du fonds de roulement, ce qui représente des difficultés de trésorerie et constitue un mauvais signe de cette PME après son introduction en bourse.

Toutefois, l'évolution des courbes de tendance linéaire de ces quatre ratios de liquidité et de trésorerie montre une détérioration de son état de trésorerie et de liquidité de cette PME DARI. Et cela peut être schématisé par le graphique suivant:

**Graphique n°5.6 : Evolution des ratios de liquidité et de trésorerie (en %)**




Source : D'après l'étude effectuée sur l'échantillon.

Les coefficients angulaires et de corrélations de ces cinq ratios de liquidité et de la trésorerie sont regroupés dans le tableau suivant:

**Tableau n°5.19 : Coefficients d'ajustement**

| Ratios | | Agroalimentaire DARI | |
|---|---|---|---|
| | | R | a |
| Trésorerie et Liquidité | Ratios de Liquidité Générale | -0,76 | -23,23 |
| | Ratios de Liquidité Réduite | -0,74 | -23,25 |
| | Ratios Liquidité Immédiate | 0,07 | 0,47 |
| | Ratio du F.D.R | -0,72 | -4,18 |

Source : D'après l'étude effectuée sur l'échantillon.

L'analyse de ce tableau en dessus indique une faible amélioration des ces ratios de liquidité et la trésorerie. Toutefois les coefficients de corrélation, par leur niveau plus ou moins loin de 1, confirment nettement ce constat.

### B. Comparaison des coefficients d'ajustement entre DARI et LESIEUR

Cette comparaison entre DARI et LESIEUR sera réalisée pour les ratios de liquidité et de trésorerie. Si on exclut le ratio de liquidité immédiate, l'étude comparative de ce groupe de ratios de la liquidité et de la trésorerie entre DARI et LESIEUR a permis de constater une

diminution négative de ces coefficients d'ajustement de façon plus importante dans le DARI que LESIEUR. Ce postulat a été certifié par les coefficients de corrélation.

Par conséquent, il ressort de ce tableau ci-dessous, que la situation de la trésorerie et de la liquidité de la PME DARI n'a été pas bien de son cotation à la bourse que la grande entreprise LESIEUR.

**Tableau n°5.20 : Comparaison des coefficients d'ajustement**

| Ratios | | Agroalimentaire | | | |
|---|---|---|---|---|---|
| | | LESIEUR | | DARI | |
| | | R | a | R | a |
| Trésorerie et Liquidité | Ratios de Liquidité Générale | 0,29 | 4,17 | -0,76 | -23,23 |
| | Ratios de Liquidité Réduite | 0,46 | 5,29 | -0,74 | -23,25 |
| | Ratios Liquidité Immédiate | -0,73 | -0,92 | 0,07 | 0,47 |
| | Ratio du F.D.R | 0,92 | 3,81 | -0,72 | -4,18 |

Source : D'après l'étude effectuée sur l'échantillon.

## Section 3 : Analyse des résultats des ratios de la rentabilité

Dans cette section, on va essayer d'analyser les ratios de la rentabilité de chaque PME sélectionnée avec une comparaison de ces PME aux grandes entreprises de même secteur.

## §1. CARTIER SAADA : CRS

En principe, l'entrée en bourse doit permettre à l'entreprise d'améliorer sa rentabilité. Dans ce qui suit, nous vérifierons ce postulat à travers les résultats de sept années de fonctionnement en bourse de trois PME.

### I. Troisième groupe : Les ratios de la rentabilité

Les résultats de l'étude statistique de ce troisième groupe de ratios peuvent être synthétisés dans le tableau suivant:

**Tableau n°5.21 : Evolution des ratios de la rentabilité (en %)**

| Années | 2005 | 2006 | 2007 | 2008 | 2009 | 2010 | 2011 |
|---|---|---|---|---|---|---|---|
| Croissance du Chiffre d'Affaires | - | 15,71 | 13,91 | 11,02 | -6,06 | 9,38 | 21,68 |
| Croissance de la V.A | - | -2,66 | 23,20 | 24,59 | -6,42 | 11,65 | 14,06 |
| Croissance E.B.E | - | -7,64 | 28,34 | 49,00 | -16,77 | 19,91 | 12,90 |
| Taux de la V.A | 30,88 | 25,98 | 28,10 | 31,53 | 31,41 | 32,06 | 30,06 |
| Taux de l'E.B.E | 16,84 | 13,44 | 15,14 | 20,32 | 18,00 | 19,74 | 18,31 |
| Taux de Marge d'Exploitation | 11,74 | 9,86 | 10,30 | 11,43 | 17,35 | 13,57 | 12,14 |
| Taux de la rentabilité Economique | 23,62 | 17,95 | 19,11 | 22,84 | 28,77 | 21,92 | 23,87 |
| Rentabilité Financière | 10,50 | 7,30 | 9,98 | 10,71 | 15,55 | 10,30 | 10,44 |

Source : D'après l'étude effectuée sur l'échantillon.

L'analyse de la rentabilité est conditionnée d'une part, par la croissance de l'activité. Et d'autre part, par des indicateurs mesurant les performances globales tels que le taux de la valeur ajoutée qui mesure le poids de la valeur ajoutée dans le chiffre d'affaires, et le taux de marge brut d'exploitation qui mesure le niveau relatif du résultat, indépendamment de la politique financière, de la politique d'investissement, de l'incidence de la fiscalité et de l'incidence des éléments exceptionnels. Ainsi nous avons jugé utile d'analyser les ratios suivants:

- Le taux de croissance du chiffre d'affaires a inscrit une diminution progressive en passant de 15,71% en 2006 à -6,06% en 2009, cette baisse peut être s'expliquer par une augmentation de la consommation. Toutefois, ce taux a enregistré une augmentation importante de 9,38 % en 2010 et de 21,68% en 2011.

- En ce qui concerne le taux de croissance de la valeur ajoutée, la PME étudiée affiche un taux de valeur ajoutée s'est accrus pour atteindre 24,59% en 2008, puis il s'est affaibli pour atteindre - 6,42 % en 2010.

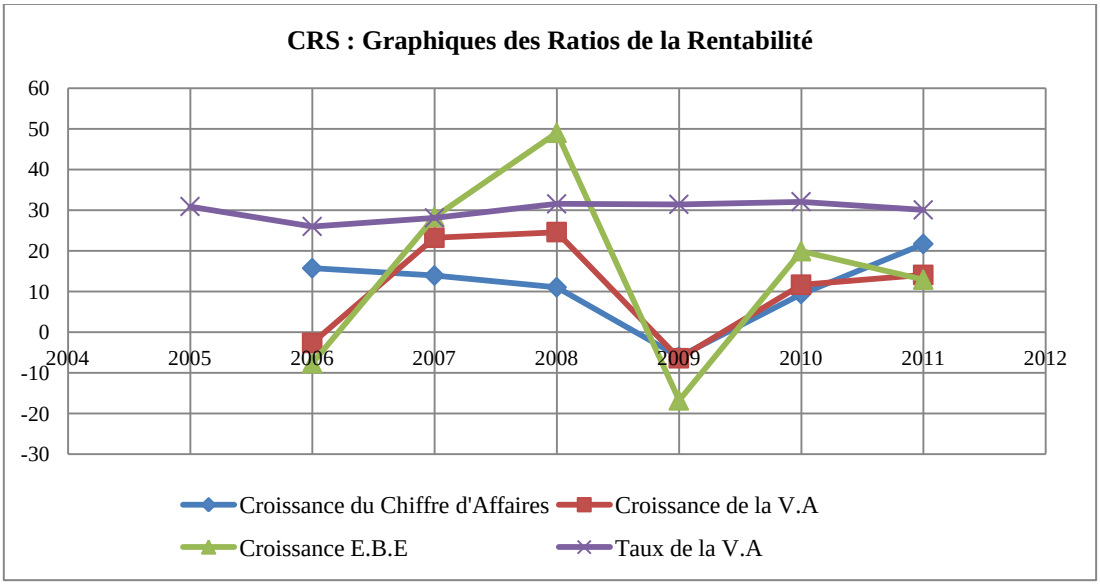
De même, le taux de croissance de l'E.B.E a enregistré même évolution que celui du chiffre d'affaires et de la valeur ajoutée. En effet, ce taux a connu une augmentation en passant de -7,64% en 2006 à 49,00% en 2008, puis il s'est affaibli pour atteindre -16,77% en 2009. Par ailleurs, il a commencé son amélioration pour atteindre 19,91% en 2010 et 12,90% en 2011.

S'agissant du taux de la valeur ajoutée, la PME affiche en moyenne un taux de 30%, ce qui signifie que son activité ne génère pas une valeur ajoutée assez importante. Cette situation s'est répercutée sur les ressources internes dégagées par l'exploitation puisque le taux de l'E.B.E et le taux de la marge d'exploitation marquent des valeurs faibles se situant en moyenne respectivement à 17% et à 12% pour les sept années d'études.

Le taux de la rentabilité économique, qui se situe en moyenne à 22% demeure médiocre. Cette faiblesse peut être due principalement à l'importance de la rotation des actifs économiques et l'importance des charges du personnel qui ont absorbé plus que la moitié de la valeur ajoutée.

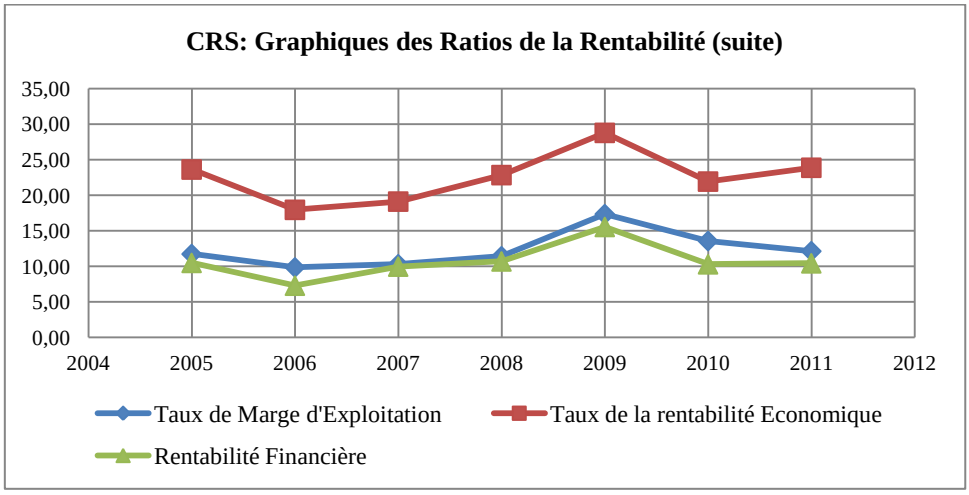
Situant en moyenne à 10% pour les sept années d'études, la rentabilité financière reste faible vu l'importance de cette PME dans le tissu productif marocain.

**Graphique n°5.7 : Evolution des ratios de la rentabilité (en %)**




Source : D'après l'étude effectuée sur l'échantillon.

**Graphique n°5.8 : Evolution des ratios de la rentabilité (en % suite)**




Source : D'après l'étude effectuée sur l'échantillon.

Les coefficients angulaires et de corrélations de ces huit ratios de la rentabilité sont schématisés dans le tableau suivant:

**Tableau n°5.22 : Coefficients d'ajustement**

| Ratios | | Agroalimentaire | |
|---|---|---|---|
| | | CRS | |
| | | R | a |
| Rentabilité | Croissance du Chiffre d'Affaires | -0,005 | -0,025 |
| | Croissance de la V.A | 0,074 | 0,51 |
| | Croissance E.B.E | 0,03 | 0,33 |
| | Taux de la V.A | 0,45 | 0,46 |
| | Taux de l'E.B.E | 0,62 | 0,71 |
| | Taux de Marge d'Exploitation | 0,48 | 0,56 |
| | Taux de la Rentabilité Economique | 0,40 | 0,66 |
| | Rentabilité Financière | 0,36 | 0,41 |

Source : D'après l'étude effectuée sur l'échantillon.

L'examen de ce tableau en dessus indique une faible amélioration des ces ratios de la rentabilité. Toutefois, les coefficients de corrélation, par leur niveau plus ou moins loin de 1, confirme nettement ce constat.

## II. Comparaison des coefficients d'ajustement entre CRS et COSUMAR

La comparaison avec une grande entreprise du même secteur est donnée par le tableau suivant:

**Tableau n°5.23 : Comparaison des coefficients d'ajustement**

| Ratios | | Agroalimentaire | | | |
|---|---|---|---|---|---|
| | | COSUMAR | | CRS | |
| | | R | a | R | a |
| Rentabilité | Croissance du Chiffre d'Affaires | -0,50 | -1,32 | -0,005 | -0,025 |
| | Croissance de la V.A | 0,22 | 2,45 | 0,074 | 0,51 |
| | Croissance E.B.E | -0,20 | -4,22 | 0,03 | 0,33 |
| | Taux de la V.A | 0,56 | 0,85 | 0,45 | 0,46 |
| | Taux de l'E.B.E | 0,62 | 0,90 | 0,62 | 0,71 |
| | Taux de Marge d'Exploitation | 0,55 | 0,85 | 0,48 | 0,56 |
| | Taux de la Rentabilité Economique | 0,64 | 1,59 | 0,40 | 0,66 |
| | Rentabilité Financière | 0,80 | 2,24 | 0,36 | 0,41 |

Source : D'après l'étude effectuée sur l'échantillon.

D’après ce tableau ci-dessus, il faut constater au départ que la croissance du chiffre d’affaires de la PME et la grande entreprise a été négative pour la CRS que pour COSUMAR. Mais cette évolution a été très négative pour COSUMAR que pour CRS.

Concernant les autres coefficients d’ajustement restant, ils ont été très positifs pour COSUMAR que pour CRS. Cela ne peut pas être expliqué par l’effet de la bourse mais plutôt c’est une résultante de la qualité de gestion de CRS.

## §2. DELATTRE LEVIVIER Maroc : DLM

En principe, l’entrée en bourse doit permettre à l’entreprise d’améliorer sa rentabilité. Dans ce qui suit, nous vérifierons ce postulat à travers les résultats de sept années de fonctionnement en bourse de trois PME.

### I. Troisième groupe : Les ratios de la rentabilité

Les résultats de l’étude statistique de ce troisième groupe de ratios peuvent être synthétisés dans le tableau suivant:

**Tableau n°5.24 : Evolution des ratios de la rentabilité (en %)**

| Années | 2005 | 2006 | 2007 | 2008 | 2009 | 2010 | 2011 |
|---|---|---|---|---|---|---|---|
| Croissance du Chiffre d'Affaires | - | 4,03 | 43,81 | 4,49 | 11,68 | 5,80 | 17,05 |
| Croissance de la V.A | - | -7,48 | 11,91 | 30,98 | -0,29 | -20,97 | 34,96 |
| Croissance E.B.E | - | 27,99 | 14,35 | 40,80 | -12,36 | -75,79 | 318,15 |
| Taux de la V.A | 38,15 | 33,93 | 26,40 | 33,09 | 29,55 | 22,07 | 25,45 |
| Taux de l'E.B.E | 8,62 | 10,60 | 8,43 | 11,36 | 8,91 | 2,04 | 7,29 |
| Taux de Marge d'Exploitation | 5,73 | 7,04 | 7,35 | 7,06 | 6,74 | 0,35 | 5,75 |
| Taux de la rentabilité Economique | 37,98 | 49,15 | 68,45 | 27,65 | 31,12 | 1,95 | 38,94 |
| Rentabilité Financière | 12,15 | 13,20 | 20,86 | 12,53 | 11,67 | 22,19 | 9,60 |

Source : D’après l’étude effectuée sur l’échantillon.

L’examen de la rentabilité est déterminé par la croissance de l’activité et par des indicateurs mesurant les performances globales. C’est ainsi nous avons jugé utile d’analyser les ratios suivants :

Le taux de croissance du chiffre d’affaires a débuté par une forte progressive en passant de 4,03% en 2006 à 43,81% en 2007, cette baisse peut être s’expliquer par une diminution de la consommation. Puis, il a enregistré une forte baisse pour atteindre 4,49% en 2008, pour connaitre un accroissement de 11,68% en 2009.Toutefois, ce taux a enregistré une augmentation de 5,80 % en 2010 et de 17,05% en 2011.

En ce qui concerne le taux de croissance de la valeur ajoutée, qui a passé de -7,48% en 2006 à 11,91% en 2007 pour atteindre 30,98% en 2008. Puis il s'est affaibli pour atteindre - 20,97 % en 2010. Ce taux s'est accru pour atteindre 34,96% en 2011.

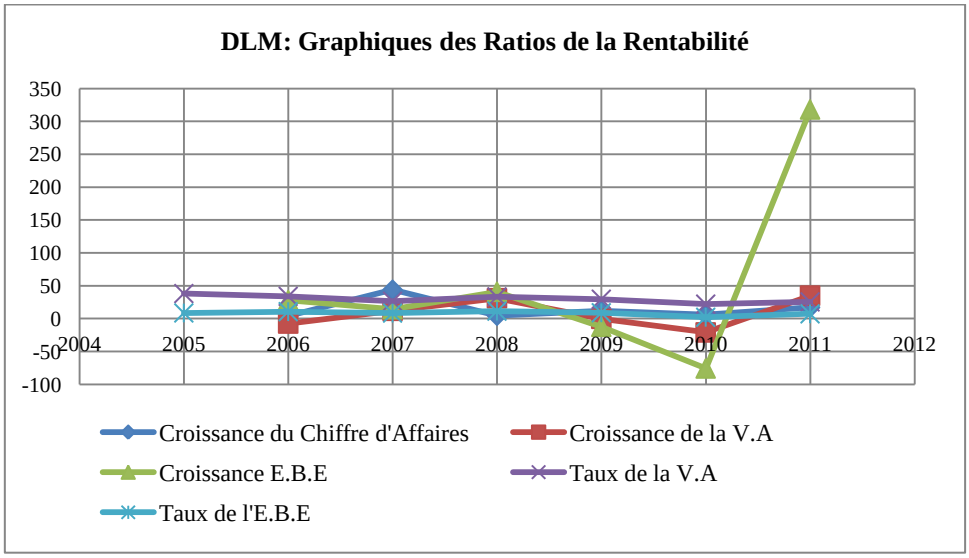
De même, le taux de croissance de l'E.B.E a enregistré même évolution que celui de la valeur ajoutée. En effet, ce taux a baissé en passant de 27,99% en 2006 à 14,35% en 2007, puis il s'est accru pour atteindre 40,80% en 2008. Par ailleurs, il a commencé sa détérioration pour atteindre -12,36% en 2009 et -75,79% en 2010 pour atteindre 318,15% en 2011.

Concernant le taux de la valeur ajoutée, l'entreprise DLM a inscrit en moyenne un taux de 29,80%, ce qui signifie que son activité ne produit pas assez de valeur ajoutée. Cela s'est répercuté sur les ressources internes dégagées par l'exploitation puisque le taux de l'E.B.E et le taux de la marge d'exploitation marquent des valeurs faibles se situant en moyenne respectivement à 8,18% et à 5,72% pour les sept années d'études.

Le taux de la rentabilité économique, qui se situe en moyenne à 36,46% demeure faible. Cette faiblesse peut être due principalement à l'importance de la rotation des actifs économiques et l'importance des charges du personnel qui ont absorbé plus que la moitié de la valeur ajoutée.

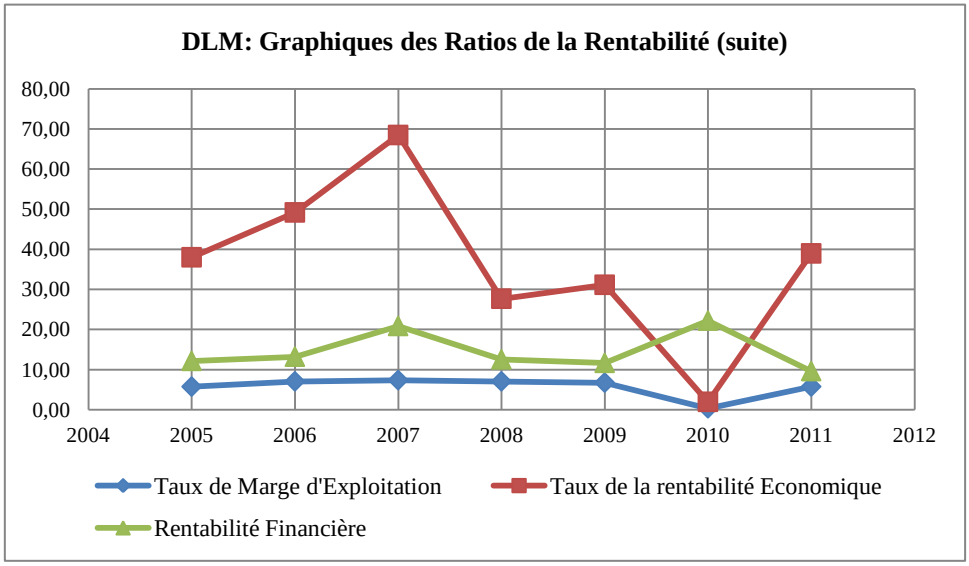
Situant en moyenne à 14,60% pour les sept années d'étude, la rentabilité financière reste faible vu l'importance de cette PME dans le système productif marocain.

**Graphique n°5.9 : Evolution des ratios de la rentabilité (en %)**




Source : D'après l'étude effectuée sur l'échantillon.

**Graphique n°5.10 : Evolution des ratios de la rentabilité (en % suite)**




Source : D'après l'étude effectuée sur l'échantillon.

Les coefficients angulaires et de corrélations de ces ratios de la rentabilité peuvent être résumés dans le tableau suivant:

**Tableau n°5.25 : Coefficients d'ajustement**

| Ratios | | Construction DLM | |
|---|---|---|---|
| | | R | a |
| Rentabilité | Croissance du Chiffre d'Affaires | -0,15 | -1,19 |
| | Croissance de la V.A | 0,20 | 2,35 |
| | Croissance E.B.E | 0,44 | 32,21 |
| | Taux de la V.A | -0,81 | -2,10 |
| | Taux de l'E.B.E | -0,52 | -0,74 |
| | Taux de Marge d'Exploitation | -0,44 | -0,50 |
| | Taux de la Rentabilité Economique | -0,49 | -4,60 |
| | Rentabilité Financière | 0,018 | 0,040 |

Source : D'après l'étude effectuée sur l'échantillon.

L'analyse de ce tableau en dessus indique, sauf pour la croissance de l'EBE et celui de la TVA, une faible amélioration de ces ratios de la rentabilité. Toutefois les coefficients de corrélation, par leur niveau plus ou moins loin de 1, confirment nettement ce constat.

### II. Comparaison des coefficients d'ajustement entre DLM et SONASID

Il ressort de ce tableau ci dessus, que la croissance du chiffre d'affaires de la PME et la grande entreprise a été négative pour la DLM que pour COSUMAR. Mais cette évolution a été très négative pour SONASID que pour CRS. Cette évolution négative a été aussi constatée pour les ratios le taux de la valeur ajoutée, le taux de l'E.B.E, le taux de marge d'exploitation et le taux de la rentabilité économique.

Concernant les autres coefficients d'ajustement restant, ils ont été positifs pour DLM que pour SONASID. Cela peut être expliqué par l'effet de la bourse sur l'exploitation et la gestion de DLM.

**Tableau n°5.26 : Comparaison des coefficients d'ajustement**

| Ratios | | Construction | | | |
|---|---|---|---|---|---|
| | | SONASID | | DLM | |
| | | R | a | R | a |
| Rentabilité | Croissance du Chiffre d'Affaires | -0,17 | -2,93 | -0,15 | -1,19 |
| | Croissance de la V.A | -0,02 | -0,60 | 0,20 | 2,35 |
| | Croissance E.B.E | 0,18 | 7,44 | 0,44 | 32,21 |
| | Taux de la V.A | -0,85 | -2,83 | -0,81 | -2,10 |
| | Taux de l'E.B.E | -0,83 | -2,93 | -0,52 | -0,74 |
| | Taux de Marge d'Exploitation | -0,85 | -3,24 | -0,44 | -0,50 |
| | Taux de la Rentabilité Economique | -0,72 | -10,44 | -0,49 | -4,60 |
| | Rentabilité Financière | -0,67 | -4,79 | 0,018 | 0,040 |

Source : D'après l'étude effectuée sur l'échantillon.

## §3. DARI COUSPATE : DARI

En principe, l'entrée en bourse doit permettre à l'entreprise d'améliorer sa rentabilité. Dans ce qui suit, nous vérifierons ce postulat à travers les résultats de sept années de fonctionnement en bourse de trois PME.

### I. Premier groupe : Les ratios de l'endettement

Les résultats de l'étude statistique de ce troisième groupe de ratios peuvent être synthétisés dans le tableau suivant:

**Tableau n°5.27 : Evolution des ratios de la rentabilité (en %)**

| Années | 2005 | 2006 | 2007 | 2008 | 2009 | 2010 | 2011 |
|---|---|---|---|---|---|---|---|
| Croissance du Chiffre d'Affaires | - | 1,45 | 20,67 | 48,64 | -0,61 | 12,95 | 5,92 |
| Croissance de la V.A | - | 9,82 | 40,32 | 43,33 | 7,35 | -22,60 | -1,53 |
| Croissance E.B.E | - | 5,42 | 34,98 | 60,64 | 5,96 | -30,80 | -3,14 |
| Taux de la V.A | 15,33 | 16,60 | 19,30 | 18,61 | 20,10 | 13,78 | 12,81 |
| Taux de l'E.B.E | 12,08 | 12,56 | 14,05 | 15,18 | 16,18 | 9,92 | 9,07 |
| Taux de Marge d'Exploitation | 9,27 | 10,50 | 13,10 | 13,29 | 13,63 | 6,93 | 5,45 |
| Taux de la rentabilité Economique | 80,69 | 53,27 | 43,08 | 66,96 | 38,14 | 23,77 | 21,83 |
| Rentabilité Financière | 12,05 | 15,68 | 19,67 | 20,29 | 20,64 | 15,32 | 8,88 |

Source : D'après l'étude effectuée sur l'échantillon.

L'analyse de la rentabilité est conditionnée d'une part, par la croissance de l'activité. Et d'autre part, par des indicateurs mesurant les performances globales telles que le taux de la valeur ajoutée qui mesure le poids de la valeur ajoutée dans le chiffre d'affaires, et le taux de marge brute d'exploitation qui mesure le niveau relatif du résultat, indépendamment de la politique financière, de la politique d'investissement, de l'incidence de la fiscalité et de l'incidence des éléments exceptionnels. Ainsi, nous avons jugé utile d'analyser les ratios suivants :

Le taux de croissance du chiffre d'affaires a inscrit une augmentation progressive en passant de 1,45% en 2006 à 48,64% en 2008, cette augmentation peut être s'expliquer par une baisse de la consommation. Toutefois, ce taux a enregistré une chute de - 0,61% en 2009 puis un accroissement de 12,95% en 2010 pour atteindre 5,92% en 2011.

De même la courbe de tendance linéaire affiche en général une faible diminution qui constitue une décroissance du taux du chiffre d'affaires pour cette PME DARI.

En ce qui concerne le taux de croissance de la valeur ajoutée, la PME étudiée affiche un taux de valeur ajoutée s'est accrus pour atteindre 43,33% en 2008, puis il s'est affaibli pour atteindre - 22,60 % en 2010.

De même, le taux de croissance de l'E.B.E a enregistré même évolution que celui du chiffre d'affaires et de la valeur ajoutée. En effet, ce taux a connu une augmentation en passant de 5,42% en 2006 à 60,64% en 2008, puis il s'est affaibli pour atteindre 5,96% en 2009. Par ailleurs, il a rebaissé de - 30,80% en 2010 pour atteindre -3,14 en 2011.

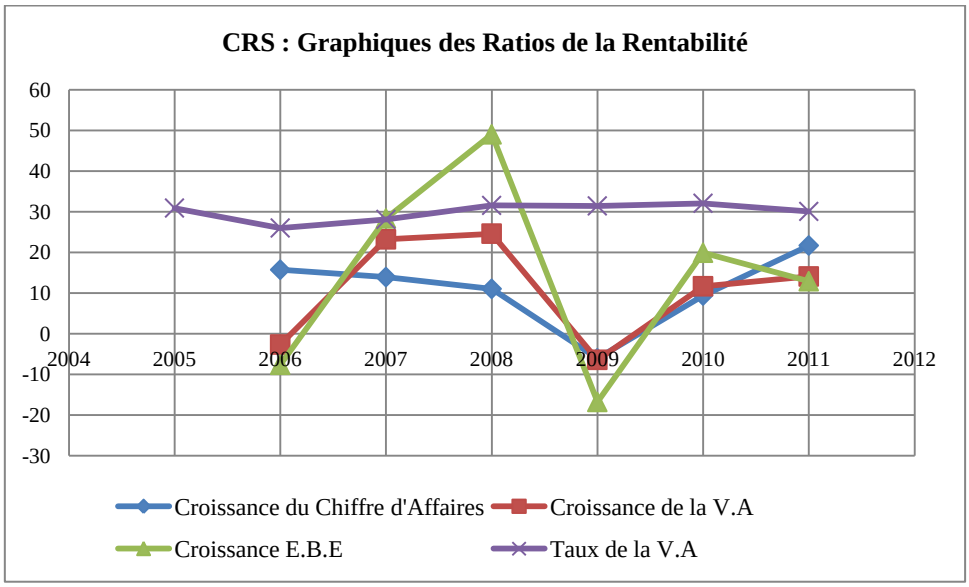
S'agissant du taux de la valeur ajoutée, l'entreprise DARI affiche en moyenne un faible taux de 16,65%, ce qui signifie que son activité ne génère pas une valeur ajoutée assez importante. Cette situation s'est répercutée sur les ressources internes dégagées par l'exploitation puisque

le taux de l'E.B.E et le taux de la marge d'exploitation marquent des valeurs faibles se situant en moyenne respectivement à 12,72% et à 10,31% pour les sept années d'études.

Le taux de la rentabilité économique, qui se situe en moyenne à 46,82% demeure assez faible. Cette faiblesse peut être due principalement à l'importance de la rotation des actifs économiques et l'importance des charges du personnel qui ont absorbé plus que la moitié de la valeur ajoutée.

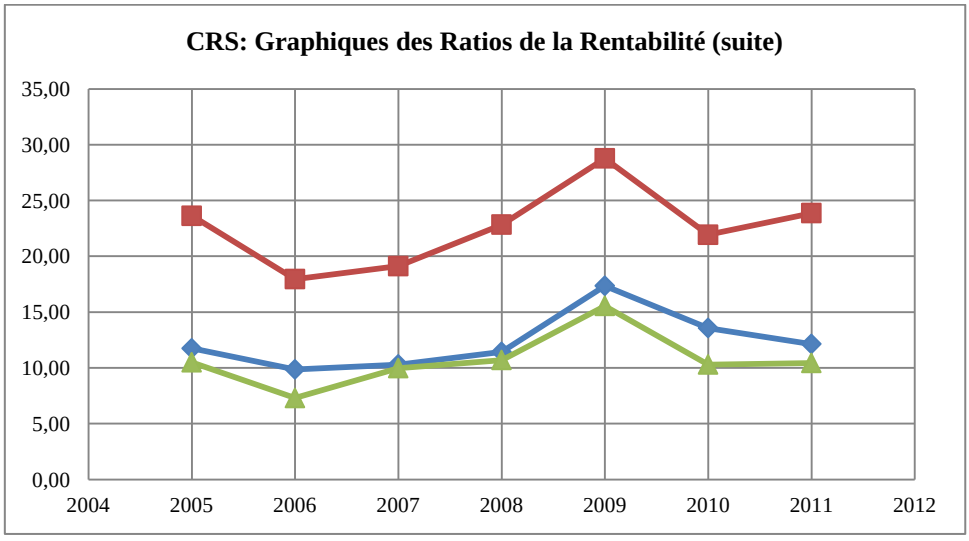
Situant en moyenne à 16,08% pour les sept années d'étude, la rentabilité financière reste faible vu l'importance de cette PME dans le tissu productif marocain.

**Graphique n°5.11 : Evolution des ratios de la rentabilité (en %)**




Source : D'après l'étude effectuée sur l'échantillon.

**Graphique n°5.12 : Evolution des ratios de la rentabilité (en % suite)**




Source : D'après l'étude effectuée sur l'échantillon.

Les coefficients angulaires et de corrélations de ces huit ratios de la rentabilité sont schématisés dans le tableau suivant:

**Tableau n°5.28 : Coefficients d'Ajustement**

| Ratios | | Agroalimentaire DARI | |
|---|---|---|---|
| | | R | a |
| Rentabilité | Croissance du Chiffre d'Affaires | -0,15 | -1,43 |
| | Croissance de la V.A | -0,6 | -8,04 |
| | Croissance E.B.E | -0,50 | -8,42 |
| | Taux de la V.A | -0,34 | -0,44 |
| | Taux de l'E.B.E | -0,36 | -0,44 |
| | Taux de Marge d'Exploitation | -0,43 | -0,65 |
| | Taux de la Rentabilité Economique | -0,85 | -8,59 |
| | Rentabilité Financière | -0,16 | -0,33 |

Source : D'après l'étude effectuée sur l'échantillon.

L'examen de ce tableau en dessus indique une faible amélioration des ces ratios de la rentabilité. Toutefois les coefficients de corrélation, par leur niveau plus ou moins loin de 1, attestent vraiment ce résultat.

## II. Comparaison des coefficients d'ajustement entre DARI et LESIEUR

D'après ce tableau ci-dessous, il faut constater au départ que les huit ratios de rentabilité de DARI sont négatifs par rapport à LESIEUR qui enregistré quelque coefficient positif à savoir le taux de la valeur ajoutée, le taux de l'E.B.E, le taux de marge d'exploitation, le taux de la rentabilité économique et la rentabilité financière

Cela ne peut pas être expliqué par l'effet de la bourse, mais plutôt c'est une résultante de la qualité de gestion de DARI.

**Tableau n°5.29 : Comparaison des coefficients d'ajustement**

| Ratios | | Agroalimentaire | | | |
|---|---|---|---|---|---|
| | | LESIEUR | | DARI | |
| | | R | a | R | a |
| Rentabilité | Croissance du Chiffre d'Affaires | -0,13 | -0,80 | -0,15 | -1,43 |
| | Croissance de la V.A | -0,61 | -8,17 | -0,6 | -8,04 |
| | Croissance E.B.E | -0,61 | -13,72 | -0,50 | -8,42 |
| | Taux de la V.A | 0,19 | 0,22 | -0,34 | -0,44 |
| | Taux de l'E.B.E | 0,23 | 0,26 | -0,36 | -0,44 |
| | Taux de Marge d'Exploitation | 0,34 | 0,38 | -0,43 | -0,65 |
| | Taux de la Rentabilité Economique | 0,41 | 2,72 | -0,85 | -8,59 |
| | Rentabilité Financière | 0,006 | 0,016 | -0,16 | -0,33 |

Source : D'après l'étude effectuée sur l'échantillon.

## Conclusion du chapitre

Ce chapitre a été l'occasion d'analyser la situation financière des entreprises marocaines, et cela, à travers une étude statistique comparative de trois PME (DARI, CRS et DLM) cotées sur le deuxième et troisième compartiment en comparaison avec trois grandes entreprises cotées sur le marché principal (LES, CSR et SID. Il a été important, dans une première section, de faire un rappel de l'objectif de notre recherche et de la méthodologie statistique adoptée d'analyse et également de présenter les entreprises sélectionnées ainsi que les ratios financiers retenus pour analyser la situation financière des ces entreprises et surtout les trois PME cotées en bourse.

L'analyse pratique, effectuée au niveau des trois dernières sections, des statistiques comptables des trois PME cotées à la bourse des valeurs de Casablanca affiche de bonnes performances en matière de rentabilité. Mais encore faut-il tenir compte des différences qui existent entre les stratégies suivies par chacune des trois entreprises et les objectifs visés par l'opération d'introduction en bourse.

En effet, après son introduction en bourse, l'évolution des courbes de tendance linéaire de ces trois groupes de ratios de la PME CRS montre globalement:
- une faible baisse du ratio d'endettement total;
- une légère progression du ratio de l'autonomie financière, ce qui représente une bonne situation financière après son introduction en bourse;

- une forte diminution du ratio de la rémunération des banques, cela est dû probablement à la réduction des charges d'endettement bancaires de la PME;

- une amélioration satisfaisante de ces quatre ratios de liquidité et de trésorerie;

- une faible amélioration de ces ratios de la rentabilité. Ce constat a été confirmé par le niveau plus ou moins loin de 1.

Généralement, l'analyse comparative des ratios d'endettement en la PME CRS et la grande entreprise COSUMAR indique clairement que la situation de l'endettement du PME s'est améliorée par rapport aux grandes entreprises, cela peut être dû à son introduction au marché boursier.

Par conséquent, la situation de la trésorerie et de la liquidité de la PME CRS a bien profité de sa cotation à la bourse que la grande entreprise COSUMAR. A l'exception le ratio du taux de

la croissance du chiffre d'affaires, les autres ratios de rentabilités ont été très positifs pour COSUMAR que pour CRS.

S'agissant du PME DLM, l'évolution des courbes de tendance linéaire de ces trois groupes de ratios de cette PME indique globalement:

- une légère baisse du ratio de l'endettement total;

- après une chute du ratio du poids de l'endettement, ce dernier a enregistré une forte augmentation en 2010;

- une bonne progression du ratio de l'autonomie financière, ce qui représente une bonne situation financière après son introduction en bourse;

- une faible diminution du ratio de la rémunération des banques, ce qui montre la réduction des charges d'endettement bancaires de la PME;

Globalement, l'évolution des courbes de tendance linéaire de ces cinq ratios d'endettement montre une amélioration de la situation financière de cette PME par la réduction des ratios d'endettement. De plus, les coefficients de corrélation, par leur niveau plus proche de 1, confirment nettement ce constat.

