

Le financement des petites et moyennes entreprises au Maroc

Financing of small and medium-sized enterprises in Morocco

BOUSHIB Kaoutar

Enseignante chercheuse, Faculté des Sciences Juridiques, Économiques et Sociales, Ain Sbâa
Université Hassan II, Casablanca.

Laboratoire de Recherche sur la Nouvelle Economie et Développement. (LARNED)

Kaoutarboushib@gmail.com

Date de soumission : 06/05/2019

Date d'acceptation : 09/07/2019

Pour citer cet article :

BOUSHIB K. (2019) « Le financement des petites et moyennes entreprises au Maroc » Revue Internationale des Sciences de Gestion « Numéro 4 : Juillet 2019 / Volume 2 : numéro 3 » p : 144- 153

Résumé

Assurément, il subsiste une littérature économique copieuse sur le sujet de choix de financement des entreprises. Néanmoins, les études existantes n'apportent pas une réponse péremptoire à ce sujet. À partir d'un regard critique, nous décelons les facteurs explicatifs du choix de financement des PME marocaines. À partir des développements de la théorie financière, nous cherchons à expliquer les comportements financiers de ces entités. L'objectif est de confronter les résultats théoriques de la littérature à la réalité marocaine. Pour ce faire, nous avons réalisé une étude empirique auprès d'un échantillon de 418 PME tiré d'une population composée de 7640 PME marocaines. Les résultats soulignent que le choix du secteur d'activité, l'âge, l'expérience professionnelle des dirigeants ainsi que la disposition d'un manuel des procédures, n'est pas neutre à l'égard d'une décision de choix financement des PME marocaines. Nous avons également constaté que leur maturité et le secteur d'activité dans lequel elles opèrent, prédisent le financement conventionnel. Par contre, meilleures sont les convictions religieuses et la formalisation des procédures, moins il est probable que les PME marocaines choisissent ce financement.

Mots clés : Choix de financement, Petites et moyennes entreprises, Financement conventionnel, Financement participatif, Auto financement, endettement bancaire

Abstract

Indeed, there is still abundant economic literature on corporate finance. However, the existing literatures do not provide a peremptory answer to this subject. From a critical point of view, we are looking to identify the reasons behind financing Moroccan SME. We seek, based on the development of the financial theory, to explain the financial behaviors of these businesses. We aim at comparing the theoretical findings of studies with the Moroccan context. For this purpose, we carried out an empirical survey involving 418 SME out of 7640 Moroccan SME. The results of the survey indicate that the choice of the business activity, age and work experience of managers as well as the use of a procedures manual is not neural in respect of the decision of financing Moroccan SME. We have also found that their maturity and the business activity of their corporate predict conventional financing. On the other hand, the better religious beliefs and formalization of procedures are, the less likely that Moroccan SME to choose such financing.

Keys words : Choice of financing, Small and medium sized entreprises, conventional financing, Crowdfunding, Self-financing, Bank Debt

Introduction

Les arguments de la pensée économique financière sont fondés sur plusieurs courants dont trois demeurent dominants, à savoir : le modèle de Modigliani et Miller, la théorie du ratio optimal d'endettement et la théorie du financement hiérarchisé. L'article synthèse de Harris et Raviv (1991) illustre clairement l'absence de consensus quant aux facteurs qui règnent les comportements financiers des entreprises. Cette situation rend particulièrement alléchante toute nouvelle étude tentant de comprendre sur quelle base, se prennent en pratique les décisions de financement des entreprises surtout pour le cas marocain.

Nous tenons à rappeler que la plupart des recherches ont été réalisées aux États-Unis, un système fortement asservi par les marchés. Le présent article tient sa particularité du fait qu'il présente une application au cas marocain. Ce dernier constitue un terrain expérimental séduisant pour tester les hypothèses relatives au mix de financement direct et indirect pour un système financier en pleine mutation conséquence du processus de la libéralisation financière.

À la lumière des différentes théories financières, nous cherchons à révéler les facteurs explicatifs du choix de financement d'un échantillon des PME marocaines. L'objectif étant pour nous de confronter les résultats théoriques et empiriques de la littérature à la réalité marocaine. La question principale qui surgit à l'examen de cet objectif peut être résumée ainsi: **Sous l'effet de quels facteurs les petites et moyennes entreprises marocaines choisissent-elles leur financement ?** Telle est la question fondamentale à laquelle le présent article tente de répondre. Pour ce faire, nous proposons de décomposer la problématique en deux facettes :

_ Quels sont les facteurs explicatifs du choix de financement des entreprises selon la logique de Modigliani et Miller, la dialectique de la théorie du ratio optimal d'endettement et le raisonnement de la théorie du financement hiérarchisé ?

_ Quelle est la contribution de l'ensemble des facteurs relevés par les théories dans l'explication du choix de financement des petites et moyennes entreprises marocaines?

Pour répondre à cette problématique, nous adoptons le plan suivant : Le premier point consistera en la présentation du référentiel théorique de notre sujet tandis que le deuxième exposera la méthodologie mise en place pour valider ou réfuter le cadre théorique



préalablement défini. Le troisième et dernier point sera consacré à la présentation et à la discussion des résultats.