Par ailleurs, on a constaté une amélioration des ratios de la liquidité, de la trésorerie et de rentabilité. Cette situation est confirmée par des coefficients de corrélation proche de 1.

De même, on a remarqué que l'analyse de ce tableau comparative des ratios d'endettement entre la PME DLM et la grande entreprise SONASID indique clairement une amélioration de la situation de l'endettement du DLM par rapport au SONASID. Concernant les ratios de l'endettement total, du poids de l'endettement et de la rémunération des banques, la PME DLM a enregistré une diminution plus importante que la grande entreprise SONASID

Cette comparaison de ces cinq ratios d'endettement montre que la situation de l'endettement du PME s'est améliorée par rapport aux grandes entreprises, cela peut être du à l'effet engendré par son introduction au marché boursier.

A l'exception du ratio de la liquidité immédiate, l'étude comparative de ce groupe de ratios de la liquidité et de la trésorerie entre DLM et SONASID a permis de relever un accroissement très positive de ces quatre ratios.

Concernant les ratios de rentabilité, ils ont été positifs pour DLM que pour SONASID. Cela peut être expliqué par une amélioration de l'exploitation et la gestion de DLM.

L'étude des ratios de l'endettement du PME DARI a permis de relever les remarques suivantes :

- une faible augmentation du ratio de l'endettement total;

- une forte augmentation du ratio du poids de l'endettement;

- une légère baisse du ratio de l'autonomie financière, ce qui représente une mauvaise situation financière après son introduction en bourse;

- un léger affaiblissement du ratio du taux de solvabilité;

- l'accroissement des charges d'endettement bancaires de la PME.

En général, l'évolution des courbes de tendance linéaire de ces cinq ratios d'endettement dévoile une détérioration de la situation financière de cette PME. Cela peut être expliqué d'une part, par l'augmentation des ratios de l'endettement total, du poids d'endettement et des charges d'endettement et d'autre part par la diminution des ratios de l'autonomie financière et de la solvabilité.

Cependant, l'évolution des ratios de liquidité et de trésorerie a noté une détérioration de son état de trésorerie et de liquidité de cette PME DARI. En effet, le niveau des coefficients de corrélation plus ou moins loin de 1, témoigne clairement cette situation.

Pourtant, les ratios de rentabilité ont maqué une évolution positive jusqu'à 2009 suivi d'une dégradation de cette situation par la suite.

L'analyse comparative des ratios d'endettement en la PME DARI et la grande entreprise LESIEUR dévoile la situation suivante :

- une augmentation plus importante des ratios de l'endettement du DARI par rapport au LESIEUR;

- une diminution des ratios de la liquidité et de la trésorerie;

- une évolution négative des huit ratios de rentabilité de DARI par rapport à LESIEUR.

En dépit de son rôle dans le développement économique et social du Maroc, les PME subissent des obstacles internes et externes qui influent sur leur décision d'investissement et sur leur stratégie de développement.

La levée de ces contraintes, notamment celles liées au financement externe, dépend du degré d'efficacité du système financier, jugé à travers sa capacité à fournir des capitaux à moindre coût possible et à mobiliser suffisamment de ressources en faveur de ce type d'entreprise.

Pour réduire la faiblesse des PME en matière d'accès au crédit bancaire, les pourvoir publics ont mis en place un dispositif de mesures susceptibles d'élargir leurs sources de financement notamment la mise en place de lignes nationales et étrangères de crédits. De même, les conditions d'introduction à la bourse des valeurs de Casablanca ont été suffisamment assouplies, à travers la création du troisième compartiment réservé à la PME, et la mise en place de nouveaux produits financiers.

Or, force et de constater, à travers l'échantillon choisi des PME cotées en bourse qu'il reste beaucoup à faire de la part de l'Etat et des bailleurs des fonds tant que ces entreprises éprouvent toujours des besoins de financement et réclament une assistance financière accrue.

L'analyse de la situation financière de ces entreprises après leur introduction en bourse permet de dégager deux principales remarques:

- De bonnes performances en matière de rentabilité économique et financière; mais encore faut-il remarquer qu'il existe des différences significatives entre les entreprises selon le type de trajectoire dans laquelle elles inscrivent leurs stratégies et selon la nature des caps que l'entreprise se propose de franchir. Il importe de souligner tout d'abord qu'une rentabilité satisfaisante ne constitue pas un atout pour inciter les PME à s'engager dans une stratégie de croissance, mais plutôt de réaliser également un bon signal de leur fiabilité financière. Manifestement, le redressement de la rentabilité des PME répond à des objectifs financiers, notamment la restauration leur trésorerie pour se prémunir contre des chocs conjoncturels et se désendetter pour alléger leurs charges financières.

- Le redressement de la situation financière de ces entreprises pendant la période sous revue s'est traduit par un accroissement de leur endettement auprès des banques, c'est le cas notamment de DLM et DARI. Cet état de fait s'explique par une maturité de transparence atteinte par ces entreprises, obligées de par la loi de publier toutes les informations financières les concernant, et donc de corriger cette image négative des banques vis-à-vis des PME, souvent considérées comme des entreprises à risque d'insolvabilité élevé.

# CHAPITRE 6 : ANALYSE DE L'IMPACT DE L'INTRODUCTION EN BOURSE SUR LES INDICATEURS DE PERFORMANCE FINANCIERE DES PME MAROCAINES

## Introduction

Nécessitant une planification suffisamment éminente, l'introduction en bourse est une décision stratégique dans la vie de l'entreprise. Cette introduction est généralement sollicitée par les entreprises pour diversifier leurs sources de financement, dans le but de renforcer leur développement et leur croissance interne et externe.

Cette décision stratégique exprime non seulement un renforcement immédiat des fonds, mais aussi un changement positif et permanent par rapport à l'environnement externe et financier de l'entreprise. L'accès au financement public semble également constituer une première étape en vue de la croissance et de la maturité de la PME. C'est en ces termes que Desroches et Jog (1991) concluaient leur enquête sur la PME et le financement par le grand public. Il apparaît ainsi que la bourse constitue un moyen propice au développement et à la croissance des PME.

En effet, l'introduction en bourse fournit une rentrée importante de fonds, accroît la notoriété et le pouvoir de négociation avec les divers partenaires (Levasseur et Quintart, 1998), augmente la mobilité du capital (Saada, 1996), contrôle les dirigeants (Daigne et Joly, 1986) et favorise les stratégies de croissance externe (Levasseur et Quintart, 1998). Toutefois en contrepartie, la cotation nécessite le temps et l'énergie et représente un coût important pour une entreprise de dimension moyenne (Desjardin, 1999). En outre, elle limite la distribution régulièrement des dividendes et cela ne constitue pas la généralité, car rares sont les PME qui distribuent de dividendes et qui répondent aux exigences de transparence et de la diffusion des informations financières.

De même, la survie d'une entreprise résulte d'une gestion financière saine et cohérente accompagnée par la conservation d'un bon équilibre financier. En effet, La gestion financière est un outil qui permet aux dirigeants de rendre compte de la situation financière de leur PME et de prendre les décisions utiles et convenable.

En revanche rares sont les travaux qui se consacrent à l'étude de l'évolution des performances économique et financières des entreprises marocaines et plus particulièrement les PME nouvellement introduites en bourse. Ainsi, le présent chapitre vise à remédier à cette situation,

en étudiant l'influence de l'introduction en bourse sur l'évolution de la performance financière des PME mesurée par certains indicateurs financiers.

L'objet de ce chapitre est d'étudier l'effet de la cotation sur les indicateurs de performance financière des PME récemment introduites en bourse. Cet effet se traduit par un changement de la structure financière des PME, de leurs sources de financement et par une modification du système de gouvernance et par conséquent il a un impact sur la conduite stratégique du décideur. Notre objectif est d'essayer d'analyser cet impact en s'inspirant des recherches théoriques et de travaux empiriques élaborés dans ce sens. Ce qui va nous permettre de vérifier les hypothèses, constituant notre problématique, formulées dans l'introduction générale, par une étude statistique et économétrique.

Dans ce contexte, nous articulerons ce chapitre en trois sections. La première a pour but de créer une base de données nécessaire pour effectuer les études statistiques et économétriques. Ainsi, nous présentons dans un premier lieu la méthodologie adoptée et dans le deuxième lieu, nous exposons les PME cotées constituant l'échantillon et les ratios financiers sélectionnés. La deuxième section sera consacrée à l'étude statistique de l'effet de l'introduction en bourse sur les ratios de performances financières des PME marocaines en vue de tester les hypothèses constituant notre problématique. Ainsi, nous serons, en mesure d'étudier les effets immédiats de l'introduction en bourse de l'échantillon présenté dans la première section, d'analyser les effets à terme de cette cotation en bourse sur l'échantillon retenu et à la fin d'établir une analyse comparative des PME sélectionnées. Et dans la dernière section, nous réaliserons une étude économétrique relative à cet impact sur le même échantillon qui a fait l'objet d'une analyse financière par la méthode des ratios. Il s'agit d'un panel de 7 PME marocaines PME non financières cotées à la bourse de Casablanca sélectionnées étudiées sur une période de 10 ans (de N-3 à N+6) avec N indique la date d'introduction en bourse, et nous évoquerons par la suite d'une présentation des résultats de cette étude ainsi que leurs interprétations.

## Section 1 : Présentation de l'analyse statistique

Cette section a pour objectif de former une base de données nécessaire pour effectuer les études statistiques et économétriques dans les deux prochaines sections. Ainsi, dans cette section, nous présentons dans un premier paragraphe l'approche et la méthode du diagnostic financier et dans le seconde paragraphe, nous exposons les PME cotées constituant l'échantillon et les ratios financiers sélectionnés.

## §1. Approche et la méthode adoptées

L'approche choisie pour analyser l'effet de la cotation en bourse des PME marocaines sur leur santé financière est qualifiée de fonctionnelle et cela, pour plusieurs raisons parmi lesquelles on peut citer:

- L'approche fonctionnelle représente la nouvelle approche du bilan adoptée par le plan comptable marocain, cette présentation se veut davantage managériale, elle considère l'entreprise comme un portefeuille d'emplois et de ressource qui sera la traduction des choix de gestion du chef de l'entreprise.

- Elle envisage la contrainte de liquidité d'après la manière dont les ressources stables assurent la couverture du besoin en fonds de roulement.

- Elle correspond mieux aux exigences d'une approche dynamique, car elle part de l'hypothèse de continuité de l'activité que l'on étudie par cycle[161].

- Elle est centrée sur le fonctionnement économique de l'entreprise du fait qu'elle privilégie l'objet et la nature des ressources mises à la disponibilité de l'entreprise et les emplois qui ont été fait. C'est ainsi que les éléments de l'actif et de passif sont classés par nature en fonction du cycle de financement, d'investissement et d'exploitation et non plus par leurs échéances[162].

Par ailleurs, deux grandes méthodes permettent de porter un jugement sur la santé financière de l'entreprise à savoir la méthode des ratios et la méthode des flux. Ces deux méthodes sont complémentaires puisque chacune comble les insuffisances de l'autre.

Dans cette étude statistique, nous nous limiterons à la seule utilisation de la méthode des ratios pour deux principales raisons :

La première se manifeste dans les avantages qu'elle offre à l'analyse du fait qu'elle représente le moyen le plus adéquat qui permet d'éclairer l'analyste sur la structure financière, le niveau de la liquidité et le degré de la rentabilité d'exploitation, économique ou financière. Elle représente. De plus c'est un outil simple dans l'application et aussi bien exploitait par les banquiers et les investisseurs. En outre, ses résultats sont facilement compréhensibles et comparables.

[161] Samira Rifki ; Abdessadeq sadqi ; opt.cit. ; p.63.
[162] Hassan Darbane ; op.cit ; p.79.

La seconde raison est due aux limites que nous avons rencontrées lors de la collecte des données statistique. En effet, parmi les 30 PME cotées à la BVC (dont 16 sur le marché développement et 14 sur le marché de croissance), on a dénombré 14 PME non financières dont une société de holding qui a été écartée. Sur l'échantillon de 13 PME restantes, on n'a sélectionné seulement 7 PME non financières car elles sont nouvellement introduites en bourse.

En générale, un ratio représente un rapport entre deux grandeurs choisies de façon à être significatif et pertinent en vue d'éclairer certains aspects de l'entreprise. Il est exprimé sous forme d'un pourcentage, d'un nombre décimal ou d'une unité de temps.

La population cible est composée des entreprises non financières marocaines inscrites sur les deux compartiments de cotation de la bourse des valeurs de Casablanca (BVC), à savoir le marché développement et croissance.

Ainsi, nous avons retenu la période 2004-2013 comme période d'analyse car, d'une part, au moment de l'extraction des données, à partir du site de l'autorité marocaine des marchés de capitaux (AMMC) et de la BVC qui fournit les états de synthèse des PME marocaines cotées en bourse, seules quelques PME avaient publiées les données comptables relatives aux exercices antérieurs à 2004, alors que pour la majorité des PME non financière sélectionnées leurs exercices comptables avant 2004 n'étaient pas disponibles sur les site de l'AMMC et celui de la BVC. Et d'autre part, puisqu'il y avait une différence de la date d'introduction en bourse de l'échantillon, nous n'avons choisi que les 7 PME pour lesquelles nous disposons d'au moins 10 exercices comptables (3ans avant la date d'introduction en bourse et 6 ans après la date d'introduction en bourse) pour pouvoir effectuer une analyse comparative de leur santé financière avant et après leurs introductions en bourse.

## §2. Présentation des PME cotées et des ratios sélectionnés

Ce travail porte sur un échantillon de 7 PME choisis parmi les 13 PME cotées à la bourse des valeurs de Casablanca, durant la période 2004-2013. Ce choix s'explique par les principales raisons suivantes:

- Ces PME peuvent être qualifiées de nouvelle dans la cotation en bourse. En effet, leur date d'introduction en bourse était généralement plus proche. Elle a débuté à partir de l'année 2005, ce qui permet de détecter l'effet de leur cotation sur leurs santés financières.

- les cinq autres PME restantes qui ont été écartées de l'échantillon pour la simple raison elles ont déjà bénéficié de cette décision stratégique. En effet, elles ont commencé leur introduction

en bourse à partir des années antérieures (1943, 1946,1974, 1996) à l'année 2005 date à laquelle elles ont amorcé à publier leurs états financiers.

- Ces 7 PME sélectionnées ont publié leurs trois exercices qui précèdent la date de leur introduction en bourse, alors que les cinq autres PME n'ont commencé de publier leurs états financiers qu'à partie de l'exercice 2005.

- Ce sont des entreprises dont les dates d'introduction en bourse appartiennent à la période choisie, ce qui permet de faire des comparaisons entre elles, et d'analyser leur structure financière avant et après leur introduction en bourse;

- Ce sont des introductions qui ont été faites dans une période où la bourse des valeurs a connu des réaménagements importants au sein de ses compartiments par la création du troisième marché en 2000 et ce, pour inciter les PME à s'introduire en bourse.

**I. Description des PME sélectionnées**

Il convient de préciser que les méthodes utilisées pour étudier les caractéristiques financières des sociétés de notre échantillon est la statistique descriptive à partir de ratios financiers calculés sur une période de 10 ans pour chaque PME.

Le but escompté de notre travail est de contribuer à l'étude des mécanismes financiers les mieux adaptés pour expliquer les comportements financiers spécifiques posés par le financement des entreprises marocaines par le marché financier.

La période d'analyse s'étalera sur dix ans. Cette période est déterminée après la création du troisième compartiment (nouveau marché), crée en 2000, qui s'adresse aux sociétés à fort potentiel de croissance et qui besoin de capitaux importants pour financer leurs plans de développement.

Ce pendant, plusieurs difficultés ont été rencontrées pour constituer la population des PME:

- Absence d'une base de données complète des différentes entreprises cotées et surtout des PME;

- Le transfert de la propriété, durant la période d'analyse, de certaines entreprises publiques au privé par le biais des privatisations;

- Les firmes ayant connu au cours de la période d'études, d'importante restructuration de fusion et d'absorption biaisant gravement l'homogénéité des données disponibles ont été éliminées de l'échantillon;

- Nous n’avons pas tenu compte des entreprises radiées ainsi que celle nouvellement introduite à la cote officielle pendant la période d’analyse;

- Les sociétés dont l’activité principale semblait être se rapprocher d’un holding ont été exclues du champ de l’étude;

- Enfin, nous n’avons pas pris en considération les banques, les sociétés financières et les sociétés d’assurances et de réassurances dont la composition de la structure financière est différente de celle des sociétés industrielles et commerciales.

Notre étude a été réalisée sur la base d’un échantillon de 7 PME marocaines. Cette catégorie de PME se définie selon la définition stipulée par la loi n°53-00 formant la charte des PME du 15 septembre 2002. Cette dernière a identifié le concept de PME "toute entreprise gérée et ou administré 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".

De plus et selon l’article premier de la dite charte, les PME doivent répondre aux conditions suivantes:

- "Pour les entreprises existantes, avoir un effectif permanant ne dépassant pas deux cents personnes; et

- Avoir réalisé, au cours des deux derniers exercices, soit un chiffre d’affaires annuel hors taxes n’excédant pas soixante- quinze millions de dirhams, soit un total de bilan annuel n’excédant pas cinquante millions de dirhams."

Dans notre cas et par manque de données détaillées concernant sur le nombre des employés, nous nous contenterons d’adopter le critère du total de bilan pour définir notre échantillon. Il est vrai que les performances d’une entreprise peuvent être influencées par d’autres facteurs tels que les spécificités de son secteur d’activité, la qualité de management, l’efficacité de son organisation, l’efficience de ses procédés de travail, l’environnement dont elle travaille…ect.

Ces facteurs viennent s’ajouter à sa situation financière. Pourtant l’indisponibilité de l’information et les difficultés rencontrées pour y accéder ne nous ont pas permis de se baser sur les données autres que celles figurant dans les états financiers.

L'échantillon se compose de 7 PME non financières dont 4 PME du marché développement et 4 du marché de la croissance. Le tableau ci-dessous retrace les informations relatives aux 14 PME non financières publiées sur l'AMMC:

**Tableau n°6.1: Description des PME sélectionnées**

| N° | **Abréviations** | **Titres** | **Secteurs** | **Compartiment** | **Date d'introduction en bourse** | **Nombre de titre formant le capital** |
|---|---|---|---|---|---|---|
| **1** | SOT | SOTHEMA | Pharmaceutique | Marché Développement | 21/02/2005 | 1 800 000 |
| **2** | DRI | DARI COSPATE | Agroalimentaire | Marché Croissance | 11/07/2005 | 298 375 |
| **3** | CRS | CARTIER SAADA | Agroalimentaire | Marché Développement | 21/06/2006 | 5 265 000 |
| **4** | SRM | Société de Réalisations Mécaniques S.A | Commerce et transport | Marché Croissance | 12/12/2006 | 320 000 |
| **5** | PRO | PROMOPHARM | Pharmaceutique | Marché Croissance | 15/06/2007 | 1 000 000 |
| **6** | TIM | TIMAR | Commerce et transport | Marché Développement | 17/07/2007 | 301 100 |
| **7** | DLM | Delattre Levivier Maroc | Industrie métallurgique | Marché Développement | 29/04/2008 | 1250000 |

Source : Fiche technique élaborée à partir du site l'AMMC.

Brièvement, le tableau suivant expose l'objet social et les objectifs de l'introduction en bourse des PME sélectionnées.

**Tableau n°6.2: Objectifs de la cotation en bourses des PME sélectionnées**

| PME | Objet Social | Objectifs de l'opération de l'introduction en bourse |
|---|---|---|
| SOTHEMA | - La représentation, l'achat et la vente de tous les produits pharmaceutiques, chimiques, hygiéniques, biologiques, vétérinaires, d'herboristerie, de droguerie, de parfumerie et en général de tous produits qui en sont dérivés.<br>- La préparation, la fabrication, la transformation, le conditionnement, le façonnage, la distribution, l'importation, et l'exportation de tous les produits ci-dessus mentionnés, des produits médicaux, paramédicaux, de tout appareil médical, paramédical et de tout matériel chirurgical.<br>- L'étude, l'acquisition sous toutes ses formes, l'apport, la cession, l'exploitation de tous brevets, marques, procédés et licences. | - Institutionnaliser l'entreprise et son capital en ouvrant l'actionnariat au grand public, aux investisseurs institutionnels ainsi qu'aux salariés et partenaires de la société. En effet, l'ouverture du capital permettra de sortir de l'image de la PME traditionnelle, refermée sur elle-même, en faisant participer un plus grand nombre d'actionnaires à la rentabilité de la société.<br>- Accroître la notoriété de l'entreprise auprès de la communauté financière et du grand public.<br>- Renforcer la logique de performance et de transparence dans laquelle s'inscrit l'entreprise en se soumettant au jugement du marché.<br>- Permettre une liquidité des titres de capital de la société et par là même pérenniser la société.<br>- Faciliter le recours à des financements externes grâce à un accès direct aux marchés financiers 21/02/2005. |
| DARI COUSPATE | - La fabrication, l'achat, la vente, l'importation, l'exportation, la représentation, la distribution, le conditionnement de tous produits alimentaires et notamment les pâtes alimentaires, couscous et tous produits préparés industriellement avec de la farine ou de la semoule de blé dur : biscuits, pains d'épice, gaufrettes, entremets et autres.<br>- L'importation ou l'achat de matériel servant à l'impression de tous produits et accessoires d'emballage : papier, carton, polyéthylène, aluminium,…etc.<br>- L'achat de matériel, matières premières et consommables nécessaires à la transformation de tout ce qui se rapporte à l'objet ci-dessus défini et pour le compte exclusif de la société. | - Financer partiellement le programme d'investissement prévu par l'entreprise en fonds propres et limiter ainsi son niveau d'endettement. Ce programme d'investissement d'un montant global de 37 MDh vise à augmenter la capacité de production en couscous et pâtes alimentaires.<br>- Accélérer et accentuer le programme d'investissement initialement prévu par DARI COUSPATE par l'aménagement d'un nouveau site industriel sur lequel sera installée une ligne de production additionnelle au courant de l'exercice 2006.<br>- Accroître la notoriété de l'entreprise tant auprès de la communauté financière que du grand public.<br>- Pérenniser l'avenir de l'entreprise en institutionnalisant son tour de table et en permettant une plus grande liquidité de ses actions. |
| CARTIER SAADA | - Le commerce, le conditionnement et l'exportation des principaux produits et marchandises du pays.<br>- L'importation, la vente des produits ou marchandises de provenance étrangère.<br>- L'exploitation des usines de fabrication, appartenant à la société, de conserves alimentaires.<br>- Le commerce, l'exportation et l'importation des conserves alimentaires et éventuellement la mise en valeur et l'exploitation des propriétés agricoles qui lui appartiennent.<br>- Plus généralement, toutes les opérations commerciales, financières, industrielles et agricoles pouvant se rattacher directement ou indirectement à ces objets. | - Financer en partie le programme d'investissement prévu par l'entreprise en fonds propres et limiter ainsi son niveau d'endettement. Ce programme d'investissement d'un montant global de 27 MDh sur trois années vise à augmenter la capacité de stockage et de production de conserves d'olives.<br>- Accélérer et accentuer le programme d'investissement initialement prévu par CARTIER SAADA par l'aménagement d'une extension de site sur lequel sera installée une capacité additionnelle de stockage et de traitement à partir de l'exercice 2007.<br>- Accroître la notoriété de l'entreprise tant auprès de la communauté financière que du grand public.<br>- Pérenniser l'avenir de l'entreprise en institutionnalisant son tour de table. |

| | | |
|---|---|---|
| SRM SA (Société de Réalisations Mécaniques S.A) | - les études.<br>- la réalisation.<br>- l'importation et la vente d'installations mécaniques.<br>- la location de biens d'équipement et la vente de biens de consommation. | - L'introduction en bourse de SRM s'inscrit dans la stratégie financière de l'entreprise visant à diversifier et à accroître ses ressources permanentes.<br>- Renforcer les fonds propres et diminuer la dépendance vis-à-vis des encours bancaires à court terme.<br>- Financer le cycle d'exploitation de la société par le renforcement de la trésorerie.<br>- Financer le développement futur de la société en fonds propres.<br>- Accroître la notoriété de l'entreprise tant auprès de la communauté financière que des clients.<br>- Pérenniser l'avenir de l'entreprise en institutionnalisant son tour de table et en permettant une plus grande liquidité de ses actions. |
| PROMOPHARM | - La production, la commercialisation, la représentation, l'importation et l'exportation de toutes spécialités pharmaceutiques, de tous produits parapharmaceutiques, de dermopharmacie et de cosmétologie.<br>- La création, l'acquisition, la construction, l'exploitation directe ou indirecte, la prise à bail, la location ou la sous-location de tous immeubles, fonds de commerce, usines, établissements, entrepôts, locaux ou ateliers nécessaires à l'activité de la Société. | - Accompagner la libéralisation du capital pharmaceutique en institutionnalisant le capital de la Société.<br>- Accroître la notoriété de la Société auprès de la communauté financière et du grand public.<br>- Poursuivre et renforcer la logique de performance et de transparence dans laquelle s'inscrit la Société en se soumettant au jugement du marché.<br>- Valoriser le patrimoine des actionnaires. |
| TIMAR | - L'affrètement et le transport routier pour toutes destinations de toutes marchandises et matériel lourd.<br>- Commissionnaire de transport.<br>- Toutes opérations de transit, de transport terrestre, maritime, aérien et de toutes natures.<br>- Toutes opérations de manutention, d'entreposage, de toutes denrées et marchandises, toutes opérations de camionnage, douane et emmagasinage.<br>- L'exploitation de tous services de transport terrestre de marchandises.<br>- L'achat, la location, l'exploitation pour tous moyens de tous appareils et engins. | - Renforcer les fonds propres et améliorer la trésorerie.<br>- Diminuer la dépendance vis-à-vis des établissements de crédit.<br>- Financer le cycle d'exploitation de la société par le renforcement de la trésorerie.<br>- Accroître la notoriété de l'entreprise tant auprès de la communauté financière que des intervenants dans les secteurs du groupage, du transit et de la logistique.<br>- Accroître les exigences de performance et de transparence en se soumettant au jugement du marché. |
| DLM (Delattre Levivier Maroc) | - L'exploitation de toutes usines mécaniques et métallurgiques, la construction, l'installation et le commerce de tout matériel mécanique plus particulièrement toute entreprise visant les études, la fabrication, l'usinage, le montage, l'installation, la mise en œuvre et le commerce de toutes constructions métalliques pour industrie diverses.<br>- La transformation et le commerce de tous produits et demi-produits se rattachant à l'objet précité.<br>- La construction, la location, l'acquisition de toutes usines nécessaires aux industries de la Société et toutes opérations accessoires, similaires ou connexes avec celles ci-dessus énumérées. | - Institutionnaliser l'image de la société par l'ouverture de l'actionnariat au grand public et aux investisseurs institutionnels.<br>- Développer la notoriété de l'entreprise auprès de la communauté financière et du grand public.<br>- Diversifier ses sources de financement et augmenter son indépendance financière grâce à un accès direct aux marchés financiers.<br>- Poursuivre la logique de performance dans laquelle s'inscrit l'entreprise et renforcer le gage de transparence en se soumettant aux jugements du marché.<br>- Motiver et fidéliser ses collaborateurs en associant les salariés au capital de la société.<br>- Bénéficier des incitations fiscales1 prévues pour les sociétés désirant s'inscrite à la cote. |

Source : Fiche technique élaborée à partir du site l'AMMC.

## II. Choix des ratios financiers retenus

Vu que la plupart des PME non financières cotées n'ont diffusés leur premier état financier qu'à partir de l'exercice 2005 et puisque la majorité de ces PME n'ont pas publié ses trois états financiers avant la date de leur introduction en bourse. On a trouvé opportun de sélectionner que les PME qui ont publié les trois exercices précédant la date de leur introduction en bourse. Par conséquent, la période de cette analyse comparative s'étalera sur 10 ans allant de l'année N-3 jusqu'à l'exercice N+6 avec N la date d'introduction en bourse.

Le choix du nombre des ratios a été déterminé empiriquement. Il s'agissait d'éviter:

- Une multiplication de ratios financiers qui aurait abouti à une atomisation de l'échantillon;

- Une trop grande agrégation qui aurait affaibli la cohésion des types dégagés et rendue l'interprétation difficile.

A partir de la base des comptes annuels des sociétés cotées dont nous disposons, il a été nécessaire de constituer une batterie de ratios d'analyse financière, sous contrainte que l'information disponible permette de les calculer.

Un ratio est un rapport caractéristique entre deux grandeurs, il est choisi de telles manières qu'il ait une signification rationnelle pour étudier une situation ou une évolution.

Nous avons retenu neuf ratios permettant de rendre compte des spécificités économiques et financières des PME composant notre échantillon. Chaque PME est caractérisée par la structure de la moyenne de ces ratios sur la période de 10 ans, ceci afin d'éliminer d'éventuels effets conjoncturels.

Les ratios financiers que nous avons choisis ont été regroupés en trois groupes avec deux précautions à prendre en considération. La première précaution est relative à ce que chacune des grandeurs rapprochées doit être suffisamment bien définie et la deuxième est liée à ce que les deux grandeurs choisies doivent être homogènes. Cependant l'élimination de certains ratios financiers peut résulter soit d'un manque d'informations pour pouvoir les déterminer ou bien d'une complémentarité des ratios non retenus. Cette batterie de 9 ratios couvre tous les aspects de la vie de l'entreprise, elle se compose de trois groupes de ratios à savoir les ratios de l'endettement, de la liquidité et de la rentabilité.

Les ratios financiers retenus pour cette analyse statistique avec leurs formule et leurs définitions mesures, dont la source est établie le site web de l'AMMC et celui de la BVC, seront présentés dans le tableau suivant:

**Tableau n°6.3: Présentation des ratios retenus avec leurs formules**

| Ratios financiers | Formules | Définitions |
|---|---|---|
| **Groupe N°1 : Ratios de la solvabilité** | | |
| Ratio de l'endettement total | (Total des Dettes / Total du Passif) x100 | Il mesure la dépendance financière extérieure. Plus ce ratio est élevé, plus faible est l'endettement total relatif donc meilleur est la possibilité de remboursement des créanciers. |
| Ratio de l'autonomie Financière | (Capitaux Propres / Total Passif) x100 | Il indique la capacité de l'entreprise à s'endetter et il traduit le degré de l'indépendance financière de l'entreprise vis-à-vis des tiers, il permet également d'apprécier la probabilité de remboursement des créances en cas de liquidation de l'entreprise. |
| Ratio d'indépendance financière | (Capitaux propres / Capitaux permanents) x100 | Il met en relief la capacité de l'entreprise à se financer par ses propres moyens. |
| **Groupe N°2 : Ratios de la liquidité** | | |
| Ratios de liquidité générale | (Actif à moins d'un an / Dettes à moins d'un an) x100 | Il apprécie la capacité de l'entreprise à rembourser ses dettes les plus exigibles à partir de la liquidation de ses actifs les plus disponibles. |
| Ratios de liquidité réduite | (Actifs à Court Terme hors stocks / Dettes à Court Terme) x100 | Il évalue les actifs à moins d'un an hors stocks dont la liquidité est incertaine par rapport au passif exigible à court terme. |
| Ratios liquidité immédiate | (Disponibilités / Dettes à moins d'un an) x100 | Indique la part des dettes à très court terme qui pourraient être instantanément remboursées par prélèvement sur l'encaisse déjà disponible. |
| **Groupe N°3 : Ratios de la rentabilité** | | |
| Ratio de la rentabilité économique | (Résultat d'Exploitation / Actif Economique) x100 | La rentabilité d'exploitation mesure l'efficacité de l'outil économique utilisé par l'entreprise pour son exploitation courante. L'intérêt de la rentabilité économique est de pouvoir isoler les seules performances de l'appareil productif indépendamment des modes de financement retenus par l'entreprise. |
| Ratio de la rentabilité financière | (Résultat Net / Capitaux Propres) x100 | Il mesure la capacité de l'entreprise à rémunérer ses actionnaires et il correspond au taux de rémunération globale revenant potentiellement aux fonds propres. Il mesure la capacité de l'entreprise à servir un résultat à ses actionnaires. |
| Ratio de taux de marge brut | Résultat d'exploitation / chiffre d'affaires | Il indique la capacité de l'entreprise à générer de la rentabilité à partir du chiffre d'affaires. |

Source : Tableau élaboré par nos soins.

## Section 2 : Etudes statistiques de l'effet de l'introduction en bourse sur les indicateurs de performances financières des PME marocaines

La méthodologie adoptée pour évaluer l'impact de la cotation sur les indicateurs de performances financières des PME marocaines consiste à vérifier les hypothèses, formant notre problématique, à travers des études statistiques. Il s'agit particulièrement de trois hypothèses :

- La première hypothèse : l'effet favorable de la cotation en bourse sur la solvabilité des PME nouvellement introduites en bourse.

- La deuxième hypothèse : l'effet favorable de la cotation en bourse sur la liquidité des PME nouvellement introduites en bourse.

- La troisième hypothèse : l'effet favorable de la cotation en bourse sur la rentabilité des PME nouvellement introduites en bourse.

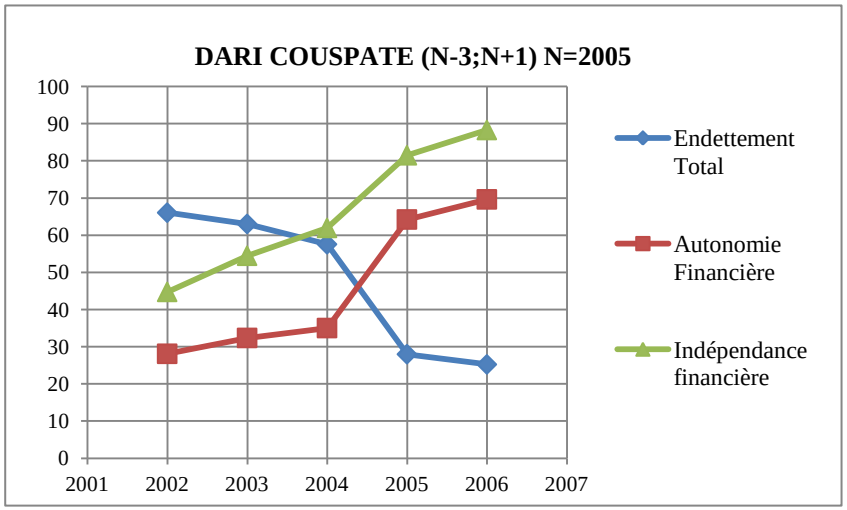
En conséquence, cette vérification statistique de ces hypothèses contribue à formuler un certain jugement sur la santé financière de ces PME nouvellement introduites en bourse. Ainsi, cette section s'organise en trois paragraphes. Dans le premier paragraphe nous étudions les effets immédiats de l'introduction en bourse de l'échantillon présenté dans la première section. Dans le deuxième paragraphe, nous analyserons les effets à terme de cette cotation en bourse sur l'échantillon retenu. Et dans le troisième paragraphe, nous établissons une analyse comparative des PME sélectionnées.

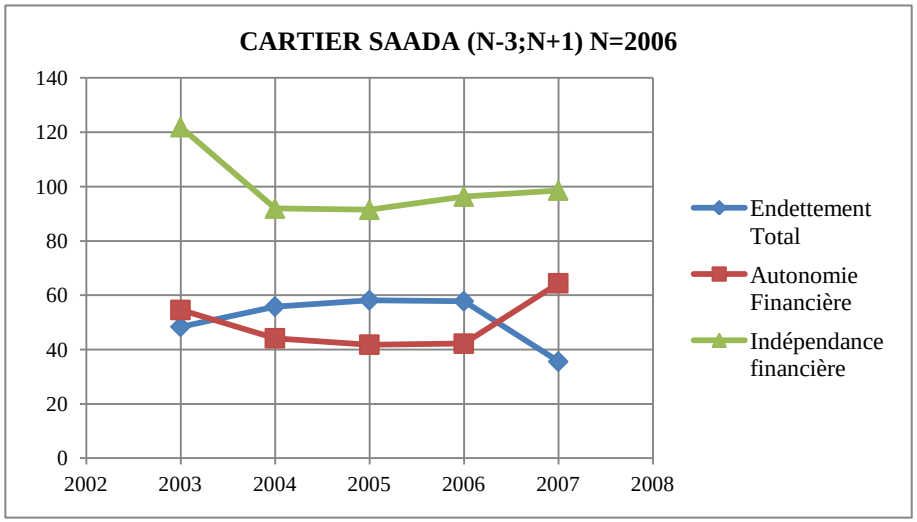
### §1. Etude des effets immédiats de l'introduction en bourse

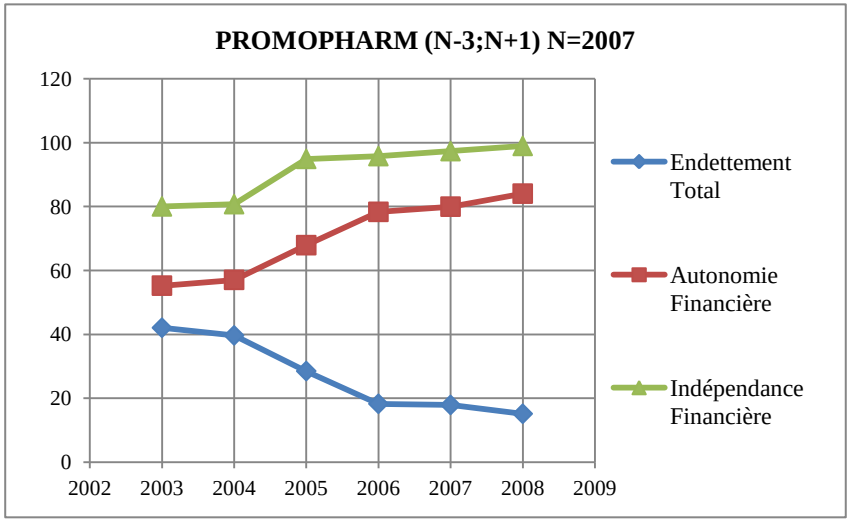
Pour cela, il serait nécessaire de préciser que les effets immédiats couvrent la période allant de N-3 jusqu'à N+1, avec N date d'introduction en bourse qui se différent d'une entreprise à l'autre. De plus, nous présentons les résultats de ces effets immédiats dans des graphiques élaborés à partir des ratios de la solvabilité, de la liquidité et de la rentabilité. Et sur la base de ces graphiques, nous effectuerons des interprétations et des comparaisons entre les 7 PME non financières constituant l'échantillon.