1. Cadre théorique

L'analyse de la structure de financement des entreprises a fait l'objet de nombreux débats théoriques et empiriques à partir de 1950. De ces débats, submerge une grande diversité d'approches, qui restent souvent antagonistes. Les partisans de l'insensibilité de la valeur de la firme par rapport à son degré d'endettement se trouvaient confrontés aux adeptes de l'existence d'une structure financière optimale.

Le modèle initial de Modigliani et Miller, point de départ des réflexions concernant la structure financière, prône sous l'hypothèse des marchés parfaits, l'émancipation de la sphère réelle et financière. La démarche du premier modèle basée sur l'hypothèse forte de la perfection des marchés financiers s'appuie notamment sur les possibilités d'arbitrage sur les marchés financiers pour montrer que la valeur de l'entreprise est neutre à l'égard de sa structure de financement. Toutefois, en présence d'imposition, la structure de financement ne l'est plus et la valeur de l'actif économique de l'entreprise endettée est égale à la valeur de l'actif économique d'une entreprise non endettée majorée de la valeur actuelle de l'économie d'impôt liée à la déductibilité fiscale des intérêts de la dette. En outre, la prise en compte de la fiscalité de l'entreprise et de la fiscalité des investisseurs permet d'aboutir aux mêmes conclusions que celles produites en 1958 à savoir la neutralité de l'endettement.

À l'opposé, la suite de la littérature économique insiste sur la réconciliation de la théorie à la réalité des entreprises. Ainsi, la théorie du compromis ou trade-off theory (TOT) suppose que la structure optimale est atteinte selon un arbitrage entre les avantages et les inconvénients des principales sources de financement. Cette théorie du compromis est basée sur un raisonnement marginaliste sous-entendant l'existence d'un ratio optimal cible d'endettement qui est atteint lorsque les bénéfices marginaux liés à la déductibilité des charges financières nivèlent les coûts marginaux de faillite liés à l'augmentation de l'endettement.

À l'inverse, la théorie du financement hiérarchique, ou pecking order theory (POT) propose une structure financière qui établit une préférence décroissante de financement (Myers et Majluf, 1984). La répartition du financement entre fonds propres et endettement est dès lors fortement conditionnée par les problèmes de signalisation et par les asymétries informationnelles. Cet ordre est qualifié en théorie financière, de l'ordre hiérarchique de financement introduit par Myers (Myers, 1984) et modélisé par la suite par Myers et Majluf

(Myers et Majluf, 1984). Les deux auteurs ont établi un ordre hiérarchique des financements où il s'avère préférable de se financer selon la séquence suivante : financement interne (autofinancement) au détriment d'un financement externe. Dans le cas d'un financement externe et en l'absence de coûts de défaillance, une priorité est accordée à l'endettement face à l'augmentation de capital. Mais en présence de coûts de défaillance, l'entreprise peut être amenée à émettre du capital pour financer ses investissements ou pour se désendetter. Cette théorie est applicable également aux entreprises innovantes où l'opacité informationnelle se révèle très élevée (EL KIHAL & HATTAB, 2019).

2. Méthodologie

L'objectif de notre article n'est pas uniquement théorique, nous avons cherché à comprendre sous l'effet de quels facteurs, se prennent les décisions de financement des PME marocaines. À la lumière des différentes théories financières, nous avons identifié une seule variable dépendante «le choix de financement» et dix variables indépendantes : forme juridique, secteur d'activité, âge de l'entreprise, structure du capital, expérience professionnelle des dirigeants, formation des dirigeants, formalisation des procédures, convictions religieuses des dirigeants, genre des dirigeants et variable fiscale.

Notre enquête par sondage aléatoire est effectuée auprès d'un échantillon représentatif des PME marocaines par le biais du questionnaire. Nous avons privilégié la méthode de la stratification car la population de notre étude est composée de sous-groupes très hétérogènes entre eux et très homogènes en leur sein.

La construction de notre échantillon est passée par plusieurs étapes :

1°) Tout d'abord, nous avons procédé à une analyse approfondie des informations disponibles.

2°) Après avoir pris en compte les contraintes de terrain et pour un niveau de confiance de 95% et une variabilité maximale de ($P=0.5$), l'effectif total de notre échantillon stratifié proportionnel s'est élevé à 418 PME, tirées d'une façon aléatoire.

Notre population d'étude comptait au départ 7640 PME marocaines. La population suit une distribution normale et présente un degré de variation acceptable. Pour un niveau de confiance égal à 95%, un degré de variabilité par défaut ($P=0.5$) et un niveau de précision de ($\pm 5\%$), nous obtenons la taille de l'échantillon suivante :

$$N = 7640 / (1 + 7640 * (0,05 * 0,05)) = 380 \text{ PME marocaines}$$

Nous avons ajouté 10% de PME en plus pour pallier aux phénomènes de non réponse et réponses erronées, ce qui donne un échantillon représentatif de la population de :

$$380 + 380 * 10\% = 418 \text{ PME marocaines}$$

Pour examiner la relation entre le choix de financement et les variables explicatives retenues, nous avons fait appel aux tableaux croisés pour examiner d'une part, la relation entre chacune des variables indépendantes et la variable dépendante et pour détecter les liens d'interdépendance entre ces facteurs et le choix de financement des PME d'autre part. Nous avons également utilisé le test de Chi-deux pour tester l'hypothèse nulle d'absence de relation entre la variable à expliquer et chacune des variables explicatives.