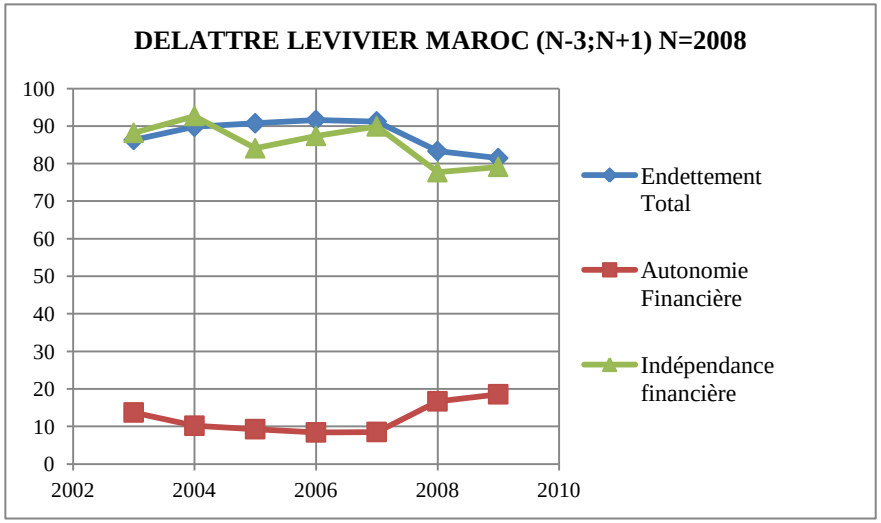
#### I. Analyse des résultats des ratios de la solvabilité

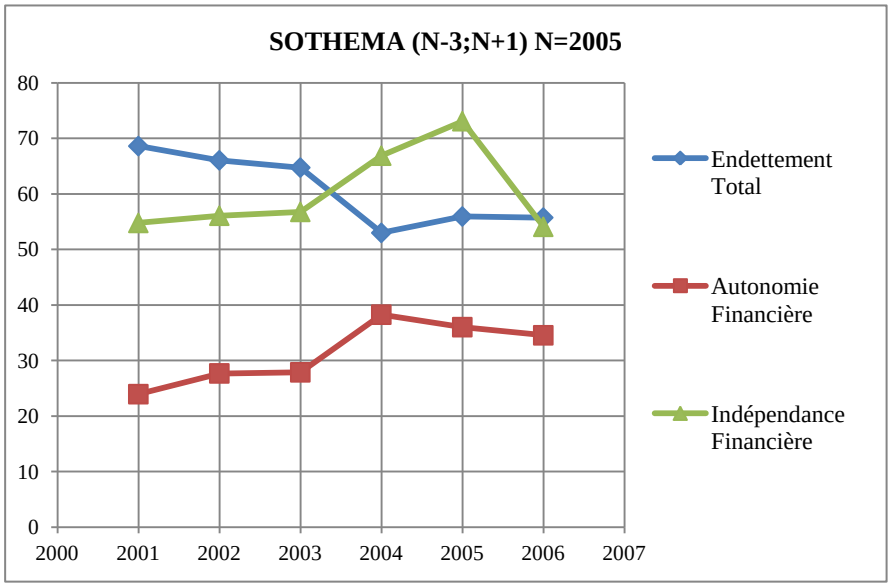
La solvabilité d'une entreprise peut être définie comme la capacité de cette dernière à honorer ses engagements de moyen et long terme. Trois ratios sont couramment utilisés pour apprécier la solvabilité des entreprises. Il s'agit principalement des ratios de l'endettement total, de l'autonomie financière et de l'indépendance financière.

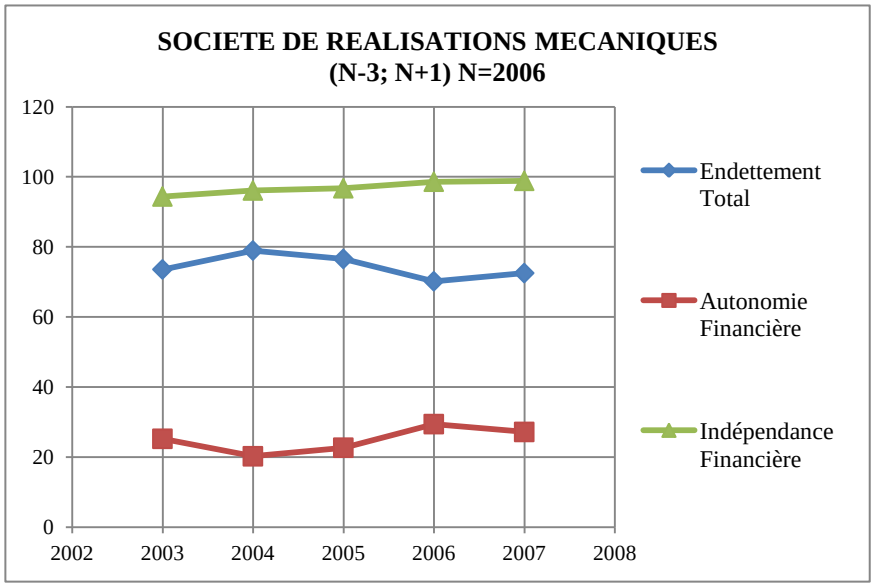

DARI COUSPATE (N-3;N+1) N=2005
100
90
80
70
60
50
40
30
20
10
0
2001
2002
2003
2004
2005
2006
2007
Endettement Total
Autonomie Financière
Indépendance financière

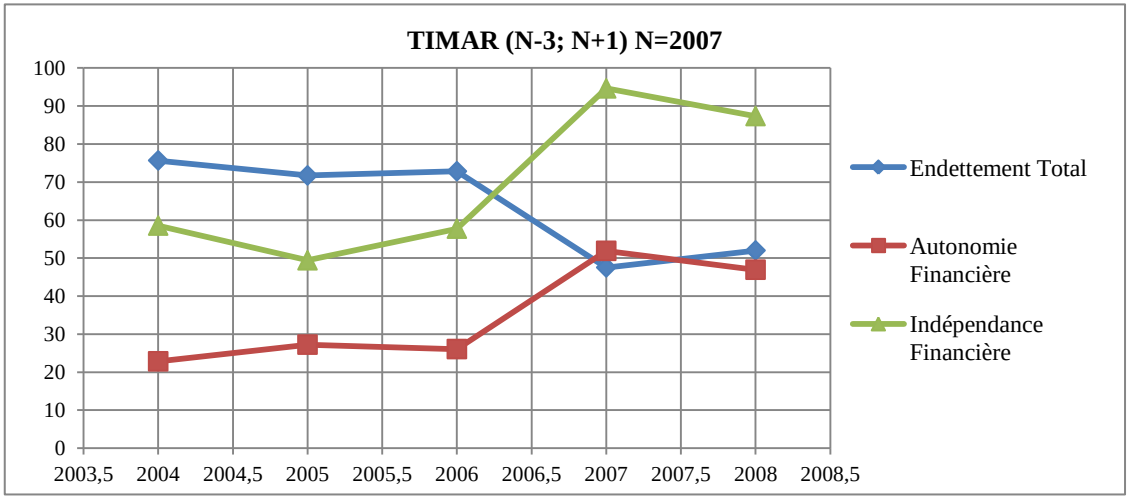

CARTIER SAADA (N-3;N+1) N=2006
140
120
100
80
60
40
20
0
2002
2003
2004
2005
2006
2007
2008
Endettement Total
Autonomie Financière
Indépendance financière


PROMOPHARM (N-3;N+1) N=2007
120
100
80
60
40
20
0
2002
2003
2004
2005
2006
2007
2008
2009
Endettement Total
Autonomie Financière
Indépendance Financière


DELATTRE LEVIVIER MAROC (N-3;N+1) N=2008
100
90
80
70
60
50
40
30
20
10
0
2002
2004
2006
2008
2010
Endettement Total
Autonomie Financière
Indépendance financière


SOTHEMA (N-3;N+1) N=2005
80
70
60
50
40
30
20
10
0
2000
2001
2002
2003
2004
2005
2006
2007
Endettement Total
Autonomie Financière
Indépendance Financière


SOCIETE DE REALISATIONS MECANIQUES
(N-3; N+1) N=2006
120
100
80
60
40
20
0
2002
2003
2004
2005
2006
2007
2008
Endettement Total
Autonomie Financière
Indépendance Financière


TIMAR (N-3; N+1) N=2007
100
90
80
70
60
50
40
30
20
10
0
2003,5
2004
2004,5
2005
2005,5
2006
2006,5
2007
2007,5
2008
2008,5
Endettement Total
Autonomie Financière
Indépendance Financière

Afin de soulever cet effet immédiat de la cotation en bourse sur la santé financière de ces 7 PME nouvellement introduite en bourse. On a jugé opportun d'étudier l'évolution de ces trois ratios de solvabilité reflétant la structure financière à travers ces graphiques en dessus, ce qui va permettre une analyse comparée de la performance financière des 7 PME avant et après l'introduction.

D'après ces graphiques, l'introduction en bourse semble avoir une influence positive sur la solvabilité pour les quatre premières PME et un effet défavorable pour les trois autres. Ainsi, pour les quatre premières PME, on a constaté une amélioration de ces trois ratios de la solvabilité. Ainsi, l'évolution du ratio de l'endettement total montre clairement qu'après la date d'introduction N, on observe une baisse du niveau l'endettement total des quatre premières PME. De plus, ce mouvement net de désendettement de ces PME va de pair avec une augmentation du ratio de l'indépendance financière et celui de l'autonomie financière.

Cette baisse du ratio de l'endettement total dans ces quatre premières PME peut être expliquée par un mouvement de renforcement des fonds propres suite à leur introduction en bourse. En effet, sur la période de N à N+1, le ratio d'endettement total continue de diminuer pour atteindre un niveau inférieur à celui enregistré sur la période de N-3 à N.

Pour les quatre dernières PME, on a constaté une légère augmentation du ratio de l'endettement total notée sur la période de N à N+1. Cette évolution convient de pair avec une légère diminution des ratios de l'indépendance financière et de l'autonomie financière. Ce constat reflète le poids de l'endettement dans le total de la richesse procurée par ces quatre PME et elle permet d'éliminer l'effet favorable lié au renforcement des fonds propres par leur introduction en bourse et de tenir compte de l'environnement conjoncturel. Cette situation peut être expliquée par des problèmes de gestion et de leurs activités.

Par conséquent, nous remarquons que les quartes premières PME ont bien bénéficié de leur introduction en bourse. Ce constat a été justifié par une diminution de l'endettement total accompagné par une augmentation de leur indépendance financière et de leur autonomie financière. Par ailleurs, nous constatons qu'une consolidation des fonds propres dans les quatre dernières PME, du fait de leur introduction en bourse, n'a pas été nécessairement accompagnée d'un mouvement de désendettement conséquent sur la période de N à N+1. Cette observation laisse supposer qu'un besoin en fonds important incite ces PME à s'endetter malgré une augmentation de leurs ressources internes.

## II. Analyse des résultats des ratios de la liquidité

La liquidité concerne la capacité de l'entreprise de faire face à ses engagements à court terme. Cet aspect est particulièrement important pour les créanciers à court terme, en premier lieu les fournisseurs et les établissements de crédit, mais aussi le fisc.

Le ratio de liquidité générale mesure la capacité de l'entreprise à pouvoir faire face à ses engagements à court terme. Une valeur supérieure à l'unité est signe de liquidités saines, car elle est capable de rembourser l'entièreté de ses dettes courtes terme. Une valeur supérieure à 2 est très confortable. Une valeur inférieure à l'unité est considérée comme étant problématique puisque la société n'est plus en mesure de faire face à ses engagements à court terme, donc de les rembourser. Une valeur très élevée du ratio de liquidité au sens large n'est cependant pas nécessairement avantageuse car elle pourrait signifier ici que l'entreprise surinvestit en actifs circulants.

Le ratio de la liquidité réduite ne prend en compte que les actifs vraiment très liquides et éloigne les stocks, jugés moins liquides. En effet, on peut considérer qu'un stock minimal doit exister dans l'entreprise et donc, ce stock minimal peut être considéré comme de l'immobiliser. Ce ratio traduit toute l'importance des stocks dans les actifs circulants.

Une augmentation de la part des stocks dans les actifs circulants entraîne une diminution de la liquidité, puisque les stocks permettent moins facilement de répondre à des dettes que par exemple des moyens liquides et des placements de trésorerie.

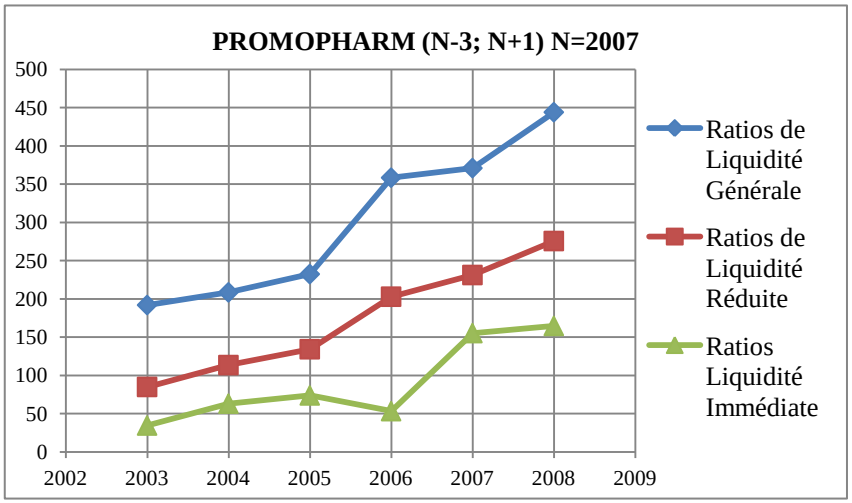
- une valeur supérieure à 1 est très confortable;

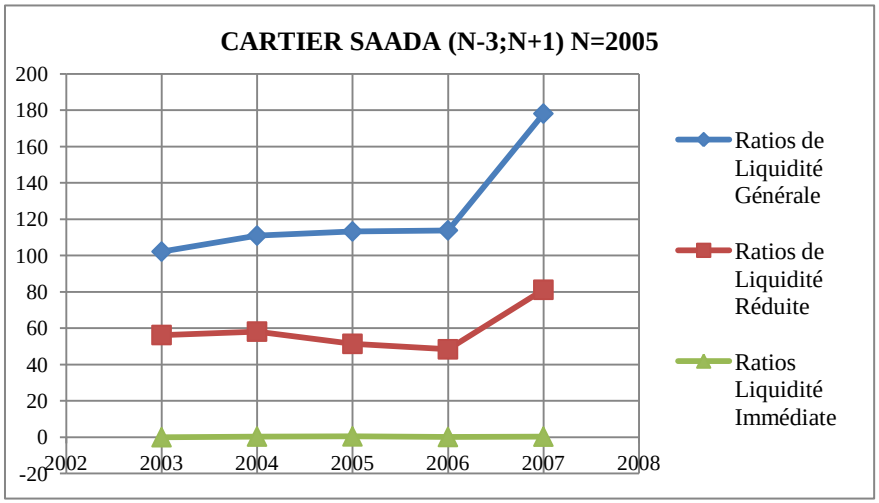
- une valeur inférieure à 1 est problématique;

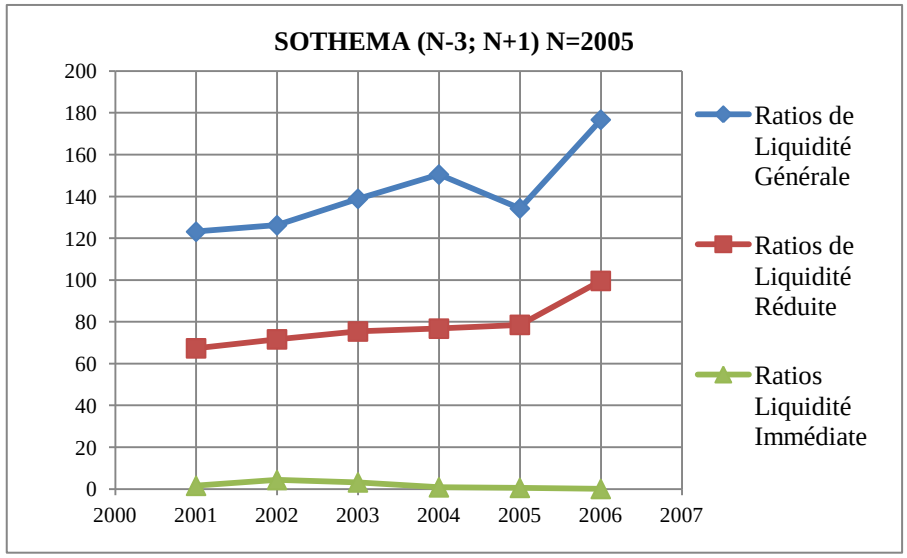
- une valeur inférieure à 0.5 montre un déséquilibre et un manque de trésorerie flagrant et donc le recours à des dettes court terme pour honorer certains engagements, l'allongement des délais de paiement des fournisseurs et/ou clients, etc. Ce ratio est parfois utilisé par les fournisseurs de crédit pour accepter ou rejeter une commande.

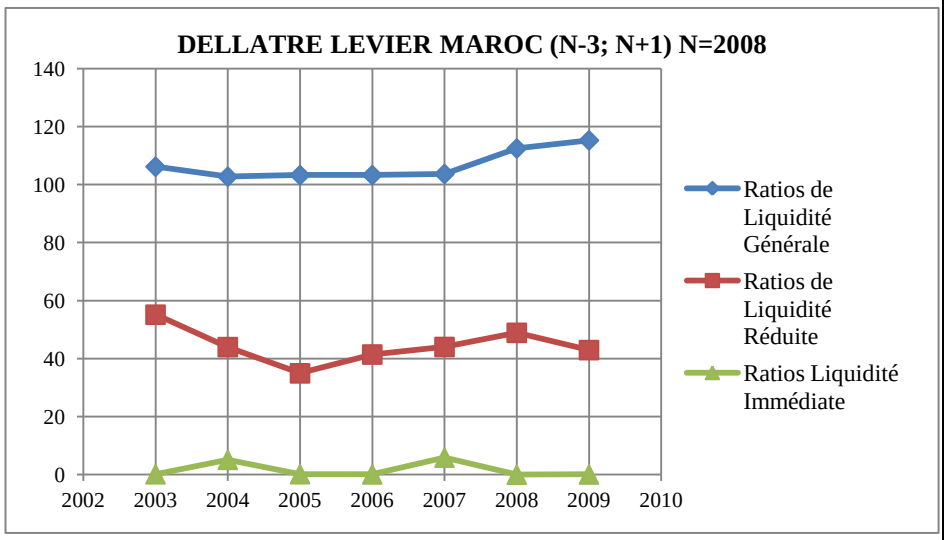
Le ratio la liquidité immédiate permet d'établir la capacité à faire face aux besoins de trésorerie immédiats. Il est toutefois sujet à de fortes fluctuations journalières.

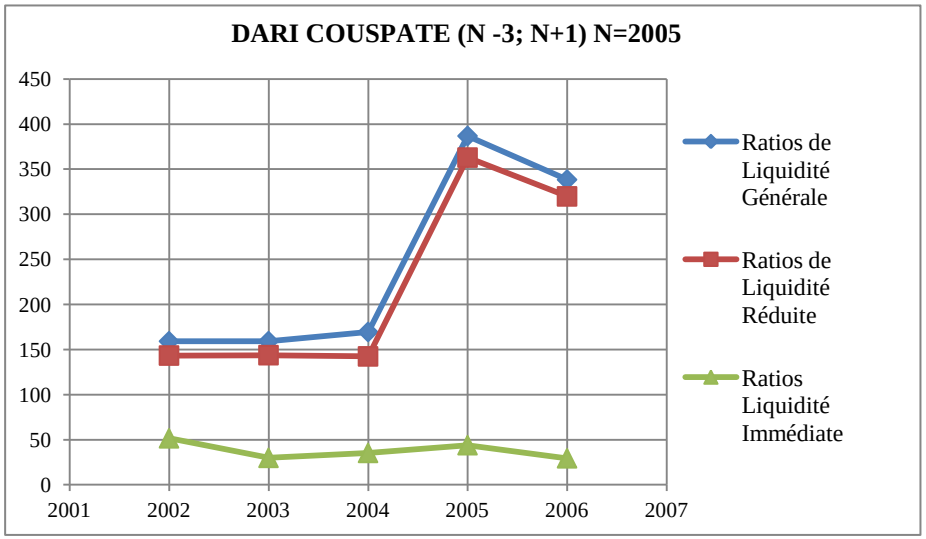
Les graphiques suivant retracent les effets immédiats de l'introduction en bourse de l'échantillon choisi sur la période (N-3 ; N+1).

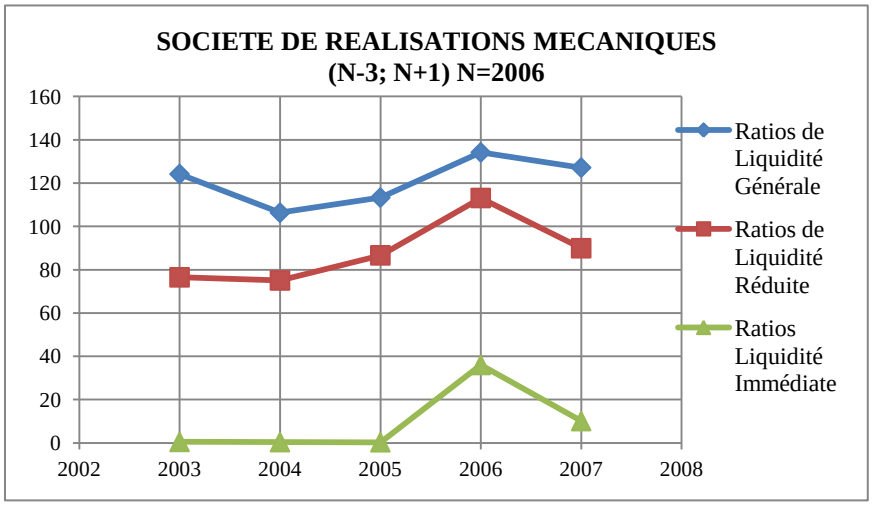

PROMOPHARM (N-3; N+1) N=2007
500
450
400
350
300
250
200
150
100
50
0
2002
2003
2004
2005
2006
2007
2008
2009
Ratios de Liquidité Générale
Ratios de Liquidité Réduite
Ratios Liquidité Immédiate

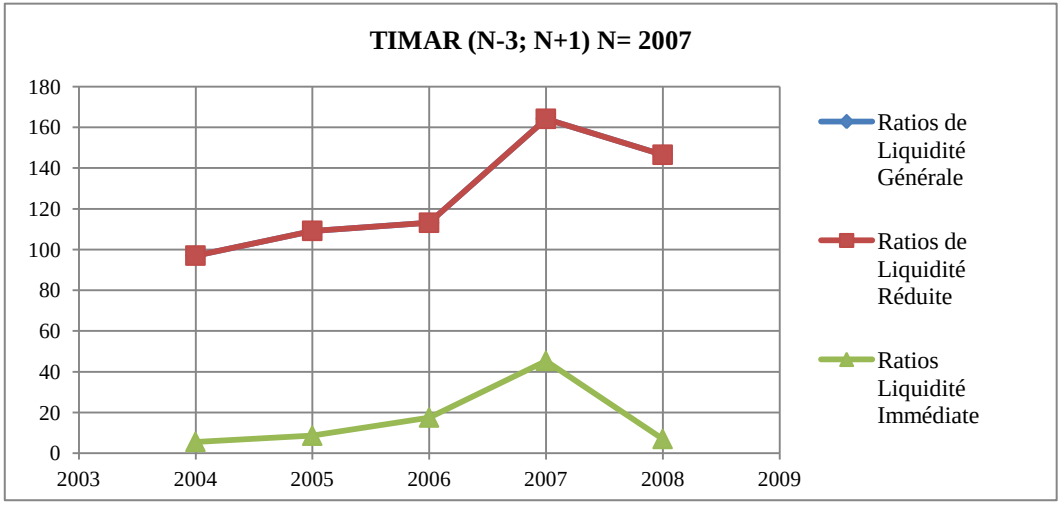

CARTIER SAADA (N-3;N+1) N=2005
200
180
160
140
120
100
80
60
40
20
0
-20
2002
2003
2004
2005
2006
2007
2008
Ratios de Liquidité Générale
Ratios de Liquidité Réduite
Ratios Liquidité Immédiate


SOTHEMA (N-3; N+1) N=2005
200
180
160
140
120
100
80
60
40
20
0
2000
2001
2002
2003
2004
2005
2006
2007
Ratios de Liquidité Générale
Ratios de Liquidité Réduite
Ratios Liquidité Immédiate


DELLATRE LEVIER MAROC (N-3; N+1) N=2008
140
120
100
80
60
40
20
0
2002
2003
2004
2005
2006
2007
2008
2009
2010
Ratios de Liquidité Générale
Ratios de Liquidité Réduite
Ratios Liquidité Immédiate


DARI COUSPATE (N -3; N+1) N=2005
450
400
350
300
250
200
150
100
50
0
2001
2002
2003
2004
2005
2006
2007
Ratios de Liquidité Générale
Ratios de Liquidité Réduite
Ratios Liquidité Immédiate


SOCIETE DE REALISATIONS MECANIQUES
(N-3; N+1) N=2006
160
140
120
100
80
60
40
20
0
2002
2003
2004
2005
2006
2007
2008
Ratios de Liquidité Générale
Ratios de Liquidité Réduite
Ratios Liquidité Immédiate


TIMAR (N-3; N+1) N= 2007
180
160
140
120
100
80
60
40
20
0
2003
2004
2005
2006
2007
2008
2009
Ratios de Liquidité Générale
Ratios de Liquidité Réduite
Ratios Liquidité Immédiate

En principe, l'entrée en bourse doit permettre à l'entreprise d'accroitre sa liquidité et sa trésorerie. Dans ce qui suit, nous vérifierons ce postulat à travers l'analyse de ces graphiques qui dévoile l'état de la liquidité et de la trésorerie de ces PME cotées sur la période N-3 à N+1.

D'après ces graphiques, l'introduction en bourse semble avoir une influence positive pour les quatre premières PME et un effet défavorable sur la liquidité pour les trois autres PME constituant l'échantillon des 7 PME cotées. Ainsi, pour les quatre premières PME, on a constaté une amélioration de ces trois ratios de la liquidité et surtout pour les deux PME PROMOPHARM et CARTIER SAADA. Ainsi, la croissance du ratio de la liquidité générale a été observée clairement après la date d'introduction N.

Ce ratio de liquidité générale traduit l'existence d'un fonds de roulement positif : cela veut dire que les stocks sont financés en partie par des capitaux permanents. De plus, on constate une augmentation importante pour ce ratio, ceci représente en générale une situation financière beaucoup plus saine de ces quatre premières PME.

De plus, cette évolution du ratio de la liquidité générale de ces quartes premières PME a été accompagnée par une augmentation du ratio de la liquidité réduite et celui de la liquidité immédiat principalement pour ces deux PME PROMOPHARM et CARTIER SAADA.

En effet, le ratio de la liquidité réduite a gardé approximativement le même rythme d'évolution. Ce qui signifie que ces quatre premières PME détiennent des actifs à court terme à un niveau suffisant pour être à tous moment en état d'assurer leurs échéances.

Mais il faut noter que, même avec ce niveau de ratio, ces quatre premières PME peuvent rencontrer de difficultés de trésorerie. C'est le cas des PME SOTHEMA et DELATTRE LEVIVIER qui accordent des crédits clients nettement supérieurs aux crédits fournisseurs. L'idéal est donc que les crédits accordés par les fournisseurs soit supérieurs aux crédits consentis aux clients.

Pour ce qui est du ratio de liquidité immédiate, son niveau est resté bas et constant, ce qui représente une situation pouvant être considérée comme normal eu égard à l'efficacité de la gestion de la trésorerie immédiate menée par la société en question.

Par contre, les quatre dernières PME elles ont enregistré une diminution de leur liquidité. En effet, le ratio de la liquidité générale a baissé traduisant l'existence d'une baisse du fonds de roulement toute en restant positif. Ce qui montre que ces quatre dernières PME n'ont pas la capacité à rembourser ses dettes les plus exigibles à partir de la liquidation des actifs les plus disponibles.

De même pour le ratio de la liquidité réduite et immédiat qui ont enregistré tous les deux un important affaiblissement ce qui explique l'existence d'un manque de liquidité de ces PME malgré son introduction à la bourse.

Par conséquent, il ressort de l'analyse de ces ratios de liquidité, que la situation de la trésorerie et de la liquidité des quatre premières PME a bien profité de leur cotation en bourse. Cela peut être expliqué par le fait que la cotation en bourse lui ont permis de renforcer leurs liquidités et leurs trésoreries. Par ailleurs, les quatre dernières PME ont enregistré une détérioration de leurs liquidités qui semble être expliquée par une mauvaise gestion de trésorerie.

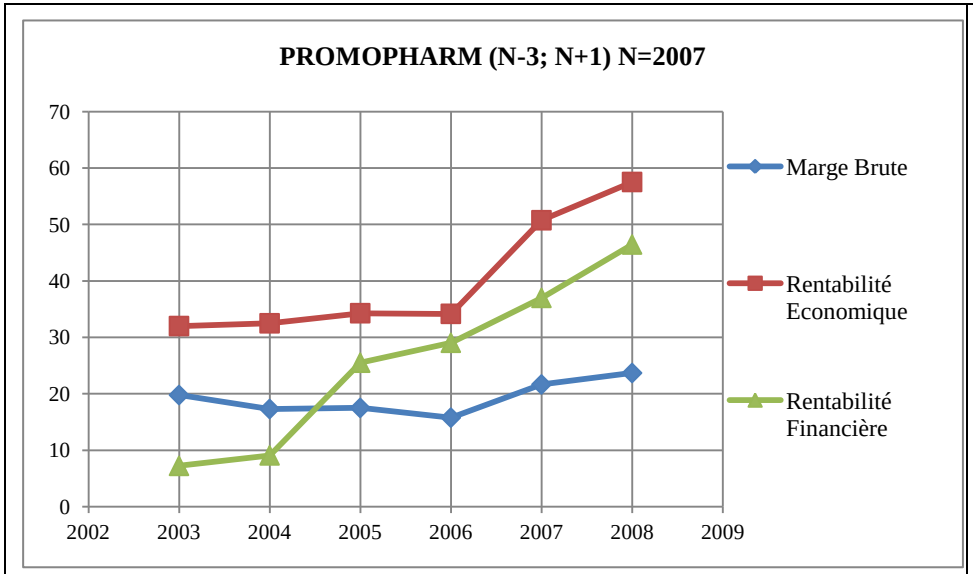
**III. Analyse des résultats des ratios de la rentabilité**

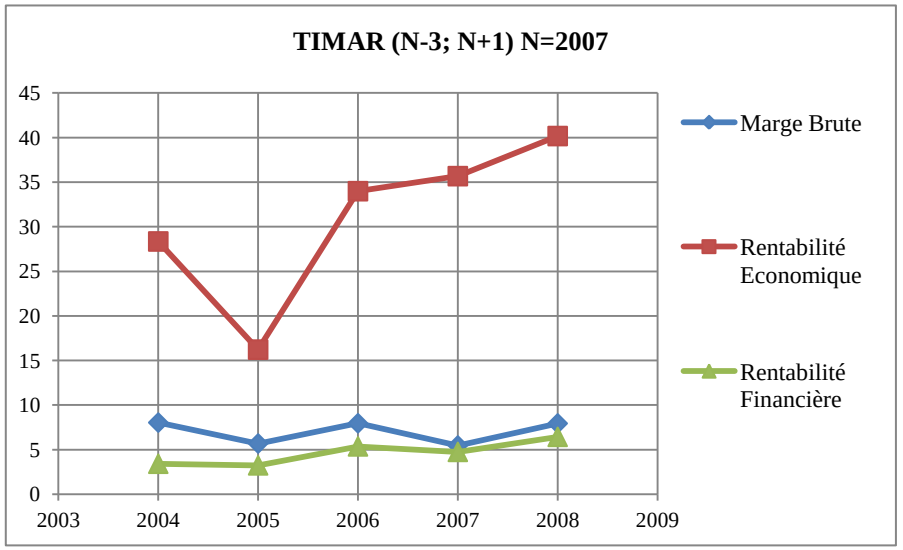
La rentabilité est un indicateur qui représente la capacité d'une entreprise à réaliser des bénéfices à partir des moyens mis en œuvre.

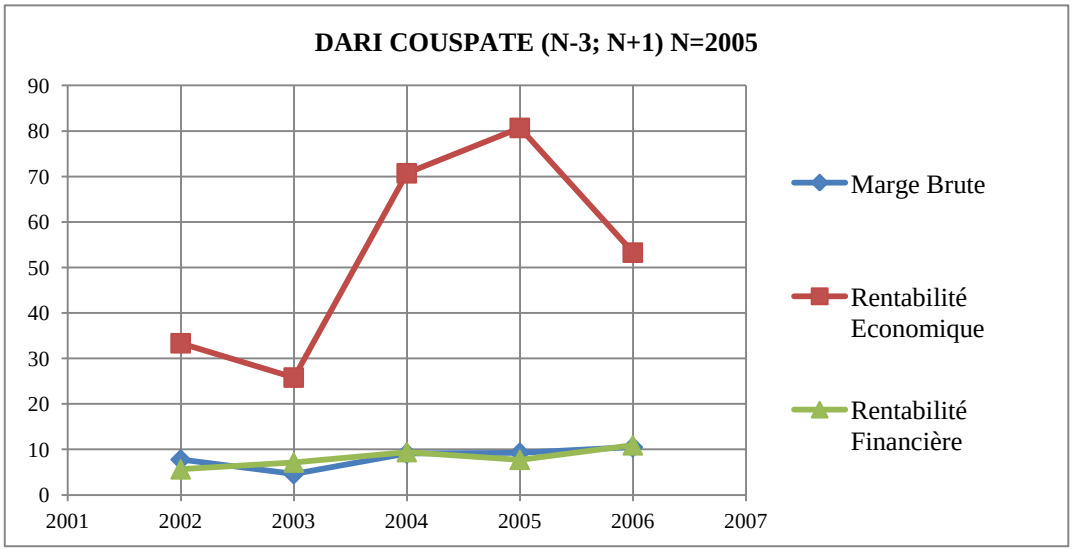
La rentabilité représente l'évaluation de la performance des ressources investies par des apporteurs de capitaux. C'est donc l'outil d'évaluation privilégié par l'analyse financière. On distingue deux types de rentabilité économique et la rentabilité financière.

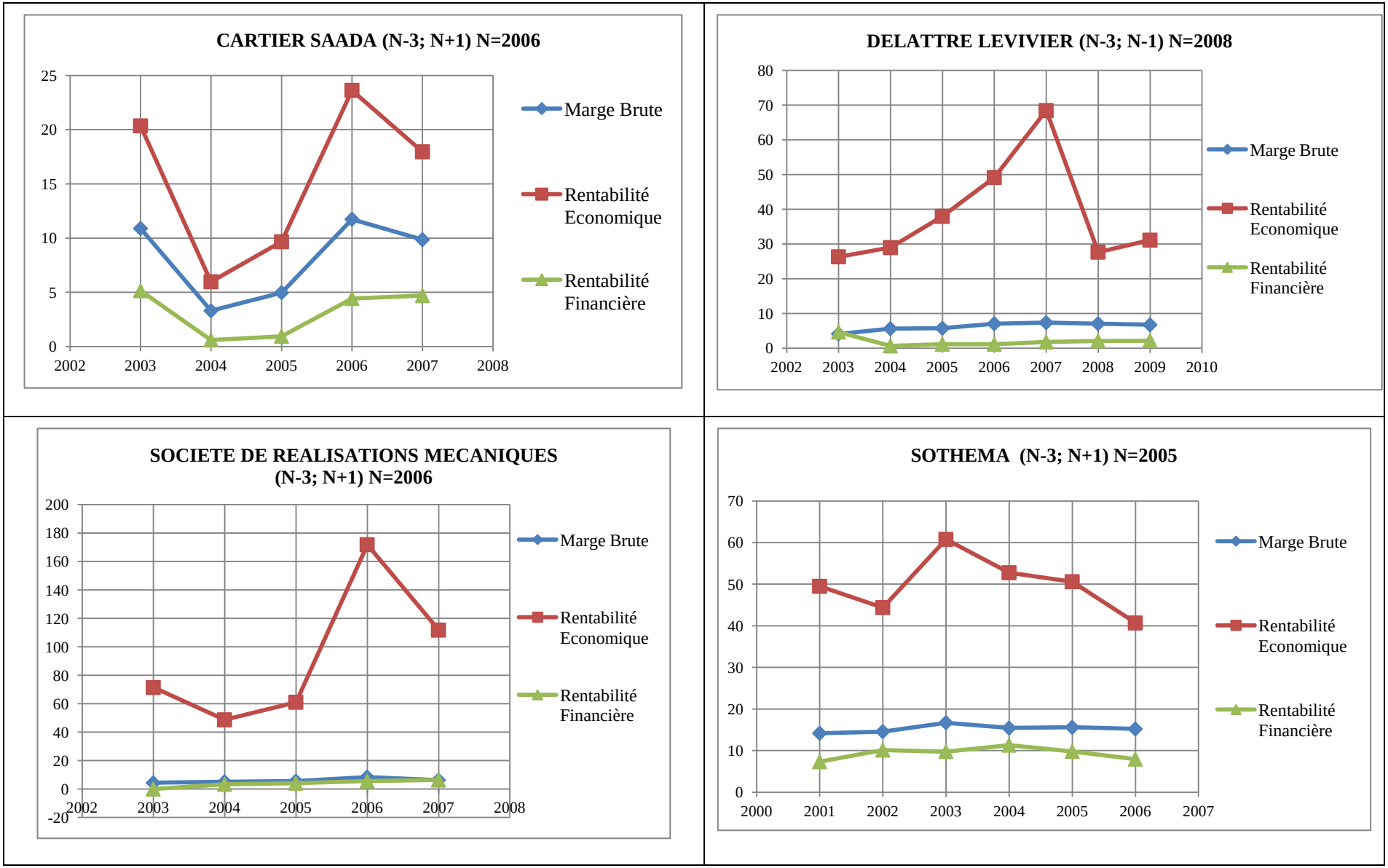
En principe, l'entrée en bourse doit permettre à l'entreprise d'améliorer sa rentabilité. Dans ce qui suit, nous vérifierons ce postulat à travers l'analyse des graphiques suivant.

L'analyse de la rentabilité est conditionnée d'une part, par la croissance de l'activité. Et d'autre part, par des indicateurs mesurant les performances globales telles que le taux de la valeur ajoutée qui mesure le poids de la valeur ajoutée dans le chiffre d'affaires, et le taux de marge brute d'exploitation qui mesure le niveau relatif du résultat, indépendamment de la politique financière, de la politique d'investissement, de l'incidence de la fiscalité et de l'incidence des éléments exceptionnels.  Ainsi nous avons jugé utile d'analyser les ratios suivants:


PROMOPHARM (N-3; N+1) N=2007
70
60
50
40
30
20
10
0
2002
2003
2004
2005
2006
2007
2008
2009
Marge Brute
Rentabilité Economique
Rentabilité Financière


TIMAR (N-3; N+1) N=2007
45
40
35
30
25
20
15
10
5
0
2003
2004
2005
2006
2007
2008
2009
Marge Brute
Rentabilité Economique
Rentabilité Financière


DARI COUSPATE (N-3; N+1) N=2005
90
80
70
60
50
40
30
20
10
0
2001
2002
2003
2004
2005
2006
2007
Marge Brute
Rentabilité Economique
Rentabilité Financière


CARTIER SAADA (N-3; N+1) N=2006
25
20
15
10
5
0
2002
2003
2004
2005
2006
2007
2008
Marge Brute
Rentabilité Economique
Rentabilité Financière
DELATTRE LEVIVIER (N-3; N-1) N=2008
80
70
60
50
40
30
20
10
0
2002
2003
2004
2005
2006
2007
2008
2009
2010
Marge Brute
Rentabilité Economique
Rentabilité Financière
SOCIETE DE REALISATIONS MECANIQUES
(N-3; N+1) N=2006
200
180
160
140
120
100
80
60
40
20
0
-20
2002
2003
2004
2005
2006
2007
2008
Marge Brute
Rentabilité Economique
Rentabilité Financière
SOTHEMA (N-3; N+1) N=2005
70
60
50
40
30
20
10
0
2000
2001
2002
2003
2004
2005
2006
2007
Marge Brute
Rentabilité Economique
Rentabilité Financière

L'analyse de la rentabilité est conditionnée d'une part, par la croissance de l'activité. Et d'autre part, par des indicateurs mesurant les performances globales telles que le taux de la valeur ajoutée qui mesure le poids de la valeur ajoutée dans le chiffre d'affaires, et le taux de marge brute d'exploitation qui mesure le niveau relatif du résultat, indépendamment de la politique financière, de la politique d'investissement, de l'incidence de la fiscalité et de l'incidence des éléments exceptionnels.

Afin de dégager cet effet immédiat de la cotation en bourse sur l'état de la rentabilité de ces 7 PME nouvellement introduite en bourse. On a jugé utile d'étudier l'évolution de ces trois ratios de rentabilité à travers les ratios de marge brute, de la rentabilité économique et celui de la rentabilité financière en utilisant les graphiques en dessus, ce qui va nous aider à faire une analyse comparée de la performance financière des 7 PME avant et après l'introduction.

D'après ces graphiques, l'introduction en bourse semble avoir une influence positive sur la rentabilité pour les trois premières PME et un effet défavorable pour les quatre autres PME restantes. Ainsi, pour les quatre premières PME, on a constaté une amélioration de ces trois ratios de la rentabilité. A l'exception du ratio de rentabilité du PME DARI COUSPATE qui a enregistré une baisse de son niveau du ratio de la rentabilité économique après 2005 la date d'introduction en bourse. Cette diminution peut être expliquée par la chute du résultat d'exploitation malgré une forte augmentation de son actif immobilisé durant la période N et N+1.

S'agissant des quatre dernières PME, on a constaté une baisse du niveau de ces trois ratios de la rentabilité à partir de leurs dates d'introduction à l'exception du PME DELATTRE LEVIVIER qui a enregistré une augmentation de son ratio de rentabilité économique. De plus, ces quatre dernières PME viennent de marquer un accroissement de ces trois ratios de la rentabilité avant la date de leurs introductions en bourse.

Par conséquent, il semble que la cotation en bourse a été bénéfique pour les quatre premières PME sur la période de N-3 à N+1. Ce constat a été vérifié par la croissance de leurs trois ratios de la rentabilité. Par ailleurs, les quatre dernières PME qui parviennent à enregistrer une croissance de ces trois ratios de rentabilité avant leurs dates d'introduction en bourse. Cette croissance se transforme à une baisse du niveau de ces trois ratios de la rentabilité après la date de leurs introductions en bourse. Cela ne peut pas être expliqué par l'effet de la bourse mais plutôt, c'est une résultante de la qualité de gestion de ces quatre dernières PME.

## §2. Etude des effets à terme de l'introduction en bourse

Apres avoir étudier les effets immédiats (de N-3 à N+1) de l'introduction en bourse de l'échantillon sélectionné de 7 PME cotées en analysant les graphiques des ratios de la solvabilité, la liquidité et la rentabilité de ces PME. Dans ce deuxième paragraphe, on a jugé utile de faire un examen des effets à terme de (N-3 à N+6) de l'introduction en bourse de ces PME. De plus, nous présentons les résultats de ces effets à terme seront présentés dans des tableaux de coefficients angulaires des ratios de la solvabilité, de la liquidité et de la rentabilité. Et sur la base de ces tableaux préparés à partir de la méthode des moindres carrées, nous effectuerons des interprétations et des comparaisons entre les 7 PME non financières constituant l'échantillon.

### I. Analyse des résultats des ratios de la solvabilité

L'approximation par la méthode des moindres carrées a permis de calculer à terme les coefficients angulaires et de corrélations des 7 PME sélectionnées. Les résultats statistiques de ce groupe de ratios peuvent être résumés dans le tableau suivant:

**Tableau n°6.4 : Coefficients d'ajustement des ratios de la solvabilité**

| PME | Ratios | a | b | $R^2$ |
|---|---|---|---|---|
| **CARTIER SAADA** | Endettement Total | -0,87 | 1800,00 | 0,15 |
| | Autonomie Financière | 0,63 | -1214,22 | 0,08 |
| | Indépendance financière | -1,44 | 2982,38 | 0,32 |
| **DARI COUSPATE** | Endettement Total | -1,91 | 3880,99 | 0,34 |
| | Autonomie Financière | 2,47 | -4897,87 | 0,48 |
| | Indépendance financière | 3,15 | -6235,45 | 0,63 |
| **DELATTRE LEVIVIER MAROC** | Endettement Total | -0,71 | 1520,59 | 0,23 |
| | Autonomie Financière | 0,71 | -1411,49 | 0,22 |
| | Indépendance financière | -1,85 | 3790,44 | 0,68 |
| **PROMOPHARM** | Endettement Total | -1,09 | 2205,47 | 0,21 |
| | Autonomie Financière | 1,32 | -2580,29 | 0,25 |
| | Indépendance financière | 1,40 | -2724,39 | 0,59 |
| **SOTHEMA** | Endettement Total | -1,59 | 3248,30 | 0,84 |
| | Autonomie Financière | 1,73 | -3431,86 | 0,86 |
| | Indépendance financière | 1,83 | -3605,22 | 0,62 |
| **SRM SA** | Endettement Total | -2,19 | 4461,08 | 0,35 |
| | Autonomie Financière | 1,37 | -2729,97 | 0,39 |
| | Indépendance financière | 0,38 | -658,79 | 0,73 |
| **TIMAR** | Endettement Total | -1,94 | 3950,25 | 0,43 |
| | Autonomie Financière | 1,86 | -3687,08 | 0,40 |
| | Indépendance financière | 3,64 | -7228,42 | 0,64 |

Source : D'après l'étude effectuée sur l'échantillon.

L'examen du coefficient angulaire du ratio de l'endettement total montre, sur la période considérée (N-3 ; N+6), un affaiblissement net de l'endettement pour l'ensemble de ces PME. De plus les coefficients de corrélation, par leur niveau plus proche de 1 surtout pour SOTHEMA, confirment nettement ce constat.

Par ailleurs, l'analyse des coefficients angulaires du ratio de l'autonomie financière indique sur la même période un accroissement du ratio de l'autonomie financière pour la majorité de ces PME. Ainsi, les coefficients de corrélation, par leur niveau plus proche de 1 surtout pour SOTHEMA, témoignent nettement cette conclusion.

S'agissant des coefficients angulaires relatifs au ratio de l'indépendance financière et à l'exception du deux PME (CARTIER SAADA et DLM), on a remarqué que ce ratio a enregistré également une augmentation pour la majorité de ces PME. De même, les

coefficients de corrélation, par leur niveau plus proche de 1 surtout pour SRM SA, affirme nettement cette situation.

D'après, l'analyse, par la méthode des moindre carrés, de l'effet à terme de l'introduction en bourse sur les trois ratios de la solvabilité, nous a permis de noter que la majorité des PME ont bien bénéficié de leur introduction en bourse. A l'exception de quelques PME, ce constat a été justifié par une diminution de l'endettement total accompagnée par une augmentation de leur indépendance financière et de leur autonomie financière sur la période de N-3 à N+6.

## II. Analyse des résultats des ratios de la liquidité

L'évaluation par la méthode des moindres carrées a permis de calculer à terme les coefficients angulaires et de corrélations relatifs aux trois ratios de liquidité. Les résultats statistiques de ce groupe de ratios peuvent être synthétisés dans le tableau suivant:

**Tableau n°6.5 : Coefficients d'ajustement des ratios de la liquidité**

| PME | Ratios | a | b | $R^2$ |
|---|---|---|---|---|
| **CARTIER SAADA** | Liquidité Générale | 5,46 | -10818,92 | 0,51 |
| | Liquidité Réduite | 1,14 | -2230,79 | 0,13 |
| | Liquidité Immédiate | 0,08 | -163,17 | 0,24 |
| **DARI COUSPATE** | Liquidité Générale | 3,78 | -7353,03 | 0,06 |
| | Liquidité Réduite | 3,58 | -6959,27 | 0,06 |
| | Liquidité Immédiate | 0,38 | -731,13 | 0,01 |
| **DELATTRE LEVIVIER MAROC** | Liquidité Générale | 0,41 | -707,91 | 0,03 |
| | Liquidité Réduite | 0,02 | -1,39 | 0,00 |
| | Liquidité Immédiate | 0,04 | -73,23 | 0,00 |
| **PROMOPHARM** | Liquidité Générale | 10,72 | -21196,53 | 0,19 |
| | Liquidité Réduite | 12,23 | -24357,98 | 0,47 |
| | Liquidité Immédiate | 0,93 | -1793,34 | 0,01 |
| **SOTHEMA** | Liquidité Générale | 2,58 | -5018,15 | 0,38 |
| | Liquidité Réduite | 1,98 | -3886,90 | 0,44 |
| | Liquidité Immédiate | -0,12 | 242,94 | 0,24 |
| **SRM SA** | Liquidité Générale | 10,38 | -20691,14 | 0,32 |
| | Liquidité Réduite | 8,65 | -17261,41 | 0,41 |
| | Liquidité Immédiate | 0,09 | -166,58 | 0,00 |
| **TIMAR** | Liquidité Générale | 2,61 | -5106,75 | 0,17 |
| | Liquidité Réduite | 2,61 | -5106,75 | 0,17 |
| | Liquidité Immédiate | -0,87 | 1755,44 | 0,07 |

Source : D'après l'étude effectuée sur l'échantillon.

D’après ce tableau ci-dessus, l’analyse des coefficients angulaires des ratios de la liquidité générale et celui de la liquidité immédiate a permis de constater que la plupart des PME ont enregistré une augmentation du ratio de la liquidité générale sur la période de N-3 à N+6. Cette évolution du ratio de liquidité générale a été accompagnée par une croissance du ratio de liquidité réduite. De plus, les coefficients de corrélation, par leur niveau plus proche de 1 surtout pour CARTIER SAADA, confirment nettement ce constat.

Concernant des coefficients angulaires relatifs au ratio de la liquidité immédiate et à l’exception des deux PME (TIMAR et SOTHEMA), on a remarqué que ce ratio a enregistré également une augmentation pour la cinq PME restante.

Par conséquent, l’analyse, par la méthode des moindres carrés, de l’effet à terme de l’introduction en bourse sur les trois ratios de la liquidité, nous a permis de constater que la majorité des PME ont bien profité de leur introduction en bourse. En effet, et à l’exception de quelques PME, ce constat a été justifié par une croissance du niveau la liquidité générale conjuguée par une augmentation des ratios de la liquidité réduite et immédiate sur la période de N-3 à N+6.

**III. Analyse des résultats des ratios de la rentabilité**

Les résultats de l’étude des coefficients angulaires et de corrélations relatifs aux trois ratios de la rentabilité, élaborés à partir de la méthode des moindres carrées, ont été repris dans le tableau suivant:

**Tableau n°6.6 : Coefficients d'ajustement des ratios de la rentabilité**

| PME | Ratios | a | b | $R^2$ |
|---|---|---|---|---|
| **CARTIER SAADA** | Marge Brute | 0,12 | -227,56 | 0,01 |
| | Rentabilité Economique | 0,17 | -315,12 | 0,01 |
| | Rentabilité Financière | 0,14 | -268,39 | 0,04 |
| **DARI COUSPATE** | Marge Brute | 0,02 | -24,34 | 0,001 |
| | Rentabilité Economique | 1,43 | -2812,50 | 0,05 |
| | Rentabilité Financière | 0,25 | -487,09 | 0,13 |
| **DELATTRE LEVIVIER MAROC** | Marge Brute | 0,56 | -1108,46 | 0,22 |
| | Rentabilité Economique | -1,83 | 3698,06 | 0,19 |
| | Rentabilité Financière | -0,09 | 175,33 | 0,05 |
| **PROMOPHARM** | Marge Brute | 0,44 | -871,41 | 0,30 |
| | Rentabilité Economique | 5,43 | -10859,11 | 0,83 |
| | Rentabilité Financière | 4,56 | -9126,98 | 0,82 |
| **SOTHEMA** | Marge Brute | -0,03 | 83,04 | 0,02 |
| | Rentabilité Economique | -0,97 | 1997,78 | 0,22 |
| | Rentabilité Financière | 0,001 | 7,03 | 0,00001 |
| **SRM SA** | Marge Brute | -0,02 | 50,10 | 0,00 |
| | Rentabilité Economique | 84,44 | -169113,62 | 0,26 |
| | Rentabilité Financière | -0,08 | 157,10 | 0,02 |
| **TIMAR** | Marge Brute | -0,30 | 606,76 | 0,37 |
| | Rentabilité Economique | -1,32 | 2686,33 | 0,29 |
| | Rentabilité Financière | -0,52 | 1050,33 | 0,22 |

Source : D'après l'étude effectuée sur l'échantillon.

D'après ce tableau ci-dessus, l'analyse des coefficients angulaires des ratios de la rentabilité économique et celui de la marge brute a permis de relever que, à l'exception de certaines PME notamment DLM, TIMAR, SOTHEMA et SRM SA, les autres PME ont enregistré une augmentation de leurs ratios de rentabilité économique et de la marge brute durant la période de N-3 à N+6. Excepté la PME PROMOPHARM dont le niveau de son coefficient de corrélation a été plus proche de 1, cette évolution de ces deux ratios a été accompagnée par un niveau des coefficients de corrélation loin de 1.

Par ailleurs, les coefficients angulaires relatifs au ratio de la rentabilité financière, on a remarqué que la moitie de l'échantillon ont enregistré une croissance avec un niveau des coefficients de corrélation loin de 1. De plus, le coefficient de corrélation PROMOPHARM a gardé son niveau plus proche de 1.

Pour conclure, l'analyse, par la méthode des moindres carrés, de l'effet à terme de l'introduction en bourse sur les trois ratios de la liquidité, nous a permis de remarquer que l'introduction en bourse a été profitable à terme pour la majorité des PME. Ce résultat a été prouvé par l'accroissement des trois ratios de rentabilité.

## §3. Analyse comparative des PME cotées à la bourse

Pour achever cette section consacrée à l'étude statistique de l'effet de l'introduction en bourse sur les PME, on a estimé important d'effectuer une analyse comparative des coefficients angulaires durant la période de N-3 à N+6. Cette analyse se limitera seulement à trois ratios les plus significatifs. Ainsi, on a sélectionné le ratio de l'endettement représentant les ratios de la solvabilité, le ratio de la liquidité générale représentant les ratios de la liquidité et le ratio de la rentabilité financière représentant les ratios de la rentabilité.

Les résultats de cette analyse comparative ont été repris dans le tableau suivant:

**Tableau n°6.7: Coefficients angulaires "a" sur la période N-3 à N+6**

| PME | Ratio de l'endettement Total | | Ratio de la liquidité générale | | Ratio de la rentabilité économique | | Ratio de la rentabilité financière | |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| **CARTIER SAADA** | -0,87 | - | 5,46 | + | 5,43 | + | 0,136 | + |
| **DARI COUSPATE** | -1,91 | - | 3,78 | + | 84,44 | + | 0,25 | + |
| **DLM** | -0,71 | - | 0,41 | + | 1,43 | + | -0,09 | - |
| **PROMOPHARM** | -1,09 | - | 10,72 | + | 0,17 | + | 4,56 | + |
| **SOTHEMA** | -1,59 | - | 2,58 | + | -1,83 | - | 0,001 | + |
| **SRM SA** | -2,19 | - | 10,38 | + | -0,97 | - | -0,08 | - |
| **TIMAR** | -1,94 | - | 2,61 | + | -1,32 | - | -0,52 | - |

Source : D'après l'étude effectuée sur l'échantillon. (+) : Effet favorable ; (-) : Effet défavorable.

L'analyse du tableau en dessus a permis de soulever les constats suivant :

- Le coefficient angulaire du ratio de l'endettement total a marqué un signe négatif pour les sept PME. Ce qui signifie que l'effet de l'introduction en bourse a été bénéfique pour les sept PME. Ce constat peut être justifié par le mouvement décroissant de l'endettement total enregistré par ces PME durant la période considérée.

- De même, le signe du coefficient angulaire du ratio de la liquidité générale est resté positif pour les sept PME durant toute la période de N-3 à N+6. Ce qui confirme que la décision de l'introduction en bourse a été profitable pour la majorité des PME. Ce résultat a été prouvé par l'accroissement du ratio de la liquidité générale permettant ainsi de renforcer leurs liquidités.

- s’agissant le coefficient angulaire du ratio de la rentabilité économique a noté un signe positif seulement pour la moitié des PME de l’échantillon. Ce qui montre que l’impact de l’introduction en bourse a été favorable seulement pour les quatre PME. Cet impact a été vérifié par l’augmentation du ratio de la rentabilité économique. Par ailleurs, il est intéressant de noter que les trois PME, dont le coefficient de corrélation était négatif, ont inscrit une faible baisse de leurs ratios de rentabilité économique.

- s’agissant le coefficient angulaire du ratio de la rentabilité financière a noté un signe positif seulement pour la moitié des PME de l’échantillon. Ce qui montre que l’impact de l’introduction en bourse a été favorable seulement pour les quatre PME. Cet impact a été vérifié par l’augmentation du ratio de la rentabilité financière. Par ailleurs, il est intéressant de noter que les trois PME, dont le coefficient de corrélation était négatif, ont inscrit une faible baisse de leurs ratios de rentabilité financière.

Pour conclure, on pouvait attester que l’événement de l’introduction en bourse a été bénéfique pour la majorité des PME cotées, constituant notre échantillon. Ce constat peut être justifié par le mouvement de désendettement et le renforcement de la liquidité et de la rentabilité enregistré par ces PME durant la période considérée. Par conséquent, notre étude statistique adoptée, pour évaluer l’impact de la cotation sur les indicateurs de performances financières des PME marocaines, a contribué à la vérification de nos hypothèses sur lesquelles est formée notre problématique.

## Section 3 : Etude économétrique de l’impact de la cotation en bourse sur les indicateurs de performance financière des PME marocaines

Après avoir étudié, dans la seconde section, l’analyse statistique de l’impact de l’introduction en bourse sur les performances financières des PME récemment cotées à la bourse. On a jugé opportun de compléter et d’enrichir cette analyse par une étude économétrique afin de valider notre recherche tout en essayant de répondre à notre problématique qui peut se résumer comme suit : "L’événement de l’introduction en bourse entraine un effet favorable sur les indicateurs de performances financières des PME cotées à la bourse ?"

Nous testons nos hypothèses par un modèle économétrique estimé sur données de panel construit à partir d’un échantillon de 7 PME nouvellement introduites à la bourse des valeurs mobilières de Casablanca sur la période de N-3 à N+6.

Cette section est construite de la manière suivante : dans un premier axe, nous exposons une revue de littérature retraçant les modèles explicatifs de la décision de s’introduire en bourse,

avant de proposer une synthèse des principales études empiriques dans un deuxième axe. Pour finir, le troisième axe étalera les résultats de l'étude de l'impact de la cotation sur la performance financière des PME marocaines nouvellement introduites à la bourse de Casablanca.

## §1. Revue des travaux théoriques

Dans cette recherche, nous essayons d'expliquer l'impact de la cotation à la bourse sur la performance financière des PME depuis leurs introductions en bourse. Pour y parvenir, nous se basons sur un cadre théorique qui a fait l'objet du premier paragraphe de la présente section. Ainsi, nous interpellons les apports théoriques de carde de référence tout en prenant en compte les caractéristiques du contexte marocain.

La méthode de recherche adoptée peut être qualifiée de qualitative. En effet, les effectifs d'une entreprise ou ses valeurs comptables et financières sont des objets visibles et accessibles directement.

L'analyse de l'impact de l'introduction en bourse sur la performance des entreprises a fait l'objet de plusieurs travaux établis par les auteurs et les chercheurs se sont intéressés à ce phénomène. Théoriquement Sont nombreux les facteurs qui paraissent les plus explicatifs de cet impact.

En effet, notre problématique est constituée de deux concepts qui nécessitent un cadrage théorique spécifique. Il s'agit de l'introduction en bourse d'une entreprise et de sa performance financière. Le premier concept a fait l'objet de plusieurs recherches depuis le début des années quatre-vingts qui ont abouti à plusieurs modèles explicatifs de la décision de s'introduire en bourse. Le second a fait l'objet de recherche des théories de la gouvernance.

### I. Modèles explicatifs de la décision d'introduction en bourse

Le choix d'une structure financière optimale a été développé par les travaux de Modigliani et Miller (1958)[163], (1963)[164] adoptant ainsi la théorie du compromis. Leur objectif était de choisir un ratio d'endettement optimal à même d'améliorer la valeur de l'entreprise; mais avec l'intégration des coûts de faillite (Stiglitz, 1969) le financement par fonds propres a repris son avantage comparatif.

[163] Modigliani F., Miller M.H (1958),"The Cost of Capital, Corporate Finance and Theory of Investment", American Economic Review, vol.68, n°3, p.261-297.
[164] Modigliani F., Miller M.H. (1963),"Corporate Income Taxes and the Cost of Capital : a Correction", American Economic Review, vol.53, n°3, p.433-443.

Cette théorie a été remise en question par celle du financement hiérarchique (Pecking Order Theory) établit par Myers and Majluf (1984)[165] dont le fondement est basé sur l'asymétrie d'information qui existe entre les propriétaires et les dirigeants d'une part, et les bailleurs de fonds d'autre part. En l'absence de cotation, les premiers disposent de l'information privilégiée que les seconds ignorent rendant invraisemblable le maintien d'un niveau d'endettement cible.

Les insuffisances de ces deux théories pour expliquer le phénomène des introductions en bourse ont été améliorées par la théorie du "Market Timing". Dans ce cadre, S.Chaouani[166] a signalé deux modèles explicatifs de la décision de s'introduire en bourse. Le premier se renferme sur les avantages de la cotation, quant au deuxième, il se préoccupe aux contraintes de la décision d'introduction en bourse.

Pour le premier modèle, a relevé une revue de littérature selon un ordre chronologique que nous résumons comme suit :

- Rajan (1992), Jacquillat (1994), Jobard (1996) avancent que les avantages de la cotation se résument dans la diversification des sources de financement notamment, l'accès au financement hybride limité aux sociétés cotées.

- Pour Zingales (1995), l'introduction en bourse représente une étape dans le processus de la vente de l'entreprise et bénéficier de sa valeur marchande sensée être supérieure à sa valeur comptable.

- Pagano et ali. (1998), se sont focalisés sur le rôle de la diversification des sources de financement à travers la bourse dans l'amélioration du pouvoir de négociation avec les banques.

- Quant à Mello et Parsons (1998), l'objectif de l'actionnaire, s'il le désire, est de se déposséder de ses titres pour se retirer de l'affaire ou pour obtenir des liquidités.

- Pagano et Roell (1998), Chemmanur et Fulghieri (1998), pour qui la restructuration du contrôle et la structure du capital désirée par les actionnaires d'origine ne peuvent se réaliser qu'à travers une cotation en bourse.

- Maskimovic et Pichler, (2001), ont avancés que l'introduction en bourse est motivée par le souci des dirigeants d'accroitre la notoriété de l'entreprise et la valeur de ses actifs financiers.

[165] Myers S., Majluf N. (1984), "Corporate Financing and Investment Decision when Firms Have Information Investors Do not Have", Journal of Financial Economics, n°13, p.187-221.
[166] SLIM CHAOUANI, La performance des introductions en bourse : une étude des déterminants et des effets de la cotation sur la place de Paris, Thèse de doctorat, Université des sciences et technologie de Lille, juin 2009.

- En 2002, Ritter et Welch ont mis l'accent sur le timing des introductions en bourse (market timing), notamment lorsque le marché est surévalué. Ainsi, les entreprises émettent des titres lorsque les cours sont élevés et les rachètent quand les cours baissent bénéficiant de conditions meilleures de la bourse.

Par ailleurs, les modèles fondés sur les contraintes de l'introduction en bourse ont mis l'accent plutôt sur les coûts liés à la décision d'introduction en bourse et qui peuvent décourager les entreprises, notamment les PME, de recourir aux marchés financiers.

De façon général, il y a les coûts liés à l'introduction en bourse : directs relatifs aux frais légaux, honoraires de l'organisme placeur et la publicité de l'opération ; et indirects liés à la perte du contrôle de la société suite à la dilution du capital, ainsi que l'effort et le travail de l'équipe dirigeante pour réaliser l'opération et lancer la communication financière.

En outre, il y a les coûts liés au séjour en bourse : lors de l'introduction à la bourse il y lieu de payer (ainsi que les souscripteurs) la commission d'admission à la cote, qui est de 0,10%. A cela s'ajoute l'obligation de produire des rapports d'activités et de la communication financière périodique conformes à la réglementation en vigueur adoptée par l'AMMC. Cette obligation suppose un coût lié aux prestations des commissaires aux comptes et la divulgation d'informations sensibles au grand public notamment, les concurrents.

En fin, il y a lieu de noter la présence d'un coût implicite supporté par les actionnaires lors d'une introduction en bourse. Il s'agit de l'écart entre le prix d'offre et le premier cours coté qui est positif selon Ritter (1987).

Par conséquent, ces différents coûts et ces contraintes peuvent décourager les PME de recourir aux marchés de capitaux et, ainsi se priver de sources financières importantes et de moindre coût.

**II. Concept de la performance dans les théories de la gouvernance**

La performance est un concept à large spectre : les définitions sont multiples et les indicateurs de mesure sont divers et nombreux. Ce qui explique la difficulté de trouver une seule définition comme le note De La Villarmois " tous les modèles proposant une représentation du concept de performance aboutissent à la même conclusion : c'est un concept (ou un construit) difficile à appréhender à cause de ses dimensions multiples".

Dans cette perspective, on a trouvé opportun de limiter notre champ de recherche à celui de la performance financière afin de proposer une définition claire et pertinente. Ce choix ne sous-

estime en rien les autres dimensions de la performance. Restreindre le concept de la performance au seul angle financier revient à se fixer pour objectif stratégique l'amélioration de la valeur actionnariale. Aborder cette notion nous amène à évoquer son cadre théorique, en l'occurrence les théories de la gouvernance qui suggèrent que la maximisation de la valeur actionnariale nécessite l'alignement des intérêts des dirigeants sur ceux des actionnaires.

Au sujet de la performance, et d'après Céline Chatelin et Stéphane Trébucq[167] "depuis ses origines, ce débat rattachant la structure de propriété au niveau de performance, s'est organisé autour de deux constantes. La première est conceptuelle, et porte sur les divergences d'intérêts existant entre les propriétaires – ou plus largement les apporteurs de capitaux - et le dirigeant. La seconde est opérationnelle, et renvoie à la difficulté d'établir des contrôles efficaces et des mesures fiables de la performance des entreprises".

Toutefois, la théorie d'agence a sollicité un ajustement des intérêts des dirigeants sur ceux des actionnaires (Jensen et Meckling, 1976)[168], (Charreaux et Desbrières 1998)[169]. En effet, les conflits qui naissent entre eux peuvent affaiblir le niveau de la performance et poussent les dirigeants à rechercher la croissance, à diversifier les activités de l'entreprise et à mettre en place une stratégie pour sauvegarder leurs intérêts au détriment des actionnaires et autres partenaires.

Afin d'éviter ce conflit, Jensen (1993) propose quatre mécanismes pouvant réguler les divergences entre actionnaires et dirigeants et ainsi la performance de l'entreprise et ses propriétaires. Le premier mécanisme concerne le contrôle interne instauré par le conseil d'administration; le second est relatif aux règles instaurées par les autorités des marchés financiers ; le troisième est relatif aux règles de fonctionnement du marché financier; le dernier mécanisme est attaché au marché des biens et services.

Au Maroc, les entreprises cotées en bourse, qui sont de forme sociétale et disposent d'un capital concentré. La plupart de ces entreprises sont sous le contrôle d'un ou de deux actionnaires qui sont de nature familiale et qui exercent un pouvoir important sur la prise de décision via le conseil d'administration.

[167] Celine Chatelin et Stephane Trébucq, "Stabilité et évolution du cadre conceptuel en gouvernance d'entreprise : un essai de synthèse", Neuvièmes journées d'histoire de la comptabilité et du management Jeudi 20 et Vendredi 21 mars 2003 CREFIGE, Université Paris- dauphine.

[168] Jensen M.C., Meckling W.H. (1976), "Theory of the Firm : Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure", Journal of Financial Economics, vol.3, p.305-360.

[169] Charreaux G., Desbrières P. (1998), "Gouvernance des entreprises: valeur partenriale contre valeur actionnariale", Finance, comptabilité, stratégie, vol.1, n°2, p.57-88.

## §2. Synthèse des études empiriques

Les études effectuées sur l'évolution des performances économiques des entreprises nouvellement introduites en bourse, ont montré le déclin de ces performances après l'opération d'introduction. Ainsi, Jain et Kini (1994) ont procédé à une étude sur un échantillon de 682 entreprises introduites en bourse sur la période 1976-1988, et ont conclu que les entreprises introduites en bourse connaissent une augmentation de leurs performances plus que les entreprises de l'échantillon de contrôle (échantillon composé des entreprises appartenant au même secteur d'activité) l'année précédant l'introduction. Toutefois, les performances de ces entreprises se détériorent significativement sur les trois années qui suivent la date d'introduction comparativement à celles des entreprises de contrôle.

De leur part, Mikkelson, Partch et Shah (1997) ont confirmé les résultats obtenus par Jain et Kini (1994). Ces auteurs ont observé dans leur étude effectuée sur un échantillon de 283 entreprises introduites en bourse sur la période allant de 1980 à 1983, une dégradation de leurs performances économiques dans la période post-cotation. Les auteurs ont également marqué que le déclin des performances économiques est plus remarquable pour les entreprises de petite taille.

Sur le marché asiatique, Cai et Wei (1997) observent l'évolution des performances économiques de 180 entreprises cotées au NASDAQ sur la période 1971 à 1992, et ont conclu à un effet timing de l'introduction en bourse. De leur coté, Kutsuna et al.(2002) ont rejoint Jain et Kini (1994) dans leurs conclusions et ont conclu, dans leur étude effectuée sur 247 entreprises cotées entre 1995 et 1996, une baisse des performances économiques dans la période post cotation.

Enfin, sur le marché français, Sentis (2001) a mis en exergue l'évolution des performances économiques de 61 entreprises introduites en bourse sur la période allant de 1991 à 1995. L'auteur a emprunté la même démarche de Jain et Kini (1994), en constituant un échantillon de contrôle composé des entreprises du même secteur d'activité et de taille similaire. Les résultats obtenus par cet auteur sont similaires à ceux qui lui précédent, bien qu'ils restent statistiquement non significatifs.

Un choix judicieux de ces variables nécessite de compléter l'étude théorique par une investigation des travaux empiriques traitant du sujet. Plusieurs études empiriques ont été effectuées dans ce cadre. Nous nous somme référés à ces études pour se fixer sur le choix des hypothèses et des variables explicatives de l'événement de l'introduction en bourse des

PME. Les résultats des études empiriques mentionnées confirment, également les particularités des PME entant qu'objet de recherche différent de la grande structure. Le tableau suivant présente ces études par auteur et détaille leurs méthodologies ainsi que leurs résultats.

**Tableau n°6.8: Quelques études empiriques sur le financement des PME**

| Auteur et Pays | Echantillon \ Période | Méthodologie | Variables | Résultats |
|---|---|---|---|---|
| Gregory et al (2005)<br><br>Etats Unis d'Amérique | 954 PME moins de 500 salariés, de 1994- 1995 | entretiens téléphoniques, taux de réponse 50% ; régression (multinomial logistic régression) | V. à expliquer : Les sources de financement que mobilisent les PME (sources internes/ fonds à moyen terme et fonds à long terme)<br>V. explicatives : âge, taille secteur et proportion d'informations disponibles sur la firme (dummy) | Les PME, importantes en effectifs utilisent les dettes à long terme. Les jeunes PME mobilisent plus de dettes à long terme que de dettes à court terme et de capital risque. Ceci s'explique par des attentes particulières en rentabilité de la part des investisseurs. L'importance des effectifs a un impact positif sur les dettes à long terme. L'augmentation de la taille favorise l'utilisation des dettes à long terme sur les fonds internes mais n'a pas d'impact sur les dettes à moyen terme. La nature de l'activité n'a pas un effet particulier sur la stratégie financière des PME. |
| Gellatly et Al. (2004)<br><br>Canada | 2775 PME | Régressions; Modèle Probit ; estimation par les MCO | V. à expliquer : instruments financiers : actions, dettes à court terme, dettes à long terme et autres (dettes convertibles...)<br>V. explicatives : taille, âge, croissance, objectifs des managers | La nature de l'activité n'a pas d'impact sur la structure du capital. Si l'activité nécessite de fortes capacités technologiques, les PME se financent par émission d'actions. Les entreprises opérant dans des domaines incertains ont plus de contraintes dans l'accès à la dette. Plusieurs PME sollicitent la dette pour des objectifs de croissance à court terme. L'âge de l'entreprise a un impact sur ses pratiques financières. La maturité de la stratégie financière se confirme avec l'évolution de l'entreprise. Les préférences des managers ont, néanmoins un impact direct sur la structure du capital. La mobilisation de la dette tend à diversifier les autres sources de financement. Inversement, l'utilisation des autres sources de financement ne prédit pas une mobilisation intensive de la dette. |
| Ziane (2004)<br><br>France | 2880 PME cotées et non cotées, de 1993 à 2000. | Régressions sur données de panel ; estimation par les moments généralisés (GMM) | V. à expliquer : levier financier (dettes financières / total bilan)<br>V. explicatives : taille, âge, rentabilité financière, croissance, garanties, intérêts financiers | Une relation négative existe entre la rentabilité financière et la dette. Ce résultat infirme la théorie du signal mais valide la POT. La croissance et les garanties ont un impact positif sur la dette, ce qui valide la théorie de l'agence. Les charges d'intérêts ont un impact négatif sur la dette. |
| Reid (2003)<br><br>Scotland | 150 entreprises entrepreneurial es; de 1993 à 1997 | Etude qualitative, questionnaire, Modélisation | V. à expliquer : relation entre dettes et actions<br>V. explicatives : chiffre d'affaires, profits, dettes, actions, taux d'intérêt, garanties, dettes commerciales | Un coût de dette important dans les PME réduit la mobilisation des ressources bancaires. Si les dettes ne sont pas relativement coûteuses, elles seraient mobilisées d'une manière rationnelle et croissante tout au long de la vie de l'entreprise. Dans ces entreprises, l'objectif d'une stratégie d'endettement est d'atteindre un niveau stable et optimum. |

| | | | | |
|---|---|---|---|---|
| Suto (2003)<br><br>Malaisie | 375 entreprises non financières cotées ; de 1995 à 1999 | Régressions sur séries temporelles, estimation par MCO | V. à expliquer : dettes financière/ total passif<br><br>V. explicatives : dettes bancaires, profitabilité, dépréciation des actifs, garanties, taille, risque de banqueroute, secteurs d'activité | Les entreprises les plus endettées sont les plus aptes à avoir du crédit, ce qui confirme la théorie de l'agence. La POT est validée par la relation (-) entre la profitabilité et la dette. Les effets de la fiscalité dépendent du contexte économique. La taille est un facteur important dans l'augmentation des dettes. Néanmoins et après une crise économique, les grandes entreprises ont plus de facilités à s'endetter, ce qui confirme le phénomène de Flight to Quality. Les garanties ont un effet (+) sur la dette particulièrement dans les PME. |
| Holmes et Cassar (2003)<br><br>Australie | 1555 PME (avec moins de 200 Salariés), de 1994 à 1995 | Régressions sur données de panel, modèle statique, estimation par MCO et analyse multivariée | V. à expliquer: (dettes financières / total bilan), (dettes. court. terme / total bilan), (dettes long. terme / total bilan)<br>V. explicatives : taille, structure du capital, profitabilité, risque, croissance. | La composition des actifs, la profitabilité et la croissance sont déterminantes dans la structure de la dette financière. Une distinction est nécessaire entre la dette LT et la dette CT. La DLT est positivement liée à la structure durable des actifs.<br>Les banques s'intéressent à la structure des actifs et financent les PME avec moins de risque et plus de croissance.<br>Les cinq variables explicatives influencent la maturité et le choix de la dette. Les résultats valident la théorie du Trade- Off (les coûts de banqueroute, les coûts d'agence et de la taxe) et la POT (asymétries d'information). |
| Watson etWilson (2002)<br><br>Royaume- Unis | 626 PMEmanufacturièresfermées etouvertes ; en1994 | Etudequalitative ;questionnaire ;modélisation | V. à expliquer: le tauxde croissance del'entrepriseV. explicatives : les tauxde variation desdifférents modes definancement mobilisés (objectif : tester la POT) | La POT explique mieux le comportement financier des PME que la théorie du Trade- Off, principalement pour les PME fermées. Dans ces PME, il existe une préférence nette pour l'émission des dettes sur l'émission des actions. Dans le choix de la dette, un ordre hiérarchique apparaît avec une préférence pour les dettes les moins risquées. Les possibilités de financement sont plus nombreuses pour les PME ouvertes. Les jeunes PME préfèrent le financement par réserves internes puis par dettes à court terme, ce qui confirme la POT. Il existe bien un ordre de préférence hiérarchique dans le financement des PME : fonds internes/ dettes/ actions. Il existe aussi une priorité dans la mobilisation des dettes. |
| Bevan et Danbolt (2002)<br><br>Royaume- Unis | Toutes les entreprises non financières en 1991 | Régressions sur séries temporelles, estimation par MCO | V. à expliquer: Levier financier : (dettes/ passifs) et (dettes/ capitaux propres)<br>V. explicatives : opportunités d'investissement (market- to- book ratio), taille, profitabilité, tangibilité | Les déterminants de la dette varient entre les DCT et les DLT. Les PME s'endettent plus sur le court terme que sur le long terme, ce qui peut être un indicateur de leur rationnement. La taille est positivement corrélée à la dette. Les petites entreprises sont également contraintes dans le choix de leur structure de dettes. Les entreprises avec un potentiel de croissance élevé se financent avec des crédits interentreprises, afin de conserver leur flexibilité financière. Les dettes sont positivement corrélées à la tangibilité et à la taille, négativement liées aux opportunités d'investissement et à la profitabilité. Par ailleurs, la dette à court terme est (–) liée à la profitabilité. De même, la taille est (–) liée aux dettes à court terme et (+) liée à la dette à long terme. Les résultats confirment les difficultés des PME à obtenir des ressources financières durables. Les dettes commerciales sont une composante principale de l'endettement dans ces entreprises. |

| | | | | |
|---|---|---|---|---|
| Kholdy et Sohrabian (2001)<br><br>Etats Unisd'Amérique | Petites, Moyenneset Grandesentreprisesclassées suivant lavaleur comptablede leurs actifs ; 64séries temporellesde 1980 à 1996 | Régression ; modèle à erreurs composés | V. à expliquer: cash flows<br>V. explicatives :investissements enéquipement ; dettes à long età court terme ; Q Tobin | Dans les petites entreprises, il existe un ordre de financement hiérarchique. La POT est validée pour les petites entreprises qui mobilisent leurs ressources internes avant de s'orienter vers la dette ou l'émission d'actions. Les cash flows n'ont pas une incidence particulière sur les investissements. Les dépenses de ces entreprises sont plus influencées par leurs niveaux d'endettement. A l'inverse, les moyennes entreprises ne sont pas contraintes par leurs accès à la dette dans leurs dépenses en capital. Leurs investissements ne dépendent pas de leurs cash flows et de leurs dettes mais des opportunités qui se présentent. Dans les moyennes entreprises, il apparaît une séparation entre le financement et l'investissement. |
| VanAuken (2001)<br><br>Etats-Unis d'Amérique | 500 petitesentrepris estechnologiqu es,1997 | Etude qualitative,questionnaire ;taux de réponsede 28% ;statistiquesuni variées, testsd'hypothès es (T-stat) | V. à expliquer: lesdifférentes sources definancement en particulier austade du développement | Les entrepreneurs sollicitent les sources de financement classiques, en priorité les ressources familiales et les dettes financières. Il existe aussi d'autres sources qui restent minoritaires comme les investisseurs privés, le factoring, les fonds d'amorçage et les aides nationales et régionales. Un gap financier à l'encontre des PME existe. Il résulte une difficulté à être informées des différentesalternatives de financement disponibles et de l'impact de ces possibilités de financement sur le couple (Risque/ Rentabilité). La défaillance informationnelle des PME concerne particulièrement les sources de financement dont elles peuvent disposer. En effet, plusieurs alternatives existent pour promouvoir la croissance de ces entreprises telles que les aides gouvernementales. |
| Nékhili (1999)<br><br>France | 84 entreprises cotées classées par taille ; de 1979 à 1987 | Régression à trois équations ; modèle à erreurs composés | V. à expliquer: dettes financières / total bilan ; dettes. court. terme / total bilan ; dettes obligataires / total bilan<br>V. explicatives : effectif, secteur, âge, côte, rentabilité, croissance, garanties, crédits interentreprises. | La préférence pour les fonds internes est indépendante de la taille. La théorie de l'ordre hiérarchique est confirmée pour toutes les classes de taille, y compris pour les PME. Ainsi, l'autofinancement est lié négativement à la dette bancaire à long terme. Pour les firmes de petite taille, la préférence pour la dette bancaire sur la dette obligataire est beaucoup moins prononcée. Ces entreprises sont incitées à se financer en interne avant de s'endetter. |

| | | | | |
|---|---|---|---|---|
| Hutchinson et Al (1988)<br><br>Angleterre | 127 PME, de 1980 à 1983 | Analyse de données par (ACP) et (MANOVA) sur 15 ratios financiers | V. à expliquer: Caractéristiques financières des PME cotées<br>V. explicatives : liquidité, structure du capital, activité, profitabilité, croissance | Les PME ont recours aux ressources à court terme pour le financement de leur croissance parce qu'elles ne sont pas en mesure de lever des fonds à long terme (financial gap). Les PME cotées différent des PME non cotées dans la structure de leur dette, dans l'importance de leur liquidité et dans leur taux de croissance. Les PME cotées sont plus endettées que les PME non cotées. La tangibilité des actifs facilite l'accès à la dette. La profitabilité est similaire pour les deux types d'entreprises. Elle a un impact négatif sur l'endettement, ce qui confirme l'ordre de financement hiérarchique. |

Source : A.Trabelsi (2006) "les déterminants de la structure du capital et les particularités du financement dans les PME" Doctorat en science de gestion.

## §3. Hypothèses de recherche et méthodologie de l'étude économétrique

Afin de confirmer les résultats obtenus de l'étude statistique effectuée dans la précédente section et en vue, de valider notre recherche tout en essayant de répondre à notre problématique qui peut se résumer comme suit : "L'événement de l'introduction en bourse entraine un effet favorable sur les indicateurs de performances financières des PME cotées à la bourse ?"

Par ailleurs, on a jugé utile de choisir trois indicateurs pour mesurer la performance financière des PME cotées. Il s'agit principalement du ratio de l'endettement représentant les ratios de la solvabilité, le ratio de la liquidité générale représentant les ratios de la liquidité et le ratio de la rentabilité financière représentant les ratios de la rentabilité.

L'explication de l'évolution de la performance financière des PME à partir de l'événement de leurs introductions en bourse, se basera sur une hypothèse déduite des travaux théoriques et des études empiriques. L'hypothèse se teste par un modèle économétrique auprès d'un échantillon de 7 PME nouvellement introduites à la bourse des valeurs mobilières de Casablanca sur la période de N-3 à N+6. Ainsi, nous construisons, dans ce paragraphe, l'hypothèse de recherche et nous présenterons par la suite la méthodologie pour la tester.

### I. Hypothèse de recherche

Dans cette recherche, nous essayons d'expliquer l'impact de la cotation à la bourse sur la performance financière des PME depuis leurs introductions en bourse. Pour y parvenir, nous se basons sur un cadre théorique qui a fait l'objet du premier paragraphe de la présente section. Ainsi, nous interpellons les apports théoriques de carde de référence tout en prenant en compte les caractéristiques du contexte marocain.

Au Maroc, les entreprises cotées en bourse, qui sont de forme sociétale et disposent d'un capital concentré. La plupart de ces entreprises sont sous le contrôle d'un ou de deux actionnaires qui sont de nature familiale et qui exercent un pouvoir important sur la prise de décision via le conseil d'administration.

De plus, le marché financier marocain se caractérisant d'être un marché en développement. La taille du marché boursier marocain indique sa faible contribution au financement de l'économie. L'étroitesse de sa liquidité présume l'existence d'une asymétrie informationnelle forte.

En outre, devant une faiblesse des autorités de contrôle dont le pouvoir de répression disciplinaire n'ont été renforcé qu'au début de l'année 2014 suite à la réforme de son statut et la création de l'autorité marocaine du marché des capitaux (AMMC). En effet, pour s'introduire en bourse, l'AMMC exige de respecter un ensemble de conditions et autorise des cotations par émission d'un nombre d'actions ne dépassant pas le cinquième du capital. Ces mesures visent essentiellement à inciter les entreprises familiales à faire appel public à l'épargne. Soucieux d'ouvrir leur capital et de perdre le contrôle, les principaux actionnaires des sociétés préparant une introduction en bourse de leurs entreprises cèdent une proportion des actions qu'ils possèdent tout en conservant l'ensemble des pouvoirs de prise de décision qu'ils possédaient avant cette cotation.

Par ailleurs, devant un organe de contrôle peu contraignant, et l'absence de toute obligation de publier les états de synthèse selon les normes comptables internationales sauf pour les sociétés de holding, il est possible de prévoir l'évolution de la performance financière de la société autour de la date de son introduction en bourse. Ainsi, en présence de la gestion des résultats, la performance financière, étant de nature comptable, s'accroit antérieurement à la date d'introduction en bourse, et plus particulièrement lors de la période de préparation de la note d'information publicitaire communiquant les indicateurs de performance financière de la société et les perspectives de sa rentabilité économique et financière. Après l'introduction en bourse, et supposons l'application de la thèse de la gestion des résultats par les techniques de gestion des résultats, qui consiste par exemple à utiliser le compte de transfert de charges pour affecter des frais naturellement circulants vers des comptes immobilisés, la performance financière se détériore. Cette baisse intervient suite aux aménagements comptables correctifs, et en raison de la baisse de la valeur marchande des actions de la société cotées.

L'hypothèse de notre recherche peut ainsi se résumer comme suit "L'événement de l'introduction en bourse entraine un effet favorable sur les indicateurs de performances financières des PME cotées à la bourse ?". Pour concrétiser l'effet de la cotation en bourse sur la performance financière de l'entreprise après cet événement, nous utilisons les indicateurs de performances financières notamment les ratios de la solvabilité, de la liquidité et de la rentabilité. Ainsi cette méthode de ratios financiers va permettre de juger si cet évènement d'introduction en bourse est bénéfique pour les PME cotées ou non.

Par conséquent, la confirmation de cet évènement à travers ces indicateurs de performances financières consiste à vérifier les hypothèses suivantes:

- La première hypothèse : l'effet favorable de la cotation en bourse sur la liquidité des PME nouvellement introduites en bourse.

- La deuxième hypothèse : l'effet favorable de la cotation en bourse sur la solvabilité des PME nouvellement introduites en bourse.

- La troisième hypothèse : l'effet favorable de la cotation en bourse sur la rentabilité des PME nouvellement introduites en bourse.

## II. Méthodologie de l'étude économétrique

Afin d'apporter des éléments de réponse aux hypothèses constituant notre problématique et à la lumière de cet éclairage théorique traité dans le premier paragraphe de la présente section, nous avons développé une étude économétrique. Dans ce qui suit, nous présenterons l'échantillon et le modèle convenable à notre problématique.

### A. Présentation de l'échantillon

Notre étude porte sur un échantillon de 7 PME marocaines non financières cotées. En effet, la consultation des sites web de l'AMMC et de la bourse de Casablanca, nous a permis de recueillir de certaines données nécessaires et complémentaires pour la mise en œuvre de l' échantillon. Il s'agit principalement des états financiers annuels sur la période de dix ans allant de N-3 ans à N+6 ans. Il est apparu que le nombre PME sélectionnées est restreint.

En effet, l'échantillon de base était composé de 30 PME cotées dont 16 PME sur le marché développement et 14 sur le marché croissance. Mais l'élimination de certaines PME notamment les sociétés radiées, les banques, les établissements de crédit, les sociétés de financement, les compagnies d'assurances, et les holdings, ainsi que les PME introduites en bourse avant 2000. Et par conséquent, l'échantillon final de notre étude sera composé de 7 PME avec 70 observations.

Ce travail porte sur un échantillon de 7 PME choisis parmi les 13 PME cotées à la bourse des valeurs de Casablanca, durant la période 2004-2013. Ce choix s'explique par les principales raisons suivantes:

- Ces PME peuvent être qualifiées de nouvelle dans la cotation en bourse. En effet, leur date d'introduction en bourse était généralement plus proche. Elle a débuté à partir de l'année 2005, ce qui permet de détecter l'effet de leur cotation sur leurs santés financières.

- les cinq autres PME restantes qui ont été écartées de l'échantillon pour la simple raison elles ont déjà bénéficié de cette décision stratégique. En effet, elles ont commencé leur introduction

en bourse à partir des années antérieures (1943, 1946, 1974,1996) à l'année 2005 date à laquelle elles ont amorcé à publier leurs états financiers.

- Ces 7 PME sélectionnées ont publié leurs trois exercices qui précèdent la date de leur introduction en bourse, alors que les cinq autres PME n'ont commencé de publier leurs états financiers qu'à partie de l'exercice 2005.

- Ce sont des entreprises dont les dates d'introduction en bourse appartiennent à la période choisie, ce qui permet de faire des comparaisons entre elles, et d'analyser leur structure financière avant et après leur introduction en bourse;

- Ce sont des introductions qui ont été faites dans une période où la bourse des valeurs a connu des réaménagements importants au sein de ses compartiments par la création du troisième marché en 2000, et ce pour inciter les PME à s'introduire en bourse.

Le tableau ci-dessous retrace les informations relatives aux 14 PME non financières publiées sur l'AMMC:

**Tableau n°6.9 : Description des PME sélectionnées**

| N° | **Abréviations** | **Titres** | **Secteurs** | **Compartiment** | **Date d'introduction en bourse** |
|---|---|---|---|---|---|
| **1** | SOT | SOTHEMA | Pharmaceutique | Marché Développement | 21/02/2005 |
| **2** | DRI | DARI COSPATE | Agroalimentaire | Marché Croissance | 11/07/2005 |
| **3** | CRS | CARTIER SAADA | Agroalimentaire | Marché Développement | 21/06/2006 |
| **4** | SRM | Société de Réalisations Mécaniques S.A | Commerce et transport | Marché Croissance | 12/12/2006 |
| **5** | PRO | PROMOPHARM | Pharmaceutique | Marché Croissance | 15/06/2007 |
| **6** | TIM | TIMAR | Commerce et transport | Marché Développement | 17/07/2007 |
| **7** | DLM | Delattre Levivier Maroc | Agroalimentaire | Marché Développement | 29/04/2008 |

Source : Fiche technique élaborée à partir du site l'AMMC.

## B. Présentation des modèles

La régression est un des méthodes les plus connues et les plus appliquées en statistique pour l'analyse de données quantitatives. Elle est utilisée pour établir une liaison entre une variable quantitative et une ou plusieurs autres variables quantitatives, sous la forme d'un modèle. Si on s'intéresse à la relation entre deux variables, on parlera de régression simple en exprimant une variable en fonction de l'autre. Si la relation porte entre une variable et plusieurs autres

variables, on parlera de régression multiple. La mise en œuvre d'une régression impose l'existence d'une relation de cause à effet entre les variables prises en compte dans le modèle. Le modèle de régression linéaire multiple est l'outil statistique le plus habituellement mis en œuvre pour l'étude de données multidimensionnelles. Cas particulier de modèle linéaire, il constitue la généralisation naturelle de la régression simple.

La méthodologie utilisée dans le cadre de notre analyse empirique est celle d'un système de régression linéaire multiple composé de trois modèles de régression multiple. Ce système permet de traiter conjointement les effets individuels et les effets temporels. Cette double dimension permet de rendre compte simultanément de la dynamique de comportement et de leur éventuelle hétérogénéité, ce qui n'est possible avec les séries temporelles ou les coupes transversales. Cette analyse des données résolue à l'aide d'un logiciel économétrique notamment EVIEWS.5.

Le but principal des états de synthèse est de fournir de l'information qui permettra aux investisseurs, actionnaires et partenaires, d'évaluer la performance de l'entreprise. Le défi serai ainsi de sélectionner les mesures ou indicateurs les plus appropriés pour se prononcer sur une telle performance. Le contenu informatif de chaque indicateur est différent selon l'utilisateur et le destinataire et, par conséquent, nous pousse à constater deux familles d'indicateurs en l'occurrence, comptables et boursiers. Chaque indicateur renvois à un type de performance spécifique et donc contient de l'information pertinente sur l'entreprise.

Parmi les indicateurs comptables qui peuvent contenir de l'information révélatrice de performance nous pouvons citer, à titre indicatif et non exhaustif, le ratio de la liquidité générale, le ratio de l'endettement total ainsi que le ratio de la rentabilité économique (ROA) et la rentabilité financière (ROE).

En effet, pour matérialiser l'effet de la cotation en bourse sur la performance financière des PME, les variables utilisées dans la vérification empirique sont en nombres de quatre. Il s'agit principalement de :

1) La liquidité de l'entreprise est un indicateur explicatif de la performance financière des PME cotées. Une telle situation résulte souvent d'un équilibre persistant entre les ressources et les charges provenant du cycle d'exploitation. Il apprécie la capacité de l'entreprise à rembourser ses dettes les plus exigibles à partir de la liquidation de ses actifs les plus disponibles. En effet, nous pouvons apprécier le niveau général de liquidité à travers le ratio de liquidité générale qui traduit un besoin (supérieur à 1) ou excédent en fonds de roulement (inférieur à 1) de l'entreprise.

2) Le ratio de l'endettement total = (Dettes totales / Passif total)x100: Le niveau d'endettement est considéré comme un signal de la qualité de l'entreprise émis par les dirigeants. En effet, le niveau d'endettement engendre une augmentation du risque mais, constitue aussi un signal d'une plus grande rentabilité future de l'entreprise. L'augmentation de dettes est donc considérée par le marché comme un signal positif sur les cash-flows futurs.

3) Le ratio de la rentabilité financière = (Résultat Net / Capitaux Propres) x100 : c'est indicateur qui paraît le mieux-à même d'évaluer la création de valeur. En effet, selon Alexandre et Charreaux (2004) soulignent que cet indicateur, très critiqué, n'est pas forcément mauvais. Ils citent un certain nombre d'études empiriques (Biddle et al., 1997, pour les Etats- Unis; Pariente, 2000, pour la France) qui montrent que le ROE constituent un meilleur prédicateur de la performance boursière réelle, au même titre que l'EVA (Economic Value Added). L'inconvénient de ce dernier est d'être très sensible aux manipulations comptables.

4) le ratio de la rentabilité économique = (Résultat d'exploitation / Actif économique) x100: en effet, La rentabilité d'exploitation mesure l'efficacité de l'outil économique utilisé par l'entreprise pour son exploitation courante. L'intérêt de la rentabilité économique est de pouvoir isoler les seules performances de l'appareil productif indépendamment des modes de financement retenus par l'entreprise.

Avant de présenter ces trois modèles de régression multiple, qu'on a jugé nécessaire pour relever les éléments de réponse à notre principale problématique à travers la vérification des trois hypothèses citées en dessus, nous exposons la matrice de corrélation des ces quatre indicateurs financiers retenus.

**1. Matrice de corrélation des variables**

L'analyse de cette matrice de corrélation cité en dessous indique que la variable du ratio de la rentabilité financière est fortement corrélée positivement au variable du ratio de liquidité et négativement avec la variable du ratio de l'endettement.

Les variables les plus corrélées au ratio de liquidité générale sont le ratio de la rentabilité financière et celui de l'endettement total.

En ce qui concerne la variable du ratio de l'endettement, nous constatons que ce ratio est fortement corrélé négativement au variable du ratio de liquidité générale alors qu'il existe une relation positive avec celui de rentabilité économique

En outre, la variable du ratio de la rentabilité économique est négativement liée au variable du ratio de la liquidité générale et au ratio de la rentabilité financière mais positivement corrélée au variable de l'endettement total.

L'objectif recherché de cette matrice de corrélation des variables sélectionnées est de garder le meilleur modèle composé des variables les plus corrélées entre elles et d'éliminer celles qui sont moins corrélées entre elles. En revanche, l'étude nous a permis de constater que le ratio de la rentabilité économique est la seule variable qui a enregistré une très faible corrélation avec les autres variables c'est pour cette raison elle sera éliminée de notre étude économétrique. Par ailleurs, nous avons conservé toutes les autres variables pour obtenir, alors trois modèles de régression multiple avec seulement deux variables explicatives.

**Tableau n°6.10 : Matrice des corrélations des variables**

| | RF | END | LIQ | RE |
|---|---|---|---|---|
| **RF** | 1 | - | - | - |
| **END** | -0.743 | 1 | - | - |
| **LIQ** | 0.902 | -0.840 | 1 | - |
| **RE** | -0.077 | 0.112 | -0.047 | 1 |

Source : Tableau élaboré par nos soins.

## 2. Spécification des modèles économétriques

D'après l'étude de la matrice de corrélation citée en dessus, on a pu déterminer trois variables les plus corrélées entre elles et nous avons conçu trois modèles, selon que la variable dépendante est le ratio de la liquidité générale (modèle 1) ou que cette variable est le ratio de l'endettement total (modèle 2) ou bien que cette variable dépendante est le ratio la rentabilité financière.

Ainsi, nous pouvons donc écrire :

Modèle 1 : LIQ = f ($X_i$, i= 1 à 2).

Modèle 2 : END = f ($X_i$, i= 1 à 2).

Modèle 3 : RF = f ($X_i$, i= 1 à 2).

Le but de cette étude est d'appréhender le pouvoir explicatif de l'effet de la cotation en bourse sur la performance financière de l'entreprise après cet événement, nous utilisons les indicateurs de performances financières notamment les ratios de la solvabilité, de la liquidité et de la rentabilité. Ainsi cette méthode de ratios financiers va permettre de juger si cet évènement d'introduction en bourse est bénéfique pour les PME cotées ou non. Par conséquent, la

confirmation de cet évènement à travers ces indicateurs de performances financières consiste à vérifier les hypothèses suivantes:

- La première hypothèse : l'effet favorable de la cotation en bourse sur la liquidité des PME nouvellement introduites en bourse.

- La deuxième hypothèse : l'effet favorable de la cotation en bourse sur la solvabilité des PME nouvellement introduites en bourse.

- La troisième hypothèse : l'effet favorable de la cotation en bourse sur la rentabilité des PME nouvellement introduites en bourse.

**a. Premier modèle de régression multiple**

Le premier modèle de régression multiple que nous cherchons à estimer se présente comme suit :

$\mathbf{LIQ_{it} = \alpha_{it} + \beta_{1t}END + \beta_{2t}RF_{it} + \varepsilon_{it}}$ avec:

$LIQ_{it}$ : ratio de la liquidité générale i à l'année t = (Actif à moins d'un an / Dettes à moins d'un an) x100.

$END_{it}$ : ratio de l'endettement total i à l'année t = (Dettes totales / Passif total) x100.

$RF_{it}$ : ratio de la rentabilité financière i à l'année t = (Résultat Net / Capitaux Propres) x100.

$\varepsilon_{it}$: le terme d'erreur qui explique les facteurs externes de l'entreprise telle que la concurrence, la conjoncture économique ect…

Le tableau suivant résume l'ensemble des variables du modèle:

**Tableau n°6.11: Variables du modèle et leurs mesures**

| Concept | Variable | Mesure |
|---|---|---|
| Variable dépendante | | |
| Liquidité générale | Ratio de la liquidité générale | (Actif à moins d'un an / Dettes à moins d'un an) x100. |
| Variables indépendantes | | |
| Endettement total | Ratio de l'endettement total | (Dettes totales / Passif total) x100. |
| Rentabilité financière | Ratio de la rentabilité financière | (Résultat net / Capitaux propres) x100. |

Source : Tableau élaboré par nos soins.

### 1) Signification globale du premier modèle

Puisque le coefficient de corrélation qui représente le pouvoir explicatif du modèle est de 88% supérieur à 50% montre qu'on est en présence d'un bon modèle. En effet, nous avons constaté que les deux variables indépendantes notamment le ratio de l'endettement total et celui de la rentabilité expliquent 88% du comportement et de l'évolution de la variable dépendant. En outre, la p-value associée à la statistique de Fischer est inférieure au seuil de 5% ce qui confirme la significativité du modèle.

Le tableau suivant résume l'ensemble des coefficients des variables du premier modèle:

**Tableau n°6.12: Récapitulatif du modèle 1**

| Variable dépendante | Variables indépendantes | Equation du Modèle | Coefficient de Corrélation | P-Value Test de Fischer |
|---|---|---|---|---|
| Liquidité générale: LIQ | Endettement total: END Rentabilité financière: RF | $LIQ_{it} = \alpha_{it} + \beta_{1t}END_{it} + \beta_{2t}RF_{it} + \beta_{3t}RE_{it} + \varepsilon_{it}$ LIQ = 226.1636 - 1.7579xEND+ 4.9336xRF | $R^2$=0.8803 | Prob (F-statistic) = 0.000 |

Source : Tableau élaboré par nos soins.

### 2) Signification globale des coefficients

Avec un seuil de signification de 5%, le coefficient de la variable de l'endettement ($\beta_1$ = -1.7579) est négatif et très significatif, ce qui traduit une relation inverse entre l'événement de l'introduction en bourse et l'endettement. Ainsi, on peut déduire que les PME introduites en bourse bénéficient d'un mouvement de désendettement au fil des années après la cotation. Par conséquent, l'impact favorable de la cotation à la bourse sur l'endettement des PME nouvellement introduites en bourse vient en confirmation aux attentes de la deuxième hypothèse. De plus, le caractère risqué de la dette limite le champ d'action du dirigeant au plan de ses choix stratégiques notamment de croissance. Ainsi, un niveau d'endettement élevé incite les dirigeants à faire des investissements moins risqués et donc moins rentables.

De même, le coefficient de la variable de la financière ($\beta_2$ = 4.9336) est positif et assez significatif, ce qui confirme que la décision de l'introduction en bourse a été favorable pour la majorité des PME après l'introduction en bourse d'une manière significative. Une telle situation résulte souvent d'un équilibre persistant entre les ressources et les charges provenant du cycle d'exploitation de l'échantillon. Ainsi, l'impact négatif de la cotation à la bourse sur la liquidité des PME nouvellement introduites en bourse ne vient pas en confirmation aux attentes de la troisième hypothèse.

Le tableau suivant retrace la significativité des coefficients des variables du premier modèle:

**Tableau n°6.13: Récapitulatif des coefficients et des tests**

| P-Value Test de Fischer | P-Value Test de Student | P-Value Test de Breusch Godfrey Autocorrélation des erreurs | P-Value Test Breusch Pagan Godfrey Hétéroscédasticité des erreurs | P-Value Test Jarque Bera Normalité des erreurs |
|---|---|---|---|---|
| Prob (F-statistic) = 0.000 | $\beta_1 = 0.0000$<br>$\beta_2 = 0.0000$ | 0.001274 | 0.019810 | 0.000000 |

Source : Tableau élaboré par nos soins.

### 3) Signification individuelle des coefficients

Après avoir examiné la signification globale du modèle et des coefficients, on a jugé important d'étudier la qualité du modèle par rapport aux erreurs à travers le tableau en dessus. Ainsi, on va passer en revue l'étude de l'autocorrélation des erreurs, l'hétéroscédasticité des erreurs et la normalité des erreurs.

Concernant l'autocorrélation des erreurs, selon le Test de Breusch Godfrey la p-value associée à la statistique de Breusch Godfrey serial correlation LM test est inférieure au seuil de signification 0.05 ce qui confirme que les erreurs sont autocorrelées.

S'agissant l'hétéroscédasticité des erreurs, d'après le Test Breusch Pagan Godfrey la p-value liée à la statistique de Breusch Pagan Godfrey Test est aussi inférieure à 0.05 ce qui témoigne que les erreurs sont hétéroscédastiques.

A propos de la normalité des erreurs, suivant le Test Jarque Bera la p-value alliée à la statistique de Jarque Bera est également inférieure à 0.05 ce qui certifie que les erreurs ne sont pas normalement distribuées.

### b. Deuxième modèle de régression multiple

Le deuxième modèle de régression multiple que nous cherchons à estimer se présente comme suit :

$\mathbf{END_{it} = \alpha_{it} + \beta_{1t}RF + \beta_{2t}LIQ_{it} + \varepsilon_{it}}$ avec:

$END_{it}$ : ratio de l'endettement total i à l'année t = (Dettes totales / Passif total) x100.

$RF_{it}$ : ratio de la rentabilité financière i à l'année t = (Résultat Net / Capitaux Propres) x100.

$LIQ_{it}$ : ratio de la liquidité générale i à l'année t = (Actif à moins d'un an / Dettes à moins d'un an) x100.

$\varepsilon_{it}$: le terme d'erreur qui explique les facteurs externes de l'entreprise telle que la concurrence, la conjoncture économique ect…

Le tableau suivant résume l'ensemble des variables du modèle:

**Tableau n°6.14: Variables du modèle et leurs mesures**

| Concept | Variable | Mesure |
|---|---|---|
| Variable dépendante | | |
| Endettement total | Ratio de l'endettement total | (Dettes totales / Passif total) x100. |
| Variables indépendantes | | |
| Rentabilité financière | Ratio de la rentabilité financière | (Résultat net / Capitaux propres) x100. |
| Liquidité générale | Ratio de la liquidité générale | (Actif à moins d'un an / Dettes à moins d'un an) x100. |

Source : Tableau élaboré par nos soins.

### 1) Signification globale du deuxième modèle

Puisque le coefficient de corrélation qui représente le pouvoir explicatif du modèle est de 88% supérieur à 50% montre qu'on est en présence d'un bon modèle. En effet, nous avons constaté que les deux variables indépendantes notamment le ratio de l'endettement total et celui de la rentabilité expliquent 71% du comportement et de l'évolution de la variable dépendant. En outre, la p-value associée à la statistique de Fischer est inférieure au seuil de 5% ce qui confirme la significativité du modèle.

Le tableau suivant résume l'ensemble des coefficients des variables du deuxième modèle:

**Tableau n°6.15: Récapitulatif du modèle 2**

| **Variable dépendante** | **Variables indépendantes** | **Equation du Modèle** | **Coefficient de Corrélation** | **P-Value Test de Fischer** |
|---|---|---|---|---|
| Endettement total: END | Rentabilité financière: RF<br>Liquidité générale: LIQ | $END_{it} = \alpha_{it} + \beta_{1t}RF + \beta_{2t}LIQ_{it} + \varepsilon_{it}$<br>END = 88.3722 + 0.16391xRF - 0.2020xLIQ | $R^2$=0.7137 | Prob (F-statistic) = 0.000 |

Source : Tableau élaboré par nos soins.

### 2) Signification globale des coefficients

De même, le coefficient de la variable de la financière ($\beta_1$ = 0.16391) est positif et assez non significatif, ce qui confirme que la décision de l'introduction en bourse a été défavorable pour la majorité des PME après l'introduction en bourse d'une manière non significative. Ainsi,

l'impact positif de la cotation à la bourse sur la liquidité des PME nouvellement introduites en bourse ne vient pas en confirmation aux attentes de la troisième hypothèse.

Avec un seuil de signification de 5%, le coefficient de la variable de la liquidité générale ($\beta_1$ = -0.2020) est négatif et très significatif, ce qui traduit une relation inverse entre l'événement de l'introduction en bourse et l'endettement. Ainsi, on peut déduire que les PME introduites en bourse bénéficient d'un mouvement de désendettement au fil des années après la cotation. Par conséquent, l'impact favorable de la cotation à la bourse sur l'endettement des PME nouvellement introduites en bourse vient en confirmation aux attentes de la première hypothèse.

Le tableau suivant retrace la significativité des coefficients des variables du premier modèle:

**Tableau n°6.16 : Récapitulatif des coefficients et des tests**

| P-Value Test de Fischer | P-Value Test de Student | P-Value Test de Breusch Godfrey Autocorrélation des erreurs | P-Value Test Breusch Pagan Godfrey Hétéroscédasticité des erreurs | P-Value Test Jarque Bera Normalité des erreurs |
|---|---|---|---|---|
| Prob (F-statistic) = 0.000 | β1=0.5421<br>β2=0.0000 | 0.000000 | 0.089813 | 0.418299 |

Source : Tableau élaboré par nos soins.

### 3) Signification individuelle des coefficients

Après avoir examiné la signification globale du modèle et des coefficients, on a jugé important d'étudier la qualité du modèle par rapport aux erreurs à travers le tableau en dessous. Ainsi, on va passer en revue l'étude de l'autocorrélation des erreurs, l'hétéroscédasticité des erreurs et la normalité des erreurs.

Concernant l'autocorrélation des erreurs, selon le Test de Breusch Godfrey la p-value associée à la statistique de Breusch Godfrey serial correlation LM test est inférieure au seuil de signification 0.05 ce qui confirme que les erreurs sont autocorrelées.

S'agissant l'hétéroscédasticité des erreurs, d'après le Test Breusch Pagan Godfrey la p-value liée à la statistique de Breusch Pagan Godfrey Test est supérieure à 0.05 ce qui témoigne que les erreurs ne sont pas hétéroscédastiques.

A propos de la normalité des erreurs, suivant le Test Jarque Bera la p-value alliée à la statistique de Jarque Bera est également supérieure à 0.05 ce qui certifie que les erreurs sont normalement distribuées.

### c. Troisième modèle de régression multiple

Le troisième modèle de régression multiple que nous cherchons à estimer se présente comme suit :

$\mathbf{RF_{it} = \alpha_{it} + \beta_{1t}END + \beta_{2t}LIQ_{it} + \varepsilon_{it}}$ avec:

$RF_{it}$ : ratio de la rentabilité financière i à l'année t = (Résultat Net / Capitaux Propres) x100.

$END_{it}$ : ratio de l'endettement total i à l'année t = (Dettes totales / Passif total) x100.

$LIQ_{it}$ : ratio de la liquidité générale i à l'année t = (Actif à moins d'un an / Dettes à moins d'un an) x100.

$\varepsilon_{it}$: le terme d'erreur qui explique les facteurs externes de l'entreprise telle que la concurrence, la conjoncture économique ect…

Le tableau suivant résume l'ensemble des variables du modèle:

**Tableau n°6.17: Variables du modèle et leurs mesures**

| Concept | Variable | Mesure |
|---|---|---|
| Variable dépendante | | |
| Rentabilité financière | Ratio de la rentabilité financière | (Résultat net / Capitaux propres) x100. |
| Variables indépendantes | | |
| Endettement total | Ratio de l'endettement total | (Dettes totales / Passif total) x100. |
| Liquidité générale | Ratio de la liquidité générale | (Actif à moins d'un an / Dettes à moins d'un an) x100. |

Source : Tableau élaboré par nos soins.

#### 1) Signification globale du troisième modèle

Puisque le coefficient de corrélation qui représente le pouvoir explicatif du modèle est de 88% supérieur à 50% montre qu'on est en présence d'un bon modèle. En effet, nous avons constaté que les deux variables indépendantes notamment le ratio de l'endettement total et celui de la rentabilité expliquent 82% du comportement et de l'évolution de la variable dépendant. En outre, la p-value associée à la statistique de Fischer est inférieure au seuil de 5% ce qui confirme la significativité du modèle.

Le tableau suivant résume l'ensemble des coefficients des variables du troisième modèle:

**Tableau n°6.18: Récapitulatif du modèle 3**

| Variable dépendante | Variables indépendantes | Equation du Modèle | Coefficient de Corrélation | P-Value Test de Fischer |
|---|---|---|---|---|
| Rentabilité financière: RF | Endettement total: END<br>Liquidité générale: LIQ | $RF_{it} = \alpha_{it} + \beta_{1t}END + \beta_{2t}LIQ_{it} + \varepsilon_{it}$<br>RF = -13.4134 + 0.0345xEND + 0.1194xLIQ | $R^2$=0.8163 | Prob (F-statistic) = 0.000 |

Source : Tableau élaboré par nos soins.

## 2) Signification globale des coefficients

De même, le coefficient de la variable endettement total ($\beta_1$ = 0.0345) est positif et assez significatif, ce qui confirme que la décision de l'introduction en bourse a été favorable pour la majorité des PME après l'introduction en bourse d'une manière significative. Ainsi, l'impact positif de la cotation à la bourse sur la rentabilité financière des PME nouvellement introduites en bourse ne vient pas en confirmation aux attentes de la troisième hypothèse.

Avec un seuil de signification de 5%, le coefficient de la variable de la liquidité générale ($\beta_1$ = 0.1194) est positif et non significatif, ce qui traduit que la liquidité générale n'explique pas l'évolution de la rentabilité financière.

Le tableau suivant retrace la significativité des coefficients des variables du troisième modèle:

**Tableau n°6.19 : Récapitulatif des coefficients et des tests**

| P-Value Test de Fischer | P-Value Test de Student | P-Value Test de Breusch Godfrey Autocorrélation des erreurs | P-Value Test Breusch Pagan Godfrey Hétéroscédasticité des erreurs | P-Value Test Jarque Bera Normalité des erreurs |
|---|---|---|---|---|
| Prob (F-statistic) = 0.000 | β1=0.5421<br>β2=0.0000 | 0.000356 | 0.004218 | 0.000000 |

Source : Tableau élaboré par nos soins.

## 3) Signification individuelle des coefficients

Après avoir examiné la signification globale du modèle et des coefficients, on a jugé important d'étudier la qualité du modèle par rapport aux erreurs à travers le tableau en dessous. Ainsi, on va passer en revue l'étude de l'autocorrélation des erreurs, l'hétéroscédasticité des erreurs et la normalité des erreurs.

Concernant l'autocorrélation des erreurs, selon le Test de Breusch Godfrey la p-value associée à la statistique de Breusch Godfrey serial correlation LM test est inférieure au seuil de signification 0.05 ce qui confirme que les erreurs sont autocorrelées.

S'agissant l'hétéroscédasticité des erreurs, d'après le Test Breusch Pagan Godfrey la p-value liée à la statistique de Breusch Pagan Godfrey Test est inférieure à 0.05 ce qui témoigne que les erreurs sont hétéroscédastiques.

A propos de la normalité des erreurs, suivant le Test Jarque Bera la p-value alliée à la statistique de Jarque Bera est également inferieure à 0.05 ce qui certifie que les erreurs ne sont pas normalement distribuées.

Au regard des trois modèles économétriques, une meilleure situation des PME cotées s'observe pour quatre ratios de structure financière : endettement total, financière, liquidité générale et rentabilité financière. Les PME cotées se caractérisent ainsi par une meilleure situation financière en termes de liquidité et de solvabilité.

En outre, l'étude économétrique qui vient d'être présentée corrobore les résultats de l'étude statistique élaborée dans la seconde section du présent chapitre. Ces résultats affirment l'effet favorable de l'introduction en bourse des PME sur leurs performances financières mesurés par des ratios financiers concluant ainsi que les PME cotées retenues se caractérisent par des meilleurs indicateurs de performances économiques et financières ainsi que par une meilleure situation financière en termes de liquidité et de désendettement des PME cotées.

Une observation de l'analyse des résultats de notre étude nous montre l'existence d'un phénomène des performances financières des introductions sur l'échantillon des PME retenues, en effet nous observons de l'introduction en bourse une amélioration significative de la performance financière des PME mesurée par la rentabilité financière. Selon notre approche les PME connaissent sur la période retenue avant et qui suivent l'introduction en bourse une amélioration de leur performance, ce qui s'alignerait avec notre hypothèse.

Ainsi ces trois modèles, bien qu'ils nous permettent d'aboutir à quelques conclusions proches de la théorie, demeurent une approximation de la réalité, car les contraintes imposées par le marché financier. Cette tendance générale est néanmoins modérée par plusieurs facteurs en relation avec les modalités du contrôle familial et le système de gouvernance des PME qui affectent la conduite stratégique des dirigeants et donc influent sur la performance.

Pour conclure, on pouvait attester que l'événement de l'introduction en bourse a été bénéfique pour la majorité des PME cotées, constituant notre échantillon. Ce constat peut être justifié par

le mouvement de désendettement et le renforcement de la liquidité et de la rentabilité enregistré par ces PME durant la période considérée. Par conséquent, notre étude statistique adoptée, pour évaluer l'impact de la cotation sur les indicateurs de performances financières des PME marocaines, a contribué à la vérification de nos hypothèses sur lesquelles est formée notre problématique.

Néanmoins, il s'est avéré que le résultat de la dégradation de la rentabilité économique des PME, qui a été éliminée de notre étude économétrique en raison de son très faible corrélation avec les autres variables, après la date de cotation se rapproche et confirme les résultats des études empiriques réalisées sur le marché américain (Jain et Kini (1994); Mikkelson, Partch et Shah (1997) et sur le marché asiatique (Cai et Wei (1997), Kim et al. (2002) et Kutsuna et al. (2002)). Ces différentes recherches retiennent comme explication ce déclin de la rentabilité économique constaté après la cotation, soit par:

- la théorie de l'agence, qui précise que la présence sur le marché financier réduirait le pourcentage de capital détenu par les dirigeants et les conduirait à un comportement opportuniste contraire à la performance globale de l'entreprise ;

- la théorie du timing, qui indique que les dirigeants choisiraient d'introduire leur entreprise en bourse au moment où les performances économiques sont anormalement élevées.

Si l'effet de la cotation à la bourse des valeurs sur la rentabilité financière des PME nouvellement introduites en bourse est défavorable conformément aux conclusions des théories précédemment citées, il n'en demeure pas moins que l'impact de cette cotation sur leur rentabilité économique reste favorable.

S'agissant du coefficient de corrélation, nous avons simulé une modélisation tenant compte de l'évolution continue sans fluctuations des variables représentant les quatre ratios retenus. Le recours à ce modèle de référence théorique a permis de parvenir à un coefficient de corrélation de 0,99. Ce dernier confirme que nos séries, bien que croissantes notamment pour la liquidité et la rentabilité économique ou décroissantes surtout pour l'endettement et la rentabilité financière, restent fluctuantes; d'où les imperfections constatées dans certains résultats du modèle.

Enfin, notons que ce modèle, qui nous semble approprié, demeure une approximation de la réalité qui n'est pas exemptée de critiques. En effet, ce modèle nous a permis d'aboutir à des conclusions confirmant:

- d’une part, les résultats de l’étude statistique élaborée dans la seconde section du présent chapitre. Ces résultats affirment l’effet favorable de l’introduction en bourse des PME sur leurs performances financières mesurés par des ratios financiers.

- et d’autre part, ce modèle a permis de valider nos hypothèses et par conséquent notre problématique, tout en certifiant les résultats des études empiriques réalisées sur le déclin de la performance financière des entreprises après la date de cotation.

Globalement, il en découle qu’il existe d’autres variables explicatives de la structure financière qui sont ignorées par les principales théories de financement. Nous pensons que ces variables ignorées découlent de la sphère réelle des entreprises. Il serait également intéressant d’intégrer des variables contextuelles qui échappent au contrôle des PME, mais qui peuvent indirectement influencer leurs performances; nous pensons particulièrement au secteur d’activité, au cycle économique et le pouvoir de négociation des fournisseurs.

## Conclusion du chapitre

Le but de ce chapitre est d'étudier l'effet de la cotation sur les ratios de performance financière des PME récemment introduites à la bourse. Cet effet se traduit par un changement de la structure financière des PME, de leurs sources de financement et par une modification du système de gouvernance. Par conséquent, il a un impact sur la conduite stratégique du décideur. Pour cela, nous avons essayé d'évaluer cet impact de la cotation en s'inspirant des recherches théoriques et de travaux empiriques élaborés dans ce cadre. Ce qui va nous permettre de vérifier les hypothèses constituant notre problématique, formulées dans l'introduction générale, via une étude statistique et économétrique.

D'après les études statistiques effectuées dans la deuxième section, on pourrait attester que l'événement de l'introduction en bourse a été bénéfique pour la majorité des PME cotées, constituant notre échantillon. Ce constat peut être justifié par le mouvement de désendettement et le renforcement de la liquidité et de la rentabilité enregistré par ces PME durant la période considérée. Par conséquent, notre étude statistique adoptée, pour évaluer l'impact de la cotation sur les indicateurs de performances financières des PME marocaines, a contribué à la vérification de nos hypothèses sur lesquelles est fondée notre problématique.

Par ailleurs, l'étude économétrique nous a permis de déduire les résultats suivants :

- concernant la variable de l'endettement, les PME introduites en bourse bénéficient d'un mouvement de désendettement au fil des années après la cotation. Par conséquent, l'impact négatif de la cotation à la bourse sur l'endettement des PME nouvellement introduites en bourse vient en confirmation aux attentes de la première hypothèse.

- au sujet de la variable de la liquidité, la décision de l'introduction en bourse a été profitable pour la majorité des PME après l'introduction en bourse. Ce résultat a été prouvé par l'accroissement du ratio de la liquidité générale permettant ainsi de renforcer sa liquidité. Ainsi, l'impact positif de la cotation à la bourse sur l'endettement des PME nouvellement introduites en bourse vient en confirmation aux attentes de la deuxième hypothèse.

- s'agissant, la variable de la rentabilité financière, la décision d'introduction des PME a contribué à une détérioration de leurs rentabilités financières durant les années postérieures à la cotation d'où le rejet de la troisième hypothèse.

Cependant, la dégradation de la rentabilité financière des PME après la date de cotation confirme les résultats des études empiriques réalisées sur le marché américain et sur le marché

asiatique. Ces différentes recherches retiennent comme explication ce déclin de la rentabilité économique constaté après la cotation.

Au terme de notre étude économétrique, nous pouvons conclure que malgré la non significativité des variables, ce modèle nous semble adéquat. Il nous permet d'aboutir à des conclusions plus ou moins proches de l'étude statistique et surtout d'expliquer l'évolution de désendettement et l'amélioration de la liquidité des PME après la date de cotation. Ainsi, il serait judicieux de mener une étude élaborée afin de porter une comparaison entre les PME fermées (non cotées) et celles ouvertes (cotées).

Néanmoins, notons que ce modèle, qui nous semble approprié, demeure une approximation de la réalité qui n'est pas exemptée de critiques. En effet, ce modèle nous a permis d'aboutir à des conclusions confirmant:

- d'une part, les résultats de l'étude statistique élaborée dans la seconde section du présent chapitre. Ces résultats affirment l'effet favorable de l'introduction en bourse des PME sur leurs performances financières mesurés par des ratios financiers.

- et d'autre part, ce modèle a permis de valider nos hypothèses et par conséquent notre problématique, tout en certifiant les résultats des études empiriques réalisées sur le déclin de la performance financière des entreprises après la date de cotation.

Globalement, il en découle qu'il existe d'autres variables explicatives de la structure financière qui sont ignorées par les principales théories de financement. Nous pensons que ces variables ignorées découlent de la sphère réelle des entreprises. Il serait également intéressant d'intégrer des variables contextuelles qui échappent au contrôle des PME mais qui peuvent indirectement influencer leurs performances; nous pensons particulièrement au secteur d'activité, au cycle économique et le pouvoir de négociation des fournisseurs.

Pourtant, nous avons lors de l'élaboration de ce travail été confrontés à plusieurs obstacles:

- Le recours au marché boursier n'est pas encore ancré dans l'esprit des investisseurs, notamment les particuliers et les petites et moyennes entreprises;

- Le marché boursier marocain reste toujours limité en termes de PME cotées, ce qui a contraint notre échantillon;

- Une certaine indisponibilité des informations relative à notre étude.

- L’absence des états financiers avant la date d’introduction en bourse de ces 7 PME objet de notre recherche pour pouvoir effectuer une comparaison de leur performance avant et après ladite date.

# CONCLUSION DE LA DEUXIEME PARTIE

Afin de comprendre l'impact de la cotation en bourse sur les indicateurs de performances financières des PME marocaines cotées en bourse et par conséquent sur la santé financière de ces PME. Nous avons suivi tout au long de cette deuxième partie une démarche constructive et pratique. Ainsi, nous avons commencé par un quatrième chapitre qui a permis de constater que l'analyse théorique et empirique montre que le problème de financement des entreprises marocaines est extrêmement complexe et qu'il est difficile d'édicter des règles générales de la dette. Le choix d'un mode de financement particulier dépend d'un grand nombre de facteurs qui doivent être pris en considération au moment de la décision d'introduction en bourse. En effet, dans un contexte marqué par l'ouverture de l'économie marocaine sur le marché extérieur, le marché boursier est censé constituer une source de financement complémentaire, voir une alternative, permettant aux entreprises un meilleur ancrage dans la mondialisation.

Par ailleurs, ce chapitre a été l'occasion d'établir une analyse statistique sur trois PME cotées à la bourse des valeurs de Casablanca, qui ont affiché de bonnes performances en matière de rentabilité. Mais encore faut-il tenir compte des différences qui existent entre les stratégies suivies par chacune des trois entreprises et les objectifs visés par l'opération d'introduction. En effet, la société CRS a vu son objectif atteint depuis son introduction en bourse notamment la réduction de son niveau d'endettement et l'accroissement de son autonomie financière. Ce qui n'est pas le cas pour les deux autres entreprises qui ont profité pleinement des augmentations du capital et des emprunts auprès des établissements de crédit.

En dépit du rôle qu'elles jouent dans le développement économique et social du Maroc, les PME souffrent des contraintes internes et externes qui pèsent sur leur décision d'investissement et sur leur stratégie de développement.

La levée de ces contraintes, notamment celles liées au financement externe, dépend du degré d'efficacité du système financier, jugé à travers sa capacité à fournir des capitaux au moindre coût possible et à mobiliser suffisamment de ressources en faveur de ces entreprises.

Pour réduire la vulnérabilité de ces entreprises en matière d'accès au crédit bancaire, les pourvoir publics ont mis en place un dispositif de mesures susceptibles d'élargir leurs sources de financement notamment la mise en place de lignes nationales et étrangères de crédits. De même, les conditions d'introduction à la bourse des valeurs de Casablanca ont été suffisamment assouplies, à travers la création de nouveaux compartiments réservés à la PME, et la mise en place de nouveaux produits financiers.

Toutefois, le cinquième chapitre a donné la possibilité d'analyser la situation financière des entreprises marocaines et cela à travers une étude statistique comparative de trois PME (DARI, CRS et DLM) cotées sur le deuxième et troisième compartiment en comparaison avec trois grandes entreprises cotées sur le marché principal (LES, CSR et SID). Il a été important, dans une première section, de faire un rappel de l'objectif de notre recherche et de la méthodologie statistique adoptée d'analyse et également de présenter les entreprises sélectionnées ainsi que les ratios financiers retenus pour analyser la situation financière des ces entreprises et surtout les trois PME cotées en bourse.

L'analyse pratique, effectuée au niveau des trois dernières sections, des statistiques comptables des trois PME cotées à la bourse des valeurs de Casablanca affiche de bonnes performances en matière de rentabilité. Mais encore faut-il tenir compte des différences qui existent entre les stratégies suivies par chacune des trois entreprises et les objectifs visés par l'opération d'introduction en bourse.

Le sixième chapitre quant à lui a été l'opportunité d'évaluer cet impact de la cotation en s'inspirant des recherches théoriques et de travaux empiriques élaborés dans ce cadre. Ce qui nous a permis de vérifier les hypothèses constituant notre problématique, formulées dans l'introduction générale, via une étude statistique enrichie par modélisation économétrique. En effet, d'après les études statistiques effectuées dans la deuxième section, on pourrait attester que l'événement de l'introduction en bourse a été bénéfique pour la majorité des PME cotées, constituant notre échantillon. Ce constat peut être justifié par le mouvement de désendettement et le renforcement de la liquidité et de la rentabilité enregistré par ces PME durant la période considérée. Par conséquent, notre étude statistique adoptée, pour évaluer l'impact de la cotation sur les indicateurs de performances financières des PME marocaines, a contribué à la vérification de nos hypothèses sur lesquelles est fondée notre problématique.

Néanmoins, l'étude économétrique nous a donné l'occasion de déduire les résultats suivants :

- concernant la variable de l'endettement, les PME introduites en bourse bénéficient d'un mouvement de désendettement au fil des années après la cotation. Par conséquent, l'impact négatif de la cotation à la bourse sur l'endettement des PME nouvellement introduites en bourse vient en confirmation aux attentes de la première hypothèse.

- au sujet de la variable de la liquidité, la décision de l'introduction en bourse a été profitable pour la majorité des PME après l'introduction en bourse. Ce résultat a été prouvé par l'accroissement du ratio de la liquidité générale permettant ainsi de renforcer sa liquidité.

Ainsi, l'impact positif de la cotation à la bourse sur l'endettement des PME nouvellement introduites en bourse vient en confirmation aux attentes de la deuxième hypothèse.

- à propos de la variable de la rentabilité économique, l'événement de l'introduction en bourse a été favorable pour la majorité des PME après l'introduction en bourse d'une manière significative. Ce résultat a été prouvé par l'accroissement du ratio de la rentabilité économique permettant ainsi de renforcer la qualité de gestion de ces PME. Ainsi, l'impact positif de la cotation à la bourse sur la rentabilité économique des PME nouvellement introduites en bourse vient en confirmation aux attentes de la troisième hypothèse.

- s'agissant, la variable de la rentabilité financière, la décision d'introduction des PME a contribué à une détérioration de leurs rentabilités financières durant les années postérieures à la cotation.

Néanmoins, il s'est avéré que le résultat de la dégradation de la rentabilité financière des PME après la date de cotation se rapproche et confirme les résultats des études empiriques réalisées sur le marché américain (Jain et Kini (1994); Mikkelson, Partch et Shah (1997) et sur le marché asiatique (Cai et Wei (1997), Kim et al. (2002) et Kutsuna et al. (2002)). Ces différentes recherches retiennent comme explication ce déclin de la rentabilité économique constaté après la cotation soit par:

- la théorie de l'agence, qui précise que la présence sur le marché financier réduirait le pourcentage de capital détenu par les dirigeants et les conduirait à un comportement opportuniste contraire à la performance globale de l'entreprise ;

- la théorie du timing, qui indique que les dirigeants choisiraient d'introduire leur entreprise en bourse au moment où les performances économiques sont anormalement élevées.

S'agissant du coefficient de corrélation, nous avons simulé une modélisation tenant compte de l'évolution continue sans fluctuations des variables représentant les quatre ratios retenus. Le recours à ce modèle de référence théorique a permis de parvenir à un coefficient de corrélation de 0,99. Ce qui confirme que nos séries, bien que croissantes notamment pour la liquidité et la rentabilité économique ou décroissantes surtout pour l'endettement et la rentabilité financière, restent fluctuantes; d'où les imperfections constatées dans certains résultats du modèle.

Enfin, notons que ce modèle, qui nous semble approprié, demeure une approximation de la réalité qui n'est pas exemptée de critiques. En effet, ce modèle nous a permis d'aboutir à des conclusions confirmant:

- d’une part, les résultats de l’étude statistique élaborée dans la seconde section du présent chapitre. Ces résultats affirment l’effet favorable de l’introduction en bourse des PME sur leurs performances financières mesurés par des ratios financiers.

- et d’autre part, ce modèle a permis de valider nos hypothèses et par conséquent notre problématique, tout en certifiant les résultats des études empiriques réalisées sur le déclin de la performance financière des entreprises après la date de cotation.

Globalement, il en découle qu’il existe d’autres variables explicatives de la structure financière qui sont ignorées par les principales théories de financement. Nous pensons que ces variables ignorées découlent de la sphère réelle des entreprises. Il serait également intéressant d’intégrer des variables contextuelles qui échappent au contrôle des PME mais qui peuvent indirectement influencer leurs performances; nous pensons particulièrement au secteur d’activité, au cycle économique et le pouvoir de négociation des fournisseurs.

# CONCLUSION GENERALE

L'objectif de notre thèse était de comprendre le comportement de financement des entreprises en général et plus particulièrement des PME marocaines cotées en bourse et d'évaluer l'impact de l'introduction en bourse des PME marocaines sur leurs performances financières mesurées par un certain nombre d'indicateurs financiers. Pour atteindre cet objectif et contribuer au débat sur la place du marché boursier dans le financement des PME, nous avons tenté de présenter dans une première partie le cadre théorique du financement des PME et dans une deuxième partie les soubassements empiriques de ces théories de financement des PME.

Pour rappel, cette première partie de notre travail de recherche avait pour principal objectif d'observer, sur le plan théorique, la place que le marché boursier a réservée au financement des PME. A cet effet, trois chapitres ont été accomplies.

Le premier chapitre a été l'occasion de présenter la problématique de la définition des PME. Il a été constaté qu'il n'existe pas de définition unique ou universelle des PME mais que chaque organisme ou gouvernement retenait un certain nombre de critères lui permettant d'attribuer aux entreprises le qualificatif de PME. Les critères retenus, à ce niveau, sont :

- Soit des critères quantitatifs (total du bilan, chiffre d'affaire, effectif etc.) qui permettent de cerner plus facilement la notion de PME dans l'objectif de lui appliquer des politiques économiques ou fiscales mais qui, en même temps, refusent de pénétrer à l'intérieur;

- Soit, des critères qualitatifs qui sont, à notre sens, plus pertinent puisqu'ils mettent en évidence l'aspect humain lié à l'entreprise. En effet, la culture managériale du dirigeant demeure l'invariant fondamental qui permet de différencier la PME de la grande entreprise.

De plus, ce chapitre, nous a permis de remarquer que la majorité des PME marocaines est sous-capitalisée, car dans leurs gestions financières elles se basent sur le financement en fonds propres souvent faibles ne permettant pas de réaliser un programme d'investissement équilibré. Ainsi, les PME utilisent trop les découverts bancaires et les facilités de caisse et d'autres prêts à court terme pour financer l'investissement aggravant leur déséquilibre financier. Dans ce sens, on peut dégager les caractéristiques financières des PME à savoir une faible planification financière; une gestion opérationnelle de financement largement informelle; et un contrôle de gestion quasi-inexistant.

En outre, ce chapitre a mis en évidence la problématique du financement et de la mise à niveau des PME. Ces dernières, quoique constituant l'essentiel du tissu économique, n'ont pas accès aux ressources nécessaires pour financer leurs projets de développement; et n'ont pas saisi l'opportunité du programme national de mise à niveau pour se restructurer, et ainsi résister au choc de l'ouverture des marchés.

L'accès aux moyens de financement classiques est subordonné à la capacité des entreprises à présenter des garanties réelles, non liées à la fiabilité des projets (caution solidaire du chef d'entreprise, hypothèques sur des biens non économiques, nantissements etc.). Cette situation pousse les PME de recourir à d'autres moyens de financement alternatifs tel que le marché boursier.

Le deuxième chapitre a été l'opportunité de montrer que malgré le rôle important que jouent les PME dans l'économie surtout dans le domaine de l'absorption du chômage et de la création de richesse. Mais, ce rôle reste limité à cause des difficultés et des problèmes que connaissent ces petites et moyennes entreprises et notamment celui du financement, ce qui entraîne un retour en arrière de son efficacité au niveau national et au niveau international.

Plusieurs facteurs n'encouragent pas le développement des PME locales, il s'agit en premier lieu d'un manque de la transparence souvent lié à la fragilité de leurs structures et d'une sous-capitalisation presque généralisée.

De plus, les PME manquent de moyens techniques et financiers et elles ont souvent un capital humain qui manque d'encadrement et de formation. Ceci se traduit le plus souvent par une dégradation de la performance des PME marocaines, un manque de compétitivité et un taux d'échec élevé.

De plus, ce deuxième chapitre nous a permis de constater que le choix de la structure financière des PME est conditionné par le choix entre les sources de financement prises isolément qui sont les fonds propres internes notamment l'autofinancement, les fonds propres externes et l'endettement. L'arbitrage central qui intervient dans le choix de ces derniers réside dans les avantages et inconvénients qu'ils offrent à l'entreprise. L'analyse théorique des sources de financement a montré que chaque source de financement à ses points forts et ses points faibles. Ce qui exclut la possibilité d'arrêter un tel choix définitivement d'une manière simple.

Ainsi la tache devient de plus en plus complexe avec les conditions sévères des créanciers qui exigeront des rémunérations du risque, ce qui se répercute sur le coût des sources et par conséquent sur le coût global du capital. Toutefois, en pratique, l'autofinancement s'avère avantageux par rapport aux autres ressources. En effet, ce type de financement est disponible, non remboursable, moins coûteux et constitue un signal pour le marché sur les performances de l'entreprise.

Cependant, son caractère insuffisant oblige l'entreprise à recourir au financement externe. L'endettement procure à l'entreprise deux principaux avantages à savoir la déductibilité des charges d'intérêts et l'amélioration de la rentabilité des capitaux propres. Ces incitations se trouveront limitées par l'existence du risque financier et du risque de faillite et la perte de l'autonomie financière. Les fonds propres externes sont nécessaires pour le financement et ont des effets aussi bien sur le plan micro-économique que macro-économique.

Dans ce deuxième chapitre, nous avons essayé également de passer en revue les principaux avantages d'une introduction en bourse, aussi bien pour l'entreprise que pour ses actionnaires fondateurs, ainsi que les contraintes et les coûts explicites et implicites qui en découlent.

En effet, les avantages de l'introduction en bourse pour l'entreprise sont nombreux: financement de la croissance, amélioration de la situation financière, amélioration de sa notoriété, intéressement des salariés, etc. Les contraintes de l'introduction sont surtout: la diffusion régulière des informations, la distribution des dividendes, et le risque de perdre le contrôle.

Quant aux coûts de l'introduction, ils sont de deux types à savoir les coûts directs ou explicites (frais de publicité, frais administratifs, rémunération des intermédiaires, etc.) et les coûts indirects ou implicites (sous-évaluation des actions et perte de la confidentialité).

La décision d'introduction en bourse, doit en principe découler d'un arbitrage entre les avantages et les inconvénients analysés ci-dessus. Mais cette décision est tellement importante qu'elle doit être considérée comme un choix stratégique et rational qui prend en considération tous les tenants et les conséquences de ce mode de financement.

Au passage en revue des dispositifs de financements disponibles pour les PME, on est, à priori, surpris que la multiplicité et la diversité des lignes de crédit destinées aux PME n'aient pu résoudre la problématique liée au financement de ce genre d'entreprise.

Mais l'absence d'une information complète sur les possibilités de financement et un manque de maitrise des modalités et des spécificités de chacun des dispositifs de financement les rend moins accessibles à un certain nombre d'entrepreneurs. De même les coûts des crédits et les garanties exigées par les banques sont souvent insupportables pour les PME.

En outre, les lignes de financement étrangères sont jugées peu adapter aux PME. Les prêts sont négociés par l'administration et ne touchent qu'une faible minorité parmi cette catégorie d'entreprise. Ces prêts répondent aux besoins de certaines entreprises mais ils sont également conçus pour réaliser certains objectifs notamment commerciaux des pays qui les mettent en place sans trop se préoccuper des besoins réels de l'ensemble des PME en tant qu'entité.

De plus, l'accès à ce genre de financement est limité aux PME les plus structurées qui peuvent prétendre à un volume de prêt assez élevé. Il est également compliqué à cause de son éparpillement entre différentes institutions. Le capital-risque pourrait atténuer les problèmes de l'insuffisance des fonds propres, mais il est encore peu développé au Maroc, en particulier pour les PME.

D'un point de vue légal, les préalables à l'introduction en bourse d'une PME sont difficiles. Néanmoins, les avantages de ce type d'opération sont à terme bénéfique, aux motifs que les PME ont la possibilité de :

- diversifier ses sources de financement;

- accroitre sa notoriété générale et contribuer à renforcer son positionnement concurrentiel;

- permettre à ses salariés de souscrire au capital.

Le troisième chapitre nous a donné la possibilité de noter que les grandes entreprises cotées ont été l'objet de plusieurs études théoriques et empiriques relatives aux déterminants de leurs structures financières. Toutefois, cette littérature abondante reste limitée pour les PME cotées.

Par ailleurs, le terme financement des entreprises contient deux éléments interdépendants:

- les caractéristiques de financement (bancaire, marchés financiers, financement propre, etc.) désigné souvent par le terme "choix d'une structure financière";

- l'objet du financement (investissements immatériels, équipements, etc.) désigné par le terme "choix d'investissement".

Selon Van Caillie, (1997), la réflexion académique relative au choix d'une structure financière a connu trois approches : l'approche classique, l'approche néo-classique et

l’approche de la "théorie moderne de la firme":

- L’approche classique, de nature comptable et empirique, ne rendait pas compte de la complexité de l’entreprise, réduite à sa dimension comptable et quantifiable, et on lui reproche souvent son manque de fondements théoriques solides;

- Le marché parfait demeure la grande invention de la théorie néo-classique, qui a été formalisée par le fameux article de Modigliani et Miller de 1958;

- La théorie moderne quant à elle s’est fixée comme objectif de dépasser le cadre théorique néo-classique restrictif en abandonnant les principales hypothèses de base de ce cadre.

De plus, le modèle de Modigliani et Miller (1958) a donné lieu à plusieurs réflexions théoriques relatives à la valeur de la firme. En effet, la théorie du Trade-Off et la théorie du Pecking Order, qui en sont issues, traduisent davantage le changement des comportements financiers des entreprises. Dans ce sens, ce chapitre a permis de différencier deux modèles à savoir le modèle de compromis de celui de la hiérarchie.

Dans les modèles de compromis adoptés par la théorie Modigliani-Miller et la théorie du Trade-Off, aucun avantage n’est attribué à la dette ou aux fonds propres:

Dans le modèle de la hiérarchie appelé théorie Pecking-Order ce modèle est basé sur le caractère résiduel de la dette. Il est issu des travaux de Myers S., (1984) et de Myers S., Majluf N., (1984) (Hyafil A., 1995), ce modèle établit une hiérarchisation décroissante des modes financement des entreprises qui choisissent de passer par l’autofinancement, les dettes (y compris les titres hybrides) et enfin les émissions des actions nouvelles.

Dans ce troisième chapitre, nous avons procédé également à la présentation des travaux théoriques et empiriques relatifs qui ont identifié des déterminants potentiels de la performance économique des entreprises.

Par ailleurs, plusieurs travaux récents s’intéressent à l’évolution des performances économiques des entreprises introduites en bourse: le déclin de ces performances après l’introduction en bourse y est clairement mis en évidence, tant sur le marché américain que sur les marchés asiatiques et européens. Ce déclin observé des performances économiques trouve trois éléments d’explication dans la littérature. Il serait imputable, en premier lieu, à des conflits d’agence: le désengagement éventuel des actionnaires dirigeants lors de l’introduction en bourse les inciterait à entreprendre des projets contraires aux intérêts des autres actionnaires. Il pourrait s’expliquer, en second lieu, par un timing de l’introduction en

bourse: les dirigeants choisiraient d'introduire l'entreprise au moment où les performances économiques sont anormalement élevées. Enfin, les dirigeants pourraient être susceptibles à pratiquer une gestion du résultat visant à surestimer ce dernier avant l'introduction. Les résultats empiriques des études précitées divergent quant à l'explication de ce déclin.

Afin de comprendre l'impact de la cotation en bourse sur les indicateurs de performances financières des PME marocaines cotées en bourse et par conséquent sur la santé financière de ces PME. Nous avons suivi tout au long de cette deuxième partie une démarche constructive et pratique. Ainsi, nous avons commencé par un quatrième chapitre qui a permis de constater que l'analyse théorique et empirique montre que le problème de financement des entreprises marocaines est extrêmement complexe et qu'il est difficile d'édicter des règles générales de la dette. Le choix d'un mode de financement particulier dépend d'un grand nombre de facteurs qui doivent être pris en considération au moment de la décision d'introduction en bourse. En effet, dans un contexte marqué par l'ouverture de l'économie marocaine sur le marché extérieur, le marché boursier est censé constituer une source de financement complémentaire, voir une alternative, permettant aux entreprises un meilleur ancrage dans la mondialisation.

Par ailleurs, ce chapitre a été l'occasion d'établir une analyse statistique sur trois PME cotées à la bourse des valeurs de Casablanca, qui ont affiché de bonnes performances en matière de rentabilité. Mais encore faut-il tenir compte des différences qui existent entre les stratégies suivies par chacune des trois entreprises et les objectifs visés par l'opération d'introduction. En effet, la société CRS a vu son objectif atteint depuis son introduction en bourse notamment la réduction de son niveau d'endettement et l'accroissement de son autonomie financière. Ce qui n'est pas le cas pour les deux autres entreprises qui ont profité pleinement des augmentations du capital et des emprunts auprès des établissements de crédit.

En dépit du rôle qu'elles jouent dans le développement économique et social du Maroc, les PME souffrent des contraintes internes et externes qui pèsent sur leur décision d'investissement et sur leur stratégie de développement.

La levée de ces contraintes, notamment celles liées au financement externe, dépend du degré d'efficacité du système financier, jugé à travers sa capacité à fournir des capitaux au moindre coût possible et à mobiliser suffisamment de ressources en faveur de ces entreprises.

Pour réduire la vulnérabilité de ces entreprises en matière d'accès au crédit bancaire, les pourvoir publics ont mis en place un dispositif de mesures susceptibles d'élargir leurs sources de financement notamment la mise en place de lignes nationales et étrangères de crédits. De

même, les conditions d'introduction à la bourse des valeurs de Casablanca ont été suffisamment assouplies, à travers la création de nouveaux compartiments réservés à la PME, et la mise en place de nouveaux produits financiers.

Toutefois, le cinquième chapitre a donné la possibilité d'analyser la situation financière des entreprises marocaines, et cela, à travers une étude statistique comparative de trois PME (DARI, CRS et DLM) cotées sur le deuxième et troisième compartiment en comparaison avec trois grandes entreprises cotées sur le marché principal (LES, CSR et SID). Il a été important, dans une première section, de faire un rappel de l'objectif de notre recherche et de la méthodologie statistique adoptée d'analyse et également de présenter les entreprises sélectionnées ainsi que les ratios financiers retenus pour analyser la situation financière de ces entreprises et surtout les trois PME cotées en bourse.

L'analyse pratique, effectuée au niveau des trois dernières sections, des statistiques comptables des trois PME cotées à la bourse des valeurs de Casablanca affiche de bonnes performances en matière de rentabilité. Mais encore faut-il tenir compte des différences qui existent entre les stratégies suivies par chacune des trois entreprises et les objectifs visés par l'opération d'introduction en bourse.

Le sixième chapitre quant à lui a été l'opportunité d'évaluer cet impact de la cotation en s'inspirant des recherches théoriques et de travaux empiriques élaborés dans ce cadre. Ce qui nous a permis de vérifier les hypothèses constituant notre problématique, formulées dans l'introduction générale, via une étude statistique enrichie par modélisation économétrique. En effet, d'après les études statistiques effectuées dans la deuxième section, on pourrait attester que l'événement de l'introduction en bourse a été bénéfique pour la majorité des PME cotées, constituant notre échantillon. Ce constat peut être justifié par le mouvement de désendettement et le renforcement de la liquidité et de la rentabilité enregistré par ces PME durant la période considérée. Par conséquent, notre étude statistique adoptée, pour évaluer l'impact de la cotation sur les indicateurs de performances financières des PME marocaines, a contribué à la vérification de nos hypothèses sur lesquelles est fondée notre problématique.

Néanmoins, l'étude économétrique nous a donné l'occasion de déduire les résultats suivants :

- concernant la variable de l'endettement, les PME introduites en bourse bénéficient d'un mouvement de désendettement au fil des années après la cotation. Par conséquent, l'impact négatif de la cotation à la bourse sur l'endettement des PME nouvellement introduites en bourse vient en confirmation aux attentes de la première hypothèse.

- au sujet de la variable de la liquidité, la décision de l'introduction en bourse a été profitable pour la majorité des PME après l'introduction en bourse. Ce résultat a été prouvé par l'accroissement du ratio de la liquidité générale permettant ainsi de renforcer sa liquidité. Ainsi, l'impact positif de la cotation à la bourse sur l'endettement des PME nouvellement introduites en bourse vient en confirmation aux attentes de la deuxième hypothèse.

- à propos de la variable de la rentabilité économique, l'événement de l'introduction en bourse a été favorable pour la majorité des PME après l'introduction en bourse d'une manière significative. Ce résultat a été prouvé par l'accroissement du ratio de la rentabilité économique permettant ainsi de renforcer la qualité de gestion de ces PME. Ainsi, l'impact positif de la cotation à la bourse sur la rentabilité économique des PME nouvellement introduites en bourse vient en confirmation aux attentes de la troisième hypothèse.

- s'agissant, la variable de la rentabilité financière, la décision d'introduction des PME a contribué à une détérioration de leurs rentabilités financières durant les années postérieures à la cotation.

Néanmoins, il s'est avéré que le résultat de la dégradation de la rentabilité financière des PME après la date de cotation se rapproche et confirme les résultats des études empiriques réalisées sur le marché américain (Jain et Kini (1994); Mikkelson, Partch et Shah (1997) et sur le marché asiatique (Cai et Wei (1997), Kim et al. (2002) et Kutsuna et al. (2002)). Ces différentes recherches retiennent comme explication ce déclin de la rentabilité économique constaté après la cotation soit par:

- la théorie de l'agence, qui précise que la présence sur le marché financier réduirait le pourcentage de capital détenu par les dirigeants et les conduirait à un comportement opportuniste contraire à la performance globale de l'entreprise ;

- la théorie du timing, qui indique que les dirigeants choisiraient d'introduire leur entreprise en bourse au moment où les performances économiques sont anormalement élevées.

S'agissant du coefficient de corrélation, nous avons simulé une modélisation tenant compte de l'évolution continue sans fluctuations des variables représentant les quatre ratios retenus. Le recours à ce modèle de référence théorique a permis de parvenir à un coefficient de corrélation de 0,99. Ce qui confirme que nos séries, bien que croissantes notamment pour la liquidité et la rentabilité économique ou décroissantes surtout pour l'endettement et la rentabilité financière, restent fluctuantes; d'où les imperfections constatées dans certains résultats du modèle.

Enfin, notons que ce modèle, qui nous semble approprié, demeure une approximation de la réalité qui n'est pas exemptée de critiques. En effet, ce modèle nous a permis d'aboutir à des conclusions confirmant:

- d'une part, les résultats de l'étude statistique élaborée dans la seconde section du présent chapitre. Ces résultats affirment l'effet favorable de l'introduction en bourse des PME sur leurs performances financières mesurés par des ratios financiers.

- et d'autre part, ce modèle a permis de valider nos hypothèses et par conséquent notre problématique, tout en certifiant les résultats des études empiriques réalisées sur le déclin de la performance financière des entreprises après la date de cotation.

Globalement, il en découle qu'il existe d'autres variables explicatives de la structure financière qui sont ignorées par les principales théories de financement. Nous pensons que ces variables ignorées découlent de la sphère réelle des entreprises. Il serait également intéressant d'intégrer des variables contextuelles qui échappent au contrôle des PME mais qui peuvent indirectement influencer leurs performances; nous pensons particulièrement au secteur d'activité, au cycle économique et le pouvoir de négociation des fournisseurs.

En dépit de ces limites, notre recherche a pu de soulever les recommandations pouvant optimiser les choix des moyens de financement par les PME marocaines. En effet, le système financier marocain n'est pas véritablement organisé pour répondre à toutes les demandes des PME. Pour faire face, nous proposons un certain nombre de recommandations.

**1. Renforcer les fonds propres des PME**

Les PME souffrent du manque de capitaux propres, ce qui contribue à croître leur endettement et donc, leurs frais financiers. Pour relever ce défi à savoir, le renforcement de leurs fonds propres, nous proposons les points suivants:

- encourager les réinvestissements des bénéfices et l'auto- financement par la mise en œuvre d'une fiscalité adapté aux résultats et à la réévaluation des bilans;

- exonérer les droits d'enregistrement sur augmentation de capital par capitalisation de compte courant d'associés et de dettes dans une approche de restructuration de bilans.

**2. Créer une banque pour les PME**

La création d'une banque des PME ne doit pas être perçue comme un élément de concurrence abusive vis à vis du système bancaire marocain. La banque spécialiste des PME doit coexister

de façon parfaitement harmonieuse avec des banques traditionnelles. Les formes de crédit octroyées par les banques des PME doivent être adaptées sur le plan du montage juridique (en matière des garanties notamment) et aussi sur le plan des procédures l'octroi, mais une banque des PME ne doit pas se contenter de l'octroi de crédits, elle construit son avantage compétitif par rapport aux autres banques sur la fourniture de services financières adaptés aux PME.

Il y a deux domaines d'intervention de la banque des PME auxquels il faut donner une absolue priorité, ce sont d'une part, l'intervention en fonds propres et d'autre part, l'octroi de garanties.

Alors, le Maroc doit structurer une véritable culture de l'entreprise et rattraper son retard en matière de financement des PME en instaurant une banque des PME.

**3. Dynamiser la bourse de Casablanca**

Le financement des PME marocaines nécessite la dynamisation de la bourse de Casablanca, celle-ci ne peut se dynamiser que lorsque les entreprises marocaines, et plus spécialement les PME, seraient cotées en bourse. Actuellement la participation du marché boursier au financement des PME est faible malgré les réformes fiscales qui encouragent l'introduction à la bourse. Cette dernière est invitée à:

- entreprendre une action de sensibilisation et de prospection à travers des réunions en one to one avec les dirigeants des PME pour les séduire et les intéresser au monde prestigieux de la cotation;

- expliquer les bienfaits d'une introduction en bourse à travers les moyens de communication (tv-radio-les journaux);

- convaincre les dirigeants des PME que l'ouverture du capital ne leur fait pas perdre le contrôle de la société;

- revoir les conditions d'introduction en bourse jugées sévères et les rendre plus adaptées aux PME marocaines.

**4. Développer le capital risque**

Pour encourager la création de nouvelles sociétés du capital risque nous suggérons les points suivants:

- mise en place d'un cadre juridique pour engendrer une confiance entre les acteurs du capital risque et résoudre certains problèmes tels que le problème lié à la législation fiscale;

- établir des compagnes de promotion du capital risque en faveur des dirigeants des PME à

travers des visites de salons professionnels et des mailings personnalisés;

- élargir l'offre à toutes les PME et ne se limiter pas aux seules PME innovantes.

**5. Aider et assister les jeunes créateurs des PME**

Dans ce cadre nous proposons les recommandations suivantes:

- la réalisation de locaux au profit des jeunes promoteurs à la recherche d'implantation, et avec des conditions raisonnables;

- la mise en place de zones industrielles aux jeunes entrepreneurs par les collectivités locales tout en réservant une part de ces zones à cette catégorie d'entrepreneurs;

- réserver une part des marchés publics aux jeunes promoteurs par l'intermédiaire d'une sensibilisation de certains établissements publics;

- la création d'un guichet unique qui remplace les centres régionaux d'investissement qui n'ont pas réussi à répondre à leurs besoins pour que le financement de leurs projets d'investissement ne traîne pas;

- traiter les jeunes promoteurs dans le même pied d'égalité et leur offrir l'assistance et l'encadrement nécessaires;

- Interdire aux spéculateurs tant nationaux qu'étrangers de s'approprier des actions de ces entreprises bénéficiant d'un arsenal d'avantages;

- dynamiser le projet Moukawalati.

**6. Encourager la transparence**

Accroître la transparence comptable et financière des PME marocaines, car sans comptes lisibles, il n'y a pas de financement sain. Les PME marocaines ont, dans ce domaine, un gros progrès à faire en contre partie le cadre réglementaire qui régit le fonctionnement des entreprises marocaines doit être modernisé.

# BIBLIOGRAPHIE

## I- Ouvrages :


**AGLIETTA, Michel ; RIGOT, Sandra**. **(2009) Crise et rénovation de la finance.** Paris : Odile Jacob,. (Economie)

**ALBOUY, M., (2000)**"Décisions financières et création de valeur", Economica 2ème édition.

**AMENC, N., LE SOURD, V., (2002)**"Théorie du portefeuille et analyse de sa performance", Edition Economica.

**BELLALAH, M (1998)** "Finance moderne d'entreprise", Economica.

**BODIE, Zvi ; KANE, Alex ; MARCUS, Alan J. (**2011) **Investments and portfolio management.** 9ème éd. Boston : Mc Graw-Hill,

**CAHUC, P (2000)**"La nouvelle microéconomie", Collection Repères.

**CAVALIER, B., (1998)** "Evaluation et financement des entreprises: Application à l'activité de capital risque", Edition LGDJ / Montchrestien, Paris.

**CHAVANCE, B., (2007)**"L'économie institutionnelle", La Découverte, Collection Repères.

**COBBAUT,R., (1994)** « Théorie financière », Edition Economica.

**CAVALIER, B., (1998)**"Evaluation et financement des entreprises: Application à l'activité de capital risque", Edition LGDJ / Montchrestien, Paris.

**CHAVANCE, B., (2007)** "L'économie institutionnelle", La Découverte, Collection Repères.

**CLEARY, S., POVEL, P., RAITH, M., (2007)** "The u-shaped investment curve: theory and evidence", Journal of Financial and Quantitative Analysis 42, 1-40.

**COBBAUT, R., (1994)**"Théorie financière", Edition Economica.

**CORINE EYRAUD (novembre 2008**): L'analyse des données chiffrées en sciences sociales Armand Colin

**GILBERT SAPORTA (juin 2006):** Probabilités, analyse des données et statistiques. Technip

**GINGLINGER, E., (1991)**, "Le financement des entreprises par les marchés de capitaux", Edition PUF.

**IBN ABDELJALIL, N. (2007)**, Evaluation & financement des investissements de l'entreprise Manuel & Etude de cas. 2ème Edition Edit consulting.

**FLEURIET, Michel ; SIMON, Yves**. **(2003**) Bourse et marchés financiers. 2ème éd. Paris : Economica,

**JACQUILLAT, Bertrand ; SOLNIK, Bruno. PERIGNON, Christophe**. (2009) Les marchés financiers : Gestion de portefeuille et des risques. 5ème éd. Paris : Dunod,.

**JEAN-MARIE BOUROCHE, GILBERT SAPORTA (janvier 2012**): L'analyse des données. Puf|

**JEAN-PIERRE JOBARD, PATRICK NAVATTE, PHILIPPE RAIMBOURG (2003)** : « Finance - Finance d'entreprise, finance de marché, diagnostic financier » Dalloz juin

**JAMAL, Y. (2003)**, Précis d'analyse financière de l'entreprise.

**JOSEPH ANTOINE, MARIE-CLAIRE CAPIAU-HUART (AOUT 2008)** : Dictionnaire analytique des marchés financiers anglais et allemand. De Boeck |

**LARDIC, Sandrine ; MIGNON, Valérie. (2006) L'efficience informationnelle des marchés financiers**. Paris : La Découverte,. (Repères)

**LAURENT BATSCH (2011):** Le diagnostic financier - 3ème édition . Economica

**L. BERNET-ROLLANDE (1988)**: Diagnostic économique financier Dunod

**LEGROS, G. (2010)**, Mini manuel de Finance d'entreprise. Edition Dunod, Paris.

**LIQUET, J-C. (2005),** La création de valeur en gestion. Edition TEC &DOC, LAVOISIER.

**MCKINSEY & COMPANY. COPELAND, T. KOLLER, T. ET MURRIN, J. (2002),** La stratégie de la valeur : l'évaluation d'entreprise en pratique. Editions d'Organisation.

**MICHEL MARCHETEAU (2008)** : Dictionnaire économique, commercial et financier - Dictionary of economics, business and finance Edition bilingue anglais-français / français-anglais. Pocket janvier 2008

**MICHELINE FRIEDERICH, GEORGES LANGLOIS, MICHELE MOLLET (MAI 2002)** « Financement - Trésorerie, financement externe, financement propre, consolidation ». Foucher

**MODIGLIANI, F. ET MILLER, M. (1973),** Coût du capital, gestion financière et théorie de l'investissement. Finances modernes : théories et pratiques, Dunod.

**MORISSETTE, D. ET O'SHAUGHNESSY, W. (1990)**, Décisions financières à long terme : investissement, financement, politique de dividende. Edition S.M.G.

**NAVATTE, P. (1998)**, Finance d'entreprise et théorie des options. Ed Economica, Paris.

**PEYRARD, J. & M. (2001)**, Dictionnaire de FINANCE. 2ème édition Vuibert.

**SOLNIK, BRUNO (2001). Gestion financière.** 6e éd. Paris : Dunod,

**SPENCER JOHNSON (2006)**: Le manager minute Kenneth Blanchard, Eds D'Organisation

**STAFFORD, J. ET BODSON, P. (2006)**, L'analyse multi-variée avec SPSS. Presses de l'université de Québec. .

**STEWART, S. (1998)**, EVA: The Real Key to Creating Wealth. Ed Al Ehrbar.

**STOLOWY, Hervé ; LEBAS, Michel J. ; LANGLOIS, Georges (2006)**. Comptabilité et gestion financière.

**VERNIMMEN, PIERRE ; QUIRY, PASCAL ; LE FUR, YANN. (2012).** Finance d'entreprise 10e éd. Paris : Dalloz, 2011

**VERNIMMEN, P. (2010)**, Finance d'entreprise. 8ème édition DALLOZ.

**WALTER, CH. ET BRIAN, E. (2008)**, Critique de la valeur fondamentale. Edition Springer-Verlag France.

**WOOLDRIDGE, J. M. (2002)**, Econometric Analysis of Cross Section and Panel Data, Cambridge, MIT Press.

**WOUTERS, J. (2003)**, Les dividendes, la fiscalité et les comportements opportunistes. Bruxelles : F. Larcier.

**YAHCHOUCHI, G. (2006)**, Valeur ajoutée par les parties prenantes et création de valeur de l'entreprise, the certified accountant magazine- 1st quarter- issuse 25 pages 63-66.

## II- Thèses et mémoires :

**BEDUE, A., (1997)** "Les déterminants de la structure financière des entreprises françaises", Thèse de doctorat, Université de Paris X, Nanterre.

**DUBOIS, M., (1984)** "Les déterminants de la structure financière: une étude empirique", Thèse de doctorat en sciences de gestion, UPMF, Grenoble.

**ELMALKI, T., (2010)** "Environnement des entreprises, responsabilité sociale et performance : analyse empirique dans le cas du Maroc "Thèse de doctorat en sciences économiques, université Aix-Marseille.

**MARRA, Y. (2010),** Les déterminants de la rentabilité des banques marocaines : analyse en données de panel 1993-2008. Master Finance appliquée de l'université Cadi Ayyad de Marrakech.

**MILOUD, T. (2010)** Les introductions en bourse, la structure de propriété et la création de valeur : Étude comparative entre l'Euro.NM et le NASDAQ, thèse de doctorat à l'université catholique de Louvain, Faculté des Sciences Économiques, Sociales et Politiques, Institut d'Administration et de Gestion.

**RIGAR, S.M. (2003)**, Contribution à L'Etude des Pratique de financement des entreprises marocaines, Thèse de Doctorat en sciences de gestion, FSJES, Marrakech, Morocco.

**TRABELSI, A., (2006**) « Les déterminants de la structure du capital et les particularités du financement dans les pme : une étude sur données françaises », Thèse de doctorat en sciences de gestion, Université Paris IV Dauphine.

**TRABELSI, M., (2009)** « Le choix de la source de dettes par les grandes firmes : le cas français », Thèse de doctorat en sciences de gestion, Université d'Orléans.

**ZOUARI, K., (1989)** «Effet-clientèle et politique financière de l'entreprise: étude théorique et empirique», Thèse en Science de Gestion, Université de Rennes 1.

## Articles et revues :

**ADAMI, R., GOUGH, O., MURADOGLU, G., SIVAPRASAD, S., (2010)** "The leverageeffect on stock returns", European Financial Management, Portugal.

**ADEYEMI, S., OBOH, C., (2011)** "Perceived Relationship between Corporate Capital Structure and Firm Value in Nigeria", International Journal of Business and Social Science 2 (19) pp. 131-143.

**AGCA, S., MOZUMDAR, A., (2004)** "Firm size, debt capacity and the pecking order theory of financing choices", FMA Annual Meeting, New Orleans, pp. 1-56.

**AGGARWAL, R., KYAW, N., (2006)** "Leverage, Investment Opportunities, and Firm Value: A Global Perspective on the Influence of Financial Development", JEL classification: G32

**AKHTAR, S., (2005)** "The Determinants of Capital Structure for Australian Multinational and Domestic Corporations", Australian Journal of Management 30 (2), pp. 321-341.

**ALLEN, D E., MIZUNO, H., (1989)** "The determinants of corporate capital structure: Japanese evidence", Applied Economics 19, pp. 711-728.

**ALLEN, F., GALE, D., (1995)** "A Welfare Comparison of the German and U.S. Financial Systems", European Economic Review 39, pp. 179-209.

**ALLEN, F., GALE, D., (1997)** "Financial Markets, Intermediaries, and Intertemporal Smoothing", Journal of Political Economy 105 (3), pp. 523-546.

**ALLEN, F., GALE, D., (1998)** "Optimal Financial Crises", Journal of Finance 53, pp.1245-1284.

**AL-QUDAH, A., (2011)** "The Determinants of Capital Structure of Jordanian Mining and Extraction Industries: Empirical Evidence", European Journal of Economics, Finance and Administrative Sciences, pp 156-164.

**ALTAN, M., ARKAN, F., (2011)** "Relationship between Firm Value and Financial Structure: A Study on Firms in ISE Industrial Index", Journal of Business & Economics Research 9 (9), pp. 61-66.

**ALTI, A., (2006)** "How persistent is the impact of market timing on capital structure?", Journal of Finance 61 (4), pp. 1681-1710.

**ALTI, A., SULAEMAN, J., (2008)** "When do High Stock Returns Trigger Equity Issues?", working paper.

**ALVES, P., FERREIRA, M., (2011)** "Capital structure and law around the world",

Journal of Multinational Financial Management 21, pp. 119-150.

**ANTONIOU, A., GUNEY, Y., PAUDYAL, K., (2002)** "Determinants of corporate capital structure: evidence from European countries", Working Paper.

**ANTONIOU, A., GUNEY, Y., PAUDYAL, K., (2008)** "The determinants of capital structure: capital market–oriented versus bank-oriented institutions", Journal of Financial and Quantitative Analysis 43, pp. 59-92.

**ANTONIOU, A., ZHAO, H., ZHOU, B., (2009)** "Corporate debt issues and interest rate risk management: hedging or market timing?" Journal of Financial Markets 12, pp. 500-520.

**ASQUITH, P., MULLINS, D W., (1986)** "Equity issues and offering dilution", Journal of Financial Economics 15, pp. 61-89.

**Association Marocaines des Investisseurs en Capital (2010)** "Le capital investissement au Maroc : Activité, Croissance et Performance"

**AUTORE, D., KOVACS, T., (2004)** "The Pecking Order Theory and Time-Varying Adverse Selection Costs", Working paper.

**AYERS, B C., CLOYD, B C., ROBINSON, J R., (2001)** "The influence of income taxes on the use of inside and outside debt by small businesses", National Tax Journal 54 (1), pp. 27-55.

**BAKER, M., WURGLER, J., (2002)** "Market timing and capital structure", Journal of Finance 57, pp. 1-32.

**BANCEL, F., MITTOO, U R (2004)** "The Determinants of Capital Structure Choice: A Survey of European Firms", Financial Management 33, pp. 103-132.

**BANERJEE, A., MARCELLINO, M., OSBAT, C., (2004)** "Some Cautions on the Use of

Panel Methods for Integrated Series of Macro-Economic Data", Econometrics Journal 7 (2), pp. 322-340.

**BANJEREE, S., HESHMATI, A., WIHLBORG, C., (2004)** "The dynamics of capital structure", Research in Banking and Finance 4, pp. 275-297.

**BARRY, C B., MANN, S C., MIHOV, V., RODRIGUEZ, M., (2009)** "Interest rate changes and the timing of debt issues", Journal of Banking and Finance 33, pp. 600-608.

**BATUREVICH, B., MURADOGLU, G., (2010)** "Would you follow MM or a Profitable Trading Strategy?" Frontiers in Finance and Economics 7(2), pp. 69-89.

**BENITO, A., (2003)** "The capital structure decisions of firms: is there a pecking order?", Working paper.

**BEVAN, A A., DANBOLT, J., (2002)** "Capital structure and its determinants in the UK: adecompositional analysis", Applied Financial Economics 12 (3), pp. 159-170.

**BHADURI, S N., (2002)** "Determinants of capital structure choice: a study of the Indiancorporate sector" Applied Financial Economics 12(9), pp. 655-665.

**BHARATH, S., PASQUARIELLO, P., WU, G., (2009)** "Does asymmetric information drive capital structure decisions?", Review of Financial Studies 22, pp. 3211-3243.

**BHATTACHARYA, U., DAOUK, H., (2002)** "The world price of insider trading",

Journal of Finance 57, pp. 75-108.

**BIAIS, B., HILLION, P., MALÉCOT, J F., (1995)**"La structure financière des entreprises: une investigation empirique sur données françaises", Economie et Prévision 120, pp.15-28.

**BLACK, F., SCHOLES, M., (1973)** "The pricing of option and corporate liabilities", Journal of political Economy 81 (3), pp. 637-654.

**BLUNDELL, R., BOND, S., (1998)** "Initial conditions and moment restrictions in dynamic panel data models", Journal of Econometrics 87, pp. 115-143.

**BOOTH, L., AIVAZIAN, V., DEMIRGUC-KUNT, A.,MAKSIMOVIC,V., (2001)** "Capital structure in developing countries", Journal of Finance 56,pp 87-130.

**BOUGATEF, K., CHICHTI, J., (2010)** "Equity Market Timing and Capital Structure: Evidence from Tunisia and France", Intemational Joumal of Business and Management, 5 (10), pp. 167-177.

**BOUGATEF, K., CHICHTI, J., (2010)** "Debt market timing: evidence from bank based systems", Journal of Advanced Studies in Finance 1 (2), pp. 144-151.

**BOURDIEU, J., COLIN-SEDILLOT, B., (1993)** "Structure du capital et coûts d'information : le cas des entreprises françaises à la fin des années 80 ",Economie et Statistique 268/267, p. 87-100.

**BRAILSFORD,TJ., OLIVER, B R., PUA, SLH., (2002)** "On the relation between ownership structure and capital structure", Accounting and Finance 42 (1), pp. 1-26.

**BRAU, J., FAWCETT, S E., (2006)** "Initial Public Offerings: An Analysis of Theory and Practice", Journal of Finance 61, pp. 399-436.

**BRAV, O., (2009)** "Access to capital, capital structure, and the funding of the firm", Journal of Finance 64, pp. 263–308.

**BROUNEN, D., DE JONG, A., KOEDIJK, K., (2006)** "Capital structure policies in Europe: Survey evidence", Journal of Banking and Finance 30, pp 1409-1442.

**BUETTNER, T., OVERESCH, M., SCHREIBER, U., WAMSER, G., (2009)** "Taxation and capital structure choice-Evidence from a panel of German multinationals", Economics Letters 105 pp. 309-311.

**CAI, J., ZHANG, Z., (2011)** "Leverage change, debt overhang, and stock prices", Journal of Corporate Finance 17, pp. 391-402.

**CARPENTIER, C., SURET, J M., (1999)** "Stratégies de financement des entreprises françaises : une analyse empirique", Série Scientifique, pp. 1-33.

**CASSAR, G., HOLMES, S., (2003)** "Capital structure and financing of SMEs", Accounting and Finance 43 (2), pp. 123-147.

**CAZALS, C., BERGOUIGNAN, M C., (2009)**"Mondes de production et protection de l'environnement dans deux filières Agricoles", Économie rurale, n° 313-314..

CHAKRABORTY, I., (2010) Capital structure in an emerging stock market: The case of India. Research in International Business and Finance 24, pp. 295-314.

**CHAKRABORTY, I., (2012)** "Does capital structure depend on group affiliation? An analysis of Indian firms", Journal of Policy Modeling, pp. 1-11.

**CHANG, X., DASGUPTA, S., (2009)** "Target behavior and financing: how conclusive is the evidence?", Journal of Finance 64, pp. 1767-1796.

**CHARREAUX, G., (1994)**"Conseil d'administration et pouvoirs dans l'entreprise",Revue d'Économie Financière, n°31.

**CHARREAUX, G., (1985)** "Le dilemme des PME : ouvrir son capital ou s'endetter ?",Revue Française de Gestion, n° 50, p. 59-72.

**CHEN, J J., (2004)** "Determinants of capital structure of Chinese-listed companies", Journal of Business Research 57 (12), pp. 1341-1351.

**CHEN, L., ZHAO, X., (2007)** "Firm Financing Decisions", Working Paper. Michigan State University, East Lansing, MI.

**CHENG S R, SHIU, C Y.,(2007)** "Investor protection and capital structure: International evidence", Journal of Multinational Financial Management 17, pp. 30-44.

**CHENG, Y S., LIU, Y P., CHIEN, C Y., (2010)** "Capital structure and firm value in China: A panel threshold regression analysis", African Journal of Business Management 4 (12), pp. 2500-2507.

**CHIRINKO, R., SINGHA, A., (2000)** "Testing static tradeoff against pecking order models of capital structure: a critical comment", Journal of Financial Economics 58, pp. 417-425

**CLEARY, S., POVEL, P., RAITH, M., (2007)** "The u-shaped investment curve: theory and evidence", Journal of Financial and Quantitative Analysis 42, 1- 40.

**COAKLEY, J., FLOOD, R., FUERTES, A., TAYLOR, M., (2005)** "Purchasing power parity and the theory of general relativity: the first tests", Journal of International Money and Finance 24, pp. 293-316.

**COAKLEY, J., FUERTES, A M., SPAGNOLO, F., (2004)** "Is the Feldstein–Horioka Puzzle History?" The Manchester School 72 (5), pp. 569-590.

**COENELL, B., SHAPIRO, A., (1987)** “Corporate Stakeholders and corporate Finance", Financial Management, pp 5-14.

**COLOMBO, E., (2001)** "Determinants of corporate capital structure: evidence from Hungarian firms", Applied Economics 33 (13), pp. 1689-1701.

**COLOT, O., CROQUET, M., (2007)** "Les déterminants de la structure financière des entreprises belges. Étude exploratoire basée sur la confrontation entre la théorie des préférences de financement hiérarchisées et la détermination d’un ratio optimal d’endettement ", Reflets et perspectives de la vie économique, p. 177-198.

**COOK, D., TANG, T., (2010)** "Macroeconomic conditions and capital structure adjustment speed", Journal of Corporate Finance 16, pp. 73-87.

**D’MELLO, L., SIVAPRASAD, S., (2010)** “An Investment Strategy Based on Leverage:Evidence", Working paper.

**CLEARY, S., POVEL, P., RAITH, M., (2007)** "The u-shaped investment curve: theory and evidence", Journal of Financial and Quantitative Analysis 42, 1-40.

**COAKLEY, J., FLOOD, R., FUERTES, A., TAYLOR, M., (2005)** "Purchasing power parity and the theory of general relativity: the first tests", Journal of International Money and Finance 24, pp. 293-316.

**D’MELLO, L., SIVAPRASAD, S., (2010)** "An Investment Strategy Based on Leverage:Evidence", Working paper.

**D’MELLO, R., MIRANDA, M., (2010)** "Long-term debt and overinvestment agency problem", Journal of Banking and Finance 34, 324-335.

**DE JONG, A., KABIR, R., NGUYEN, T., (2006)** "Capital structure around the world: the roles of firm- and country-specific determinants", EFA Zurich Meetings Paper.

**DE JONG, A., KABIR, R., NGUYEN, T., (2008)** "Capital structure around the world: The roles of firm- and country-specific determinants", Journal of Banking and Finance 32, pp. 1954-1969.

**DE JONG, A., VAN DIJK, R., (1998)** "Determinants of Leverage And Agency Problems" Working Paper, Tilburg University, Center for Economie Research.

**DEANGELO, H., DEANGELO, L., STULZ, R., (2010)** "Seasoned equity offerings, market timing, and the corporate lifecycle", Journal of Financial Economics 95, pp. 275-295.

**DEESOMSAK, R., PAUDYAL, K., PESCETTO, G., (2004)** "The determinants of capital structure: evidence from the Asia Pacific region, Journal of Multinational Financial Management 14 (4/5), pp. 3 87-405.

**DEFFAINS, B., GUIGOU, J D., (1997)** "Relations de crédit de long terme et barrières à l'entrée dans l'industrie bancaire", Revue d'EconomiePolitique n°3, p.366-393.
**DELCOURE,N., (2007)** "The determinantsof capital structure in transitional economies", International Review of Economics and Finance 16, pp. 400-415.

**DESBRIERES, P., DUMONTIER, P., (1989)**"Dettes ou fonds propres : comment choisir?", Revue française de gestion, p. 5-14.

**DESSI, R., ROBERTSON, D., (2003)** "Debt, incentives and performance: evidence from UK panel data", Economic Journal 113(490), pp. 903-919.

**DHALIWAL, D S., KHURANA, I K., PEREIRA, R., (2003)** "Costly Public Disclosure and the Choice between Private and Public Debt", working paper, University of Arizona/University of Missouri-Colombia.

**DIMITROV, V., JAIN, P C., (2008)** "The value relevance of changes in financial leverage beyond growth in assets and GAAP earnings", Journal of Accounting, Auditing and Finance, pp. 191-222.

**DOUKAS, J., GUO, J., ZHOU, B., (2011)** "Hot' Debt Markets and Capital Structure", European Financial Management 17 (1), pp. 46-99.

**DOUKAS, J., GUO, J., ZHOU, B., (2011)** "Hot' Debt Markets and Capital Structure", European Financial Management 17 (1), pp. 46-99.

**DROBETZ, W., PENSA, P., WANZENRIED, G., (2007**) "Firm Characteristics, Economic Conditions and Capital Structure Adjustments?", Working Paper, University of Hamburg, Hamburg, Germany.

**DROBETZ, W., WANZENRIED, G., (2006)** "What determines the speed of adjustment to the target capital structure?" Applied Financial Economics 16, pp. 941-958.

**DUBOIS, M., (1985)** "Les déterminants de la structure financière : le cas des grandes entreprises françaises", cahier de recherche, Grenoble II.

**DUBOIS, M., (1988)** "La sous-évaluation des actions lors de leur introduction en boursemotifs et conséquences", Economie et Société n°12.

**DURAN, J J., UBEDA, F., (2005)** "The capital structure of the Spanish multinationals firms. A pecking order strategy", AIB Annual Meeting, Academy of International Business, Québec, pp. 1-21.

**EBER, N., (2001)**"Les relations bancaires de long terme : Une revue de la littérature",Revue d'Economie Politique 111, p. 195-246.

**ELDOMIATY, T I.,(2004)** "Dynamics of financial signaling theory and systematic risk classes in transitional economies: Egyptian economy in perspective", Journal of Financial management and analysis 17(2).

**ELLIOTT, W B., KOÊTER-KANT, J., WARR, R S (2007)**: "A valuation-based test of market timing", Journal of Corporate Finance 13, pp. 112-128.

**ELLIOTT, W B., KOËTER-KANT, J., WARR, R S., (2006)** "Market timing and the debt equity choice", Working Paper, Oklahoma State University.

**ELLIOTT, W B., KOÊTER-KANT, J., WARR, R S., (2008)** "Market timing and the debt-equify choice", Journal of Financial Intermediation 17, pp. 974-1000.

**ERICKSON, T., WHITED, T M., (2005)** "Proxy-quality thresholds: Theory and applications", Finance Research Letters 2, pp. 121-151.

**FAMA, E F., FRENCH, K R., (2004)** "The Capital Asset Pricing Model: Theory and Evidence". Journal of Economic Perspectives 18, pp. 25-40.

**FAMA, E F., KENNETH, R F., (1997)** "Industry costs of equity", Journal of Financial Economics 43, pp. 153-193.

**FAMA, E., FRENCH, K F., (2000)** "Testing Tradeoff and Pecking order predictions about dividends and debt", Working Paper, University of Chicago.

**FAMA, E., FRENCH, K F., (2002)** "Testing trade-off and pecking order predictions about dividends and debt", Review of Financial Studies 15, pp. 1-33.

**FAMA, E., FRENCH, K., (1998)** "Taxes, financing costs, and firm value", Journal of Finance 53, pp. 819-843.

**FAMA, E., FRENCH, K., (2005)** "Financing decisions: Who issues stock?" , Journal of Financial Economics 76, pp. 549-582.

**FAMA, F., FRENCH, K., (1999)** "The Corporate Cost of Capital and the Return onCorporate Investment", Journal of Finance, American Finance Association 54(6), pp.1939-1967.

**FAN, J., TITMAN, S., TWITE, G., (2006)** "An international comparison of capital structure and debt maturity choices", AFA Philadelphia Meetings.

**FAN, J., TITMAN, S., TWITE, G., (2011)** "An International Comparison of Capital Structure and Debt Maturity Choices", Journal of Financial and quantitative Analysis, forthcoming.

**FLANNERY,M J., RANGAN, K., (2006)** "Partial adjustment towards target capital structure", Journal of Financial Economics 79, pp. 469-506.

**FOSBERG, R., (2010)** "A Test Of The M&M Capital Structure Theories", Journal of Business & Economics Research 8 (4), pp. 23-28.

**FRANK, MZ., GOYAL, VK., (2009)** "Capital structure decisions: which factors are reliably important?" Financial Management 38, pp. 1-37.

**FRANK, M., GOYAL, V., (2003)** "Testing the pecking order theory of capital structure", Journal of Financial Economics 67, pp. 217-248.

**FRANK, M., GOYAL, V., (2004)** "The effect of market conditions on capital structure adjustment", Finance Research Letters 1, pp. 47-55.

**FRIEND, I., LANG, H., (1988)** "An empirical test of the impact of managerial selt- interest on corporate structure", Journal of Finance 43 (2), pp. 271-281.

**GAFFARD,I., POLLIN, JP., (1988)** "Réflexion sur l'instabilité des économies monétaires" Revue d'Economie Politique 5 (98), p. 599-614.

**GALPIN, N., (2004)** "Can the pecking order explain the costs of raising capital", EFA Maastricht Meetings n° 3404, pp. 1-46.

**GAUD, P., HOESLI, M., BENDER, A.,(2007) "**Debt-Equity Choice in Europe", International Review of Financial Analysis 16, pp. 201-222.

**GAUD, P., ELION, J., (2002)** "Déterminants et dynamique de la structure du capital des entreprises suisses : une étude empirique", Cahiers de recherche –HEC Genève n°12.

**GENTRY, W M., (1994)** "Taxes, financial decisions and organizational form: evidence from publicly traded partnerships", Journal of Public Economics 53, pp.223-244.

**GHERTMAN, M., (2006)**"Oliver Williamson et la théorie des coûts de transaction", Revue Française de Gestion 160 (32), p. 191-213.

**HURLIN, CH. (2011)** L'Econométrie des Données de Panel, Modèles Linéaires Simples, Ecole Doctorale Edocif Séminaire Méthodologique [article en ligne].

**MODIGLIANI, F. ET MILLER, M. (1963)**, Corporate income taxes and the costs of capital : a correction. Americain Economic Review, vol 53, n° 3.

**MANSOURI, B. (1997A)**, Indicateurs Simples et Indicateurs Agrégés du Développement Boursier : Cas du Maroc, Annales Marocaines d'Economie, n° 20, Summer.

**MANSOURI, B. ET RIGAR, SM. (2003),** Determinants of financial practices among moroccan industrial firms, 10th ERF Conference Marrakesh, Morocco, 16-18 December.

**OUERFELLI, A. (2001)**, La distribution des dividendes fictifs ou du mauvais usage des écritures comptables, Revue de jurisprudence et de la législation, N. 1 - p. 17-46.

**POULAIN-REHM, TH. (2005)**, L'impact de l'affectation du free cash Flow sur la création de valeur actionnariale : le cas de la politique d'endettement et de dividendes des entreprises françaises cotées, Finance Contrôle Stratégie – Volume 8, n° 4, décembre, p. 205 – 238.

**PARIENTE, S. (2000)**, Rendement boursier, création de valeur et données comptables : une étude sur le marché français, Finance Contrôle Stratégie – Volume 3, N° 3, septembre, p. 125 – 153.

**PAVLOV, A. LASSERRE, P. CHRISTOFFERSEN, P. ET BOYER, M. (2003)**, Création de valeur, gestion de risque et options réelles, Rapport BOURGOGNE, Mars.

**RIGAR, S.M. (2002),** Analyse du risque de défaillance des entreprises à travers leurs pratiques de financement, Al-Montada Review N° 3, June.

**RIGAR, S.M. & ELABJANI, A.( 2001)**, Risque et décision de financement dans le cadre d'une gestion fiscale de l'entreprise, Revue Marocaine d'Economie et de Droit Comparé, N° 36, FSJES, Université Cadi Ayyad, Marrakech.

**RIGAR, M. (2004),** Le nouveau paysage financier au Maroc et son impact sur les conditions de financement des entreprises, Repères et Perspectives, N° 5.

**DRUKKER, D. M. (2003)**, Testing for serial correlation in linear panel-data models, Stata Journal 2, pages 168-177.

**LE GUIDE DE LA BOURSE (2007)**, Supplément à la vie économique du 26 janvier.

**L'HEBDO MAROCAIN DES DECIDEURS (2010)**, Spécial bourse : Valeurs, recommandations et astuces, Challenge n° 303 du 29 Octobre au 4 Novembre

**ECOPLUS (2010)**, n° 47 du 22 au 28 Octobre.

# III- Documents officiels:

## A- Organismes internationaux :

**Banque mondiale et Ministère de l'Industrie, du Commerce et la Mise à niveau de l'économie (2005)**"Evaluation du climat des affaires au Maroc".

**Banque mondiale et Ministère de l'Industrie, du Commerce et la Mise à niveau de l'économie (2000)**"Le secteur manufacturier marocain à l'aube du 21eme siècle : Résultats de l'enquête pour l'analyse et la compétitivité des entreprises (facs- Maroc)".

**Conférence des Nations Unis sur le Commerce et le Développement (2010)** : "Améliorer l'accès des PME au financement au Maroc".

## B- Organismes nationaux :

**Bank Al-Maghrib: Rapports annuels** 2003, 2004, 2005, 2006, 2007, 2008, 2009, 2010. Banque mondiale (2010) "Analyses économiques", www.worldbank.org.

Revue mensuelle de la conjoncture économique, monétaire et financière de Bank ALMAGHREB, Mai (2010).

**Bourse des Valeurs de Casablanca** : Rapports annuels 2003, 2004, 2005, 2006, 2007,2008, 2009, 2010.

**Caisse de Dépôt et de Gestion** :rapports annuels2007,2008,2009,2010.

**CDG Capital (2011)** "Etat des lieux du marché marocain de la dette privée"

**Confédération Générale des Entreprises du Maroc**, Rapport final : La gouvernance d'entreprises au Maroc, [consulté en ligne le 09-08-2011].

**Conseil Déontologique des Valeurs Mobilières (2011)**"Le Financement des PME au Maroc".

**Conseil Déontologique des Valeurs Mobilières** : Rapports annuels 2003, 2004, 2005, 2006, 2007, 2008, 2009, 2010.

**Conseil Déontologique des Valeurs Mobilières (2010)** "Guide de Communication Financière".

**Dahir portant loi N°1-93-212 du 21 Septembre 1993** relatif au AMMC et aux informations exigées des personnes morales faisant appel public à l'épargne (modifié et complété par les lois 23-01, 36-05, 44-06).

**Dahir n° 1-95-3 du 24 Chaabane 1415 (26 janvier 1995)** portant promulgation de la loi n°35-94 relative à certains Titres de Créances Négociables (Modifié et complété par les lois 35-96 et 33-06).

**Direction des études et des prévisions financières (2011)** : "Tableau de bord des indicateurs macro-économiques".

# ANNEXES

Annexe n°1 : Résultats du modèle 1.

Annexe n°2 : Résultats du modèle 2.

Annexe n°3 : Résultat du modèle 3.

# Résultats du modèle 1

**1- Dependent Variable: LIQ**
Method: Least Squares
Date: 05/19/17 Time: 15:42
Sample: 2001 2070
Included observations: 70

| Variable | Coefficient | Std. Error | t-Statistic | Prob. |
|---|---|---|---|---|
| C | 226.1637 | 20.11887 | 11.24137 | 0.0000 |
| END | -1.757951 | 0.291643 | -6.027752 | 0.0000 |
| RF | 4.933633 | 0.507416 | 9.723048 | 0.0000 |
| RE | 0.014042 | 0.013543 | 1.036806 | 0.3036 |

| | | | |
|---|---|---|---|
| R-squared | 0.880387 | Mean dependent var | 185.3060 |
| Adjusted R-squared | 0.874950 | S.D. dependent var | 97.33140 |
| S.E. of regression | 34.41874 | Akaike info criterion | 9.970525 |
| Sum squared resid | 78186.89 | Schwarz criterion | 10.09901 |
| Log likelihood | -344.9684 | F-statistic | 161.9263 |
| Durbin-Watson stat | 1.083301 | Prob(F-statistic) | 0.000000 |

**2- Estimation Command:**
==========
LS LIQ C END RF RE

Estimation Equation:
==========
LIQ = C(1) + C(2)*END + C(3)*RF + C(4)*RE

Substituted Coefficients:
==========
LIQ = 226.163674 - 1.75795123*END + 4.933632833*RF + 0.0140415717*RE

**3- Breusch-Godfrey Serial Correlation LM Test:**

| | | | |
|---|---|---|---|
| F-statistic | 7.528291 | Probability | 0.001158 |
| Obs*R-squared | 13.33173 | Probability | 0.001274 |

Test Equation:
Dependent Variable: RESID
Method: Least Squares
Date: 05/19/17 Time: 15:49
Presample missing value lagged residuals set to zero.

| Variable | Coefficient | Std. Error | t-Statistic | Prob. |
|---|---|---|---|---|
| C | 8.348348 | 18.61140 | 0.448561 | 0.6553 |
| END | -0.117272 | 0.269790 | -0.434678 | 0.6653 |
| RF | -0.211707 | 0.469235 | -0.451175 | 0.6534 |
| RE | 0.000447 | 0.012377 | 0.036147 | 0.9713 |

| | | | | |
|---|---|---|---|---|
| RESID(-1) | 0.455064 | 0.125047 | 3.639149 | 0.0005 |
| RESID(-2) | -0.038323 | 0.126358 | -0.303291 | 0.7627 |

| | | | |
|---|---|---|---|
| R-squared | 0.190453 | Mean dependent var | 4.59E-15 |
| Adjusted R-squared | 0.127207 | S.D. dependent var | 33.66220 |
| S.E. of regression | 31.44836 | Akaike info criterion | 9.816387 |
| Sum squared resid | 63295.95 | Schwarz criterion | 10.00912 |
| Log likelihood | -337.5735 | F-statistic | 3.011316 |
| Durbin-Watson stat | 1.893528 | Prob(F-statistic) | 0.016723 |

**4- White Heteroskedasticity Test:**

| | | | |
|---|---|---|---|
| F-statistic | 2.877768 | Probability | 0.015282 |
| Obs*R-squared | 15.05810 | Probability | 0.019810 |

Test Equation:
Dependent Variable: RESID^2
Method: Least Squares
Date: 05/19/17 Time: 15:50
Sample: 2001 2070
Included observations: 70

| Variable | Coefficient | Std. Error | t-Statistic | Prob. |
|---|---|---|---|---|
| C | 18198.42 | 4848.629 | 3.753313 | 0.0004 |
| END | -510.6769 | 154.5923 | -3.303379 | 0.0016 |
| END^2 | 3.612329 | 1.295967 | 2.787362 | 0.0070 |
| RF | -119.3803 | 200.2693 | -0.596099 | 0.5532 |
| RF^2 | -2.820488 | 3.861894 | -0.730338 | 0.4679 |
| RE | 4.030545 | 6.048618 | 0.666358 | 0.5076 |
| RE^2 | -0.002037 | 0.003224 | -0.631863 | 0.5298 |

| | | | |
|---|---|---|---|
| R-squared | 0.215116 | Mean dependent var | 1116.956 |
| Adjusted R-squared | 0.140365 | S.D. dependent var | 3689.408 |
| S.E. of regression | 3420.690 | Akaike info criterion | 19.20771 |
| Sum squared resid | 7.37E+08 | Schwarz criterion | 19.43256 |
| Log likelihood | -665.2699 | F-statistic | 2.877768 |
| Durbin-Watson stat | 1.611352 | Prob(F-statistic) | 0.015282 |

**5- Normalité des erreurs :**

| | |
|---|---|
| Jarque-Bera | 271.0024 |
| Probability | 0.000000 |

# Résultats du modèle 2

**1-Dependent Variable: END**
Method: Least Squares
Date: 05/19/17 Time: 15:18
Sample: 2001 2070
Included observations: 70

| Variable | Coefficient | Std. Error | t-Statistic | Prob. |
|---|---|---|---|---|
| C | 88.37220 | 4.149019 | 21.29954 | 0.0000 |
| RF | 0.163909 | 0.267478 | 0.612794 | 0.5421 |
| LIQ | -0.201969 | 0.033507 | -6.027752 | 0.0000 |
| RE | 0.005277 | 0.004582 | 1.151661 | 0.2536 |

| | | | |
|---|---|---|---|
| R-squared | 0.713700 | Mean dependent var | 53.18586 |
| Adjusted R-squared | 0.700686 | S.D. dependent var | 21.32410 |
| S.E. of regression | 11.66632 | Akaike info criterion | 7.806735 |
| Sum squared resid | 8982.805 | Schwarz criterion | 7.935220 |
| Log likelihood | -269.2357 | F-statistic | 54.84245 |
| Durbin-Watson stat | 0.510175 | Prob(F-statistic) | 0.000000 |

**2- Estimation Command:**
==========
LS END C RF LIQ RE

Estimation Equation:
==========
END = C(1) + C(2)*RF + C(3)*LIQ + C(4)*RE

Substituted Coefficients:
==========
END = 88.37220303 + 0.1639088282*RF - 0.2019690508*LIQ
+ 0.005276789189*RE

**3-Breusch-Godfrey Serial Correlation LM Test:**

| | | | |
|---|---|---|---|
| F-statistic | 36.13507 | Probability | 0.000000 |
| Obs*R-squared | 37.12412 | Probability | 0.000000 |

Test Equation:
Dependent Variable: RESID
Method: Least Squares
Date: 05/19/17 Time: 15:20
Presample missing value lagged residuals set to zero.

| Variable | Coefficient | Std. Error | t-Statistic | Prob. |
|---|---|---|---|---|
| C | -1.058169 | 2.916663 | -0.362801 | 0.7179 |
| RF | -0.090968 | 0.188645 | -0.482218 | 0.6313 |
| LIQ | 0.011071 | 0.023664 | 0.467858 | 0.6415 |
| RE | -0.000906 | 0.003217 | -0.281581 | 0.7792 |
| RESID(-1) | 0.809872 | 0.124188 | 6.521339 | 0.0000 |
| RESID(-2) | -0.115860 | 0.127169 | -0.911070 | 0.3657 |

| | | | |
|---|---|---|---|
| R-squared | 0.530345 | Mean dependent var | 4.63E-15 |
| Adjusted R-squared | 0.493653 | S.D. dependent var | 11.40989 |
| S.E. of regression | 8.119058 | Akaike info criterion | 7.108122 |
| Sum squared resid | 4218.822 | Schwarz criterion | 7.300850 |
| Log likelihood | -242.7843 | F-statistic | 14.45403 |
| Durbin-Watson stat | 1.862453 | Prob(F-statistic) | 0.000000 |

**4-White Heteroskedasticity Test:**

| | | | |
|---|---|---|---|
| F-statistic | 1.947895 | Probability | 0.086748 |
| Obs*R-squared | 10.95387 | Probability | 0.089813 |

Test Equation:
Dependent Variable: RESID^2
Method: Least Squares
Date: 05/19/17 Time: 15:21
Sample: 2001 2070
Included observations: 70

| Variable | Coefficient | Std. Error | t-Statistic | Prob. |
|---|---|---|---|---|
| C | 282.8521 | 153.3860 | 1.844054 | 0.0699 |
| RF | -12.63447 | 9.863688 | -1.280908 | 0.2049 |
| RF^2 | 0.188186 | 0.231205 | 0.813935 | 0.4187 |
| LIQ | -0.625134 | 1.848620 | -0.338162 | 0.7364 |
| LIQ^2 | 0.001442 | 0.003836 | 0.375978 | 0.7082 |
| RE | -0.285664 | 0.244323 | -1.169206 | 0.2467 |
| RE^2 | 0.000103 | 0.000130 | 0.786657 | 0.4344 |

| | | | |
|---|---|---|---|
| R-squared | 0.156484 | Mean dependent var | 128.3258 |
| Adjusted R-squared | 0.076149 | S.D. dependent var | 144.1030 |
| S.E. of regression | 138.5077 | Akaike info criterion | 12.79437 |
| Sum squared resid | 1208616. | Schwarz criterion | 13.01922 |
| Log likelihood | -440.8029 | F-statistic | 1.947895 |
| Durbin-Watson stat | 0.922805 | Prob(F-statistic) | 0.086748 |

**5- Normalité des erreurs :**

Jarque-Bera 1.743118
Probability 0.418299

# Résultats du modèle3

**1-Dependent Variable: RF**
Method: Least Squares
Date: 05/17/17 Time: 15:38
Sample: 2001 2070
Included observations: 70

| Variable | Coefficient | Std. Error | t-Statistic | Prob. |
|---|---|---|---|---|
| C | -13.41347 | 5.080981 | -2.639937 | 0.0103 |
| END | 0.034516 | 0.056325 | 0.612794 | 0.5421 |
| LIQ | 0.119361 | 0.012276 | 9.723048 | 0.0000 |
| RE | -0.001580 | 0.002115 | -0.747199 | 0.4576 |

| | | | |
|---|---|---|---|
| R-squared | 0.816293 | Mean dependent var | 10.37929 |
| Adjusted R-squared | 0.807943 | S.D. dependent var | 12.21595 |
| S.E. of regression | 5.353554 | Akaike info criterion | 6.248843 |
| Sum squared resid | 1891.595 | Schwarz criterion | 6.377329 |
| Log likelihood | -214.7095 | F-statistic | 97.75624 |
| Durbin-Watson stat | 1.062907 | Prob(F-statistic) | 0.000000 |

**2-Estimation Command:**
==========
LS RF C END LIQ RE

Estimation Equation:
==========
RF = C(1) + C(2)*END + C(3)*LIQ + C(4)*RE

Substituted Coefficients:
==========
RF = -13.41347008 + 0.03451585495*END + 0.1193606341*LIQ - 0.001580085717*RE

**3-Breusch-Godfrey Serial Correlation LM Test:**

| | | | |
|---|---|---|---|
| F-statistic | 9.390240 | Probability | 0.000266 |
| Obs*R-squared | 15.88096 | Probability | 0.000356 |

Test Equation:
Dependent Variable: RESID
Method: Least Squares
Date: 05/18/17 Time: 16:33
Presample missing value lagged residuals set to zero.

| Variable | Coefficient | Std. Error | t-Statistic | Prob. |
|---|---|---|---|---|
| C | 2.686462 | 4.597197 | 0.584370 | 0.5610 |
| END | -0.020853 | 0.050621 | -0.411939 | 0.6818 |
| LIQ | -0.008441 | 0.011202 | -0.753554 | 0.4539 |
| RE | -0.000203 | 0.001891 | -0.107201 | 0.9150 |
| RESID(-1) | 0.438863 | 0.124633 | 3.521249 | 0.0008 |

| | | | | |
|---|---|---|---|---|
| RESID(-2) | 0.088941 | 0.125962 | 0.706098 | 0.4827 |

| | | | |
|---|---|---|---|
| R-squared | 0.226871 | Mean dependent var | 3.24E-16 |
| Adjusted R-squared | 0.166470 | S.D. dependent var | 5.235879 |
| S.E. of regression | 4.780245 | Akaike info criterion | 6.048677 |
| Sum squared resid | 1462.447 | Schwarz criterion | 6.241405 |
| Log likelihood | -205.7037 | F-statistic | 3.756096 |
| Durbin-Watson stat | 1.949146 | Prob(F-statistic) | 0.004809 |

**4-White Heteroskedasticity Test:**

| | | | |
|---|---|---|---|
| F-statistic | 3.902778 | Probability | 0.002237 |
| Obs*R-squared | 18.96818 | Probability | 0.004218 |

Test Equation:
Dependent Variable: RESID^2
Method: Least Squares
Date: 05/18/17 Time: 16:38
Sample: 2001 2070
Included observations: 70

| Variable | Coefficient | Std. Error | t-Statistic | Prob. |
|---|---|---|---|---|
| C | -611.9075 | 208.0833 | -2.940685 | 0.0046 |
| END | 10.26830 | 4.457975 | 2.303356 | 0.0246 |
| END^2 | -0.066183 | 0.034196 | -1.935430 | 0.0574 |
| LIQ | 2.151969 | 0.903278 | 2.382399 | 0.0202 |
| LIQ^2 | -0.001905 | 0.001473 | -1.293730 | 0.2005 |
| RE | -0.088638 | 0.142996 | -0.619866 | 0.5376 |
| RE^2 | 3.05E-05 | 7.52E-05 | 0.405895 | 0.6862 |

| | | | |
|---|---|---|---|
| R-squared | 0.270974 | Mean dependent var | 27.02279 |
| Adjusted R-squared | 0.201543 | S.D. dependent var | 87.29314 |
| S.E. of regression | 78.00203 | Akaike info criterion | 11.64599 |
| Sum squared resid | 383312.0 | Schwarz criterion | 11.87084 |
| Log likelihood | -400.6095 | F-statistic | 3.902778 |
| Durbin-Watson stat | 1.480354 | Prob(F-statistic) | 0.002237 |

**5- Normalité des erreurs**

| | |
|---|---|
| Jarque-Bera | 249.2063 |
| Probability | 0.000000 |

# TABLE DES MATIERES

Remerciements……3
Résumé……4
Abstract……...5
Sommaire……6
Liste des abréviations……..7
Liste des tableaux……8
Liste des graphiques……..12

INTRODUCTION GENERALE……..13

PREMIERE PARTIE : FONDEMENTS THEORIQUES DU FINANCEMENT DES PME : QUELLE PLACE AU MARCHE BOURSIER ? ……25

INTRODUCTION DE LA PREMIERE PARTIE.……26
CHAPITRE 1 : DEFINITION ET FINANCEMENT DES PME AU MAROC……...28
Introduction……...28

Section 1 : Définition des PME et leur place dans les économies……28

§1. La difficulté de définition des PME……....29

I. La PME notion difficile à cerner……..29

II. Les tentatives de définition des PME……..29

III. Différentes Définitions de la PME dans les pays industrialisés……32

A. Aux seins de l'Union Européenne (UE)……..32

B. Aux seins des Etats Unis d'Amériques (USA)……33
C. Aux seins du Canada……...33

IV. La définition marocaine de la PME ……..33

A. La version légale de la PME……....35

B. La définition de Bank Al-Maghreb……36

§2. La place des PME dans les économies industrialisées……41
I. Au sein de l'Union Européenne (UE)……...42

II. Au sein des Etats Unis d'Amérique (USA)……43

III. Au sein du Canada…….43

IV. Au sein du reste du monde…….43

§3. La place des PME dans l'économie marocaine……..44

I. Répartition Géographique des PME par régions……...45

II. Typologie des entreprises en termes de nombre d'entreprises et en matière de création de la valeur ajoutée……...46

III. Poids des PME dans le tissu productif national et dans la création de la valeur ajoutée….....48

IV. Répartition des PMI par branche d'activité industrielle…….49

V. La contribution à l'emploi et à la création de la valeur ajoutée……...51

VI. La prédominance des PME dans le tissu économique……...52

Section 2 : Vulnérabilité des PME et leurs modalités de financement….....55

§1. La vulnérabilité des PME marocaines….....55

I. La sous - capitalisation des entreprises au Maroc……...56

II. Insuffisance d'informations comptable et financière….....57

III. Manque de structuration et de vision future chez les PME….....61

§2. Les différents types de financement…….61

I. Le financement du cycle d'investissement…….62

A. Besoins de financement du cycle d'investissement….....62

B. Moyens de financement du cycle d'investissement….....63

1. L'autofinancement….....63

2. L'augmentation de capital……..64

3. Les cessions d'éléments d'actifs……64

a. Les emprunts à long ou moyen terme……64

b. Le crédit bail….....64

II. Le financement du cycle d'exploitation….....65

A. Les besoins du financement du cycle d'exploitation…….65

1. Le besoin en fonds de roulement….....65

2. La trésorerie….....65

B. Les moyens du financement du cycle d'exploitation……65

1. Le fonds de roulement….....65

2. Le crédit consenti par les fournisseurs….....65

3. Mobilisation de créances……65

4. Crédits de trésorerie….....66

Section 3 : Politique financière de la PME…..…..68

§1. La gestion financière….....68

I. La gestion financière une fonction primordiale pour les entreprises……..68

A. Missions à long terme….....69

B. Missions à cours terme….....69

II. La gestion financière des PME……..69

A. Les caractéristiques financières des PME….....71

B. Le degré de perception des problèmes de financement……71

C. Le besoin d'une stratégie financière……..72

D. Le rôle du dirigeant de la PME….....72

§2. La gestion de la trésorerie….....73

I. Caractéristiques de la gestion de la trésorerie……73

II. Rôle du trésorier……74

§3. La politique d'investissement……..75

I. Caractéristiques….....75

II. Critères de décision d'un investissement……..76

A. Analyse macro – économique……...76

B. Analyse micro – économique……77

C. Analyse économique d'entreprise……77

D. Les formes d'investissement……77

E. Financement et structure financière des PME marocaine…..78

Conclusion du chapitre…..80

CHAPITRE 2 : SOURCES DE FINANCEMENT ET INTRODUCTION EN BOURSE….82

Introduction……..82

Section 1 : Structure financière et sources de financement des PME……..82

§1. La structure financière des PME…..83

I. Relation entre l'objectif de l'entreprise et le coût du capital……83

A. La fixation d'objectif……83

B. Les aspects théoriques du coût du capital…..84

II. Passage de coûts des sources de financement à la détermination du coût global du capital…..85

A. Détermination des coûts des ressources de financement……85

1. Coût des fonds propres ou capital action……..86

a. Estimation du coût des fonds propres par les bénéfices……86

b. Estimation par les dividendes……...86

2. Coût de la dette……87

B. Détermination du coût global du capital….88

III. Les apports des nouvelles théories de l'agence et de signal…..88

A. Extension de la théorie de l'agence à la finance d'entreprise…..89

1. Organisation de l'entreprise et délégation du pouvoir….89

2. Conséquences de la délégation du pouvoir……...90

a. Nature de relation entre les dirigeants et les actionnaires……90

b. Nature de relation entre créanciers et actionnaires – dirigeants……90

3. La résolution des conflits……..91

a. Nature de relation entre les dirigeants et les actionnaires……91

b. Entre actionnaires – dirigeants et créanciers…….92

B. La structure de financement en présence d'asymétrie d'information……..92

1. Le principe de l'asymétrie d'information…….93

2. La signalisation…….93

a. La participation du dirigeant au capital de l'entreprise…….93

b. L'endettement est un moyen d'informer le marché……..93

3. L'ordre de financement hiérarchique……94

§2. Disparités des avantages et des inconvénients des sources de financement……...94

I. Les avantages et les inconvénients des sources de financement……...94

A. Les avantages et les inconvénients de l'autofinancement……94

1. Définitions et mesures de l'autofinancement……94

2. Les approches de l'autofinancement…….95

a. Les approches accordant une place limitée à l'autofinancement……..95

i. Les approches économiques……..96

i.i. L'approche financière……..97

b. Les approches accordant une place prépondérante à l'autofinancement…….99

i. Les avantages de l'autofinancement……100

- L'accès à l'autofinancement…….100

- Le coût de l'autofinancement……...101

- L'autofinancement est un signal……...102

i.i. Limites de l'autofinancement……102

II. Les avantages et les inconvénients du financement externe……..103

A. Au niveau de l'endettement……...103

1. Les avantages de l'endettement……..103

a. L'avantage lié à l'incidence fiscale…….103

b. L'incidence de l'endettement sur la rentabilité des capitaux propres : Effet de levier…..105

i. Preuve de l'effet de levier à travers le modèle comptable……..105

i.i. Les limites de l'Effet de Levier…….107

2. Les Inconvénients de l'endettement……107

a. Le risque de la perte de l'autonomie financière……..108

b. Le risque de non remboursement……108

c. Le risque de la faillite……..108

B. Au niveau des fonds propres externes……108

1. Les effets positifs des fonds propres externes sur l'entreprise……109

2. Les limites du recours aux fonds propres……110

a. La dilution du pouvoir…….110

b. La dilution du capital……..110

Section 2 : Coûts et avantages de l'introduction en bourse…….111

§1. Les coûts de l'introduction en bourse……...112

I. Les coûts explicites de l'introduction en bourse…….112

A. Les coûts préalables à l'introduction en bourse…….112

B. Les coûts directement liés à l'introduction en bourse……113

C. Les coûts postérieurs à l'introduction en bourse……114

II. Les coûts implicites de l'introduction en bourse……114

A. La sous - évaluation des actions……114

B. La perte de confidentialité……..118

III. Les coûts indirects de l'introduction en bourse……118

A. La sous – évaluation des actions……119

B. La perte de confidentialité…….119

§2. Les avantages de l'introduction en bourse……120

I. Les avantages pour l'entreprise……...120

A. La recherche de nouveaux moyens financiers……120

1. L'appel au marché financier……121

2. Une croissance externe facilitée……..122

B. La notoriété……123

C. L'intéressement des salariés……...124

II. Les avantages concernant les actionnaires…….125

A. La mobilité du patrimoine familial……125

B. Le désengagement de certains actionnaires minoritaires……...126

C. La transmission de l'entreprise……...126

III. Fiscalité et décisions de financement……127

A. Avantages fiscaux liés à l'endettement……127

B. Avantages fiscaux non liés à l'endettement……128

1. Déductibilité des amortissements……128

2. Imposition des revenus de placement à revenu fixe……129

3. Réduction de l'impôt sur les sociétés……129

4. Autres mesures incitatives au financement par fonds propres……...129

IV. Les raisons de s'introduire en bourse……...130

A. Accroissement de la notoriété de l'entreprise……130

B. Accroissement des possibilités de financement…….131

C. Intéressement des salariés aux performances de l'entreprise…….132

D. Liquidité des titres et élargissement de l'actionnariat……132

1. Mobilité du capital et valorisation de l'entreprise……...132

2. La sortie des minoritaires et la pérennité de l'entreprise……133

Section 3: Contraintes de l'introduction en bourse……134

§1. Nécessité d'une politique d'information……..134

§2. Politique de résultats et de dividendes…….134

I. Nécessité d'une politique de résultats…….134

II. Nécessité d'une politique de dividendes……135

§3. Cession des titres et contrôle de la société……137

§4. Les contraintes liées à l'introduction en bourse……138

I. Les contraintes réglementaires…….138

Tableau n°2.3 : Conditions d'éligibilités aux compartiments…….139

Tableau n°2.4 : Conditions d'éligibilités à l'Alternext……...140

II. Les contraintes liées à la situation de l'entreprise en tant que société cotée……..141

A. Politique de résultat et dividendes…….141

B. Risque de perte de contrôle du capital……142

Conclusion du chapitre……144

CHAPITRE 3 : CADRE THEORIQUE DU FINANCEMENT DES PME : VERS L'OPTION DU FINANCEMENT BOURSIER……148

Introduction…….148

Section 1 : La théorie de l'agence……...148

§1. Origines de la théorie de l'agence…….148

I. Origines de la théorie de l'agence……149

II. Définition d'une relation d'agence……150

III. Les deux branches de la théorie de l'agence……150

A. La théorie normative…….150

B. La théorie positive……..150

§2. Le cadre à l'existence d'une relation d'agence…….151

I. La divergence d'intérêt entre le principal et l'agent……152

II. L'asymétrie d'information…….153

A. Le risque moral (Moral Hazard)……153

B. La sélection adverse (Adverse Sélection)……..154

C. La valorisation des actifs……154

D. Les mécanismes d'acquisition de l'information……154

E. La structure financière de l'entreprise……154

III. Les contrats……...155

A. Les Contrats basés sur le résultat (Outcome-Based)……..155

B. Les contrats basés sur le comportement (Behavior-Based)……156

IV. Les coûts d'agence……157

A. Définition des couts d'agence……157

B. Une application aux entreprises familiales……158

1. Les systèmes "naturels" de contrôle absents chez les entreprises familiales……..158

a. Le marché des cadres dirigeants……158

b. Le rôle du marché des actions……159

c. Le rôle du conseil d'administration……159

2. Les systèmes de contrôle naturels présents chez les entreprises familiales……159

a. Le marché concurrentiel des biens et des services……160

b. Le marché du travail……...160

§3. La théorie de l'agence pour une nouvelle vision de la firme……160

I. La vision contractuelle de l'organisation……160

II. Le principe de sélection naturelle……...161

III. La rationalité procédurale……162

Section 2 : Les fondements théoriques des décisions de financement des PME……165

§1. La théorie de ratio d'endettement (the Trade Off Theory: TOT)……166

I. L'effet de la fiscalité……166

II. Le coût de la faillite……167

III. Les coûts d'agence……168

A. Sources de conflits d'intérêts entre les actionnaires et les créanciers……169

1. Variation de niveau des risques……..169

2. La politique de sous-investissement optimal……..169

3. La substitution de l'actif …….170

4. La distribution des dividendes……170

B. La résolution des conflits entre les actionnaires et les créanciers……..171

§2. La théorie hiérarchique de financement (the Pecking Order Theory : POT)……171

I. L'asymétrie de l'information……...172

II. Les modèles de la théorie du financement hiérarchique……173

§3. La théorie de Market Timing……174

Section 3 : Impact de la cotation en bourse sur la performance des PME……..178

§1. Les déterminants théoriques de la performance économiques……..178

I. La taille……178

II. L'âge……..179

III. L'endettement……..179

IV. L'innovation et le risque……...181

V. La croissance……..182

VI. L'investissement……...184

VII. L'exportation……...186

VIII. Les performances passées……..187

IX. La profitabilité……..188

§2. Les études empiriques sur le déclin des performances économiques après l'introduction en bourse……..188

Conclusion du chapitre……193

CONCLUSION DE LA PREMIERE PARTIE……...198

DEUXIEME PARTIE SOUBASSEMENTS EMPRIQUES DU FINANCEMENT DES PME : QUELS EFFETS DU MARCHE BOURSIER?.....203

INTRODUCTION DE LA DEUXIEME PARTIE…….204

CHAPITRE 4 : APPROCHES THEORIQUES DE LA PERFORMANCE FINANCIERE DES PME COTEES EN BOURSE……207

Introduction……207

Section 1 : Les déterminants de la structure financière et les sources de financement des entreprises marocaines……207

§1. Les théories de la structure financière……..208

I. La position traditionnelle……208

A. L'approche du bénéfice net (NI)……208

B. L'approche du bénéfice net d'exploitation (NOI)……..208

II. La position de neutralité……209

III. La théorie de l'agence à la finance d'entreprises……...211

IV. La théorie du gouvernement des entreprises……212

V. La théorie des signaux……212

VI. La théorie basée sur la spécificité des actifs financiers……...213

VII. L'approche basée sur des critères comportementaux……..213

VIII. L'approche basée sur l'évaluation des options……214

IX. Autres déterminants de la structure financière……214

A. La taille……..214

B. La croissance……215

C. La spécialisation……215

D. Le secteur d'activité……215

E. L'environnement de l'entreprise et les normes bancaires……...215

§2. Les critères de choix des modes de financement……216

I. Les règles de l'équilibre financier……...216

II. Le critère de la rentabilité financière (Effet de levier)……...217

III. Le coût de la dette……220

IV. Le risque financier……220

V. Le risque de faillite……222

§3. Les sources de financement……..224

I. Le Crédit interentreprises……224

II. Le capital risque……224

III. Le marché financier……..225

IV. L'entreprise et les conditions bancaires de financement……..226

Section 2 : Situation financière, performance et mode d'évaluation……..227

§1. La situation financière des entreprises marocaines……...227

I. Questions de fonds propres……227

A. La faiblesse des fonds propres……..227

B. Des entreprises rentables mais endettées……228

II. Diagnostic de la situation financière des entreprises au Maroc……229

A. Structures des ressources financières des entreprises au Maroc……...229

B. L'analyse sectorielle de la structure financière des entreprises cotées……..229

C. La prédominance du crédit bancaire à court terme……...231

III. Les contraintes de financement……231

A. Aperçu sur les contraintes globales de financement……..231

B. Comportement d'endettement des entreprises marocaines……232

C. Facteurs expliquant le refus d'accord d'un prêt……..232

IV. Diagnostics et constats de la situation financière des entreprises marocaines……..233

§2. Les différents aspects théoriques de la performance……235

I. La performance stratégique……235

II. La performance concurrentielle ……236

III. La performance socio-économique……...236

IV. La performance économique et financière……236

§3. Les différentes méthodes d'évaluation ……237

I. L'approche traditionnelle de la mesure de la performance …….237

A. Les mesures issues de la recherche financière……...238

B. Le ratio Q de Tobin ……...238

C. Le ratio de Marris……...238

II. Les mesures issues de la théorie du portefeuille ……...239

A. L'indice de Sharpe (1966) …….239

B. L'Indice de Treynor (1965)…… …240

C. L'indice alpha de Jensen (1968)…… 240

D. Comparaison des trois indices……241

III. Les mesures récentes de la valeur créée ……...241

A. La market value added (MVA) …….241

B. L'economic value added (EVA)…….242

IV. La mesure de la performance par les ratios de rendement et de rentabilité……..242

V. La profitabilité ……...243

Section 3 : Structure financière et performance des PME cotées……...244

§1. La structure financière des PME cotées ……...244

I. Présentation des PME sélectionnées ……..244

II. Evolution de la structure et de l'endettement des PME ……246

§2. Performance et rentabilité des PME cotées……..248

I. Analyse de la performance……..248

A. La société DLM (secteur des bâtiments)……248

B. La Société CRS et DARI (secteur de l'agroalimentaire)……250

II. Analyse de la rentabilité…….251

A. Return On Assets (ROA)……...252

B. Return On Equity (ROE)……253

C. Effet de levier financier……..254

Conclusion du chapitre……256

CHAPITRE 5 : ANALYSE FINANCIERE COMPARATIVE DES PME MAROCAINES COTEES EN BOURSE……..259

Introduction……259

Section 1 : Objectifs et méthodologique de la recherche……259

§1. L'approche et la méthode adoptée……260

§2. Présentation des entreprises sélectionnées……261

§3. Choix des ratios financiers retenus……267

I. Les ratios de l'endettement……...268

A. Endettement total……...268

B. Poids d'endettement……268

C. Autonomie financière……..269

D. Taux de solvabilité ……269

E. Rémunération des banques ……269

II. Les ratios de liquidité et de trésorerie ……270

A. Ratio de la liquidité générale……...270

B. Ratio de la liquidité réduite ……270

C. Ratio de la liquidité immédiate……...271

D. Ratio du fonds de roulement fonctionnel……271

III. Les ratios de la gestion et de la rentabilité……271

A. Ratio de la croissance du chiffre d'affaires……272

B. Ratio de la Croissance de la Valeur Ajoutée……...272

C. Ratio de la croissance de l'excédent brut d'exploitation……272

D. Ratio du taux de la valeur ajoutée……...272

E. Ratio du taux de l'excèdent brut d'exploitation……...273

F. Ratio du taux de la marge d'exploitation ……273

G. Ratio du taux de la rentabilité économique…….273

H. Ratio de la rentabilité financière…….273

Section 2 : Analyse de l'endettement de la liquidité et de la trésorerie……...275

§1. Analyse des résultats des ratios de l'endettement……..275

I. CARTIER SAADA : CRS……275

A. Premier groupe : Les ratios de l'endettement……..275

1. Ratio de l'endettement total…….275

2. Ratio du poids de l'endettement……...276

3. Ratio de l'autonomie financière……...276

4. Ratio du taux de solvabilité ……276

5. Ratio de la rémunération des banques……..276

B. Comparaison des coefficients d'ajustement entre CRS et COSUMAR……..278

II. DELATTRE LEVIVIER Maroc : DLM…….279

A. Premier groupe : Les ratios de l'endettement……..279

1. Ratio de l'endettement total…….279

2. Ratio du poids de l'endettement……...279

3. Ratio de l'autonomie financière……...280

4. Ratio du taux de solvabilité…….280

5. Ratio de la rémunération des banques…….280

B. Comparaison des coefficients d'ajustement entre DLM et SONASID……...281

III. DARI COUSPATE : DARI……...282

A. Premier groupe : Les ratios de l'endettement……..282

1. Ratio de l'endettement total…….283

2. Ratio du poids de l'endettement……...283

3. Ratio de l'autonomie financière……...283

4. Ratio du taux de solvabilité……..283

5. Ratio de la rémunération des banques……..284

B. Comparaison des coefficients d'ajustement entre DARI et LESIEUR……...285

§2. Analyse des résultats des ratios de liquidité et de trésorerie……..286

I. CARTIER SAADA : CRS……286

A. Deuxième groupe : Les ratios de liquidité et de trésorerie……..286

B. Comparaison des coefficients d'ajustement entre CRS et COSUMAR……..288

II. DELATTRE LEVIVIER Maroc : DLM……289

A. Deuxième Groupe : Les ratios de liquidité et de trésorerie……289

B. Comparaison des coefficients d'ajustement entre DLM et SONASID……...290

III. DARI COUSPATE : DARI……...291

A. Deuxième groupe : Les ratios de liquidité et de trésorerie……..291

B. Comparaison des coefficients d'ajustement entre DARI et LESIEUR……...293

Section 3 : Analyse des résultats des ratios de la rentabilité……294

§1. CARTIER SAADA : CRS……294

I. Troisième groupe : Les ratios de la rentabilité……..294

II. Comparaison des coefficients d'ajustement entre CRS et COSUMAR……..297

§2. DELATTRE LEVIVIER Maroc : DLM……298

I. Troisième groupe : Les ratios de la rentabilité ……298

II. Comparaison des coefficients d'ajustement entre DLM et SONASID……...301

§3. DARI COUSPATE : DARI……...301

I. Premier groupe : Les ratios de l'endettement……...301

II. Comparaison des coefficients d'ajustement entre DARI et LESIEUR……...304

Conclusion du chapitre……306

CHAPITRE 6 : ANALYSE DE L'IMPACT DE L'INTRODUCTION EN BOURSE SUR LES INDICATEURS DE PERFORMANCE FINANCIERE DES PME MAROCAINES...310

Introduction……310

Section 1 : Présentation de l'analyse statistique……...311

§1. Approche et la méthode adoptées……...312

§2. Présentation des PME cotées et des ratios sélectionnés……313

I. Description des PME sélectionnées……314

II. Choix des ratios financiers retenus……319

Section 2 : Etudes statistiques de l'effet de l'introduction en bourse sur les indicateurs de performances financières des PME marocaines ……..321

§1. Etude des effets immédiats de l'introduction en bourse……321

I. Analyse des résultats des ratios de la solvabilité……..321

I. Analyse des résultats des ratios de la liquidité……325

III. Analyse des résultats des ratios de la rentabilité……329

§2. Etude des effets à terme de l'introduction en bourse……333

I. Analyse des résultats des ratios de la solvabilité……..333

II. Analyse des résultats des ratios de la liquidité……335

III. Analyse des résultats des ratios de la rentabilité……336

§3. Analyse comparative des PME cotées à la bourse……338

Section 3 : Etude économétrique de l'impact de la cotation en bourse sur les indicateurs de performance financière des PME marocaines……339

§1. Revue des travaux théoriques……...340

I. Modèles explicatifs de la décision d'introduction en bourse……340

II. Concept de la performance dans les théories de la gouvernance……342

§2. Synthèse des études empiriques……344

§3. Hypothèses de recherche et méthodologie de l'étude économétrique……..350

I. Hypothèse de recherche……...350

II. Méthodologie de l'étude économétrique……352

A. Présentation de l'échantillon……...352

B. Présentation du modèle……...353

1. Matrice de corrélation des variables……...355

2. Spécification des modèles économétriques…….356

Conclusion du chapitre……367

CONCLUSION DE LA DEUXIEME PARTIE……..370

CONCLUSION GENERALE……..374

BIBLIOGRAPHIE……..385

ANNEXES……..400

TABLE DES MATIERS…….408