Afin de tester les prédictions théoriques, dix hypothèses sont formulées. Elles sont explicitées sous forme de relations entre les variables indépendantes indiquées ci-dessus et la variable dépendante. Ces hypothèses concernaient l'influence des variables considérées par la théorie comme explicatives sur le choix de financement jugé comme variable à expliquer.

Tableau n°1 : Hypothèses formulées

Bloc d'hypothèses	HYPOTHÈSES TESTABLES
Le choix de financement reposait sur l'identité des PME marocaines.	<p>H1 : Le choix de financement pourrait dépendre du choix de la forme juridique.</p> <p>H2: Le choix de financement changerait en fonction du secteur d'activité.</p> <p>H3 : Il existerait un lien entre l'âge des PME et le choix de financement.</p> <p>H4 : La structure du capital pourrait être un facteur décisif en matière de choix de financement.</p>
La qualité du management des PME marocaines pourrait être un facteur crucial en matière de choix de financement.	<p>H5 : L'expérience professionnelle des dirigeants aurait un impact sur le choix de financement.</p> <p>H6 : La formation des dirigeants influencerait le choix de financement.</p> <p>H7 : La formalisation des procédures exercerait un effet sur le choix de financement.</p> <p>H8 : Les convictions religieuses des dirigeants pèseraient sur le choix de financement.</p> <p>H9 : Le genre des dirigeants agit sur le choix de financement.</p>
Les décisions de financement des PME marocaines relevaient de la variable fiscale.	<p>H10: Les dispositions fiscales pourraient orienter le choix de financement des PME marocaines.</p>

Source : élaboré par nos propres soins

3. Résultats et discussion

Les résultats stipulent que parmi les dix facteurs proposés pour expliquer le choix de financement des PME au Maroc, ce sont uniquement quatre hypothèses qui sont validées. En effet, les tests auxquels nous nous sommes attelés dans le cadre de l'étude bivariée confirment que les variables suivantes : forme juridique, structure du capital, formation des dirigeants, leur genre et leurs convictions religieuses ne sont pas des variables influentes pour expliquer la structure de financement des PME marocaines. À ces variables s'ajoutent également la variable fiscale qui est d'autant moins significative dans les décisions de choix de financement de ces entités. Toutefois, les comportements diffèrent sensiblement en fonction du critère du secteur d'activité, l'âge de la PME, l'expérience professionnelle des dirigeants ainsi que la disposition d'un manuel des procédures. Ces facteurs sont particulièrement significatifs dans le choix de financement des PME marocaines.

Les résultats de l'étude bivariée permettent de valider l'hypothèse n°3 et montrent qu'il existe bien un lien entre l'âge de la PME et son choix de financement. Ceci s'explique par le constat stipulant que les PME les plus âgées ont plus de chance d'accumuler au cours de leur existence, un montant important des fonds propres via l'autofinancement. Par conséquent, elles devraient moins recourir à un financement externe. En cas d'insuffisances des ressources internes, l'âge devrait orienter le financement des PME marocaines vers l'endettement bancaire. Autrement réfléchi, l'âge véhicule une information pertinente sur le comportement de la PME lors du passé ce qui pourrait intensifier la relation de confiance entre cette entité et les banques. Un tel résultat s'accorde parfaitement avec les principes de la théorie du signal qui suppose que l'âge doit être corrélé positivement avec le niveau d'endettement. Toutefois, les réponses disponibles suggèrent que l'impact n'est pas linéaire : il est plus significatif pendant les premières années puis il décroît fortement par la suite. Ainsi les PME les plus jeunes affichent une sensibilité plus importante que les autres au critère de l'âge dans la détermination du niveau de l'endettement. Un tel résultat rejoint les conclusions établies par Petersen et Rajan en 1994.

Quant au secteur d'activité, les résultats obtenus permettent également de valider l'hypothèse n°2 et montrent que le choix de financement des PME marocaines varie en fonction du secteur d'activité. Ce résultat se justifie par la présence de la notion de risque dans l'activité économique. Toutefois, il est à noter que bien que le risque soit présent dans toutes les activités de l'économie, certains secteurs sont jugés être plus risqués que d'autres. Par



conséquent, les PME marocaines appartenant au même secteur d'activité sont soumises aux mêmes conditions et aux mêmes caractéristiques de risque. Ceci les conduit à observer un même comportement à l'intérieur d'un même secteur. Ainsi, leur choix de financement ne devrait pas varier considérablement. Un tel résultat s'accorde parfaitement avec les conclusions établies par Scott et Martin (1975) et Bradley (1984) mais également avec les principes du MEDAF qui supposent que le taux requis par les investisseurs comprend outre le taux sans risque, une prime de risque. Plus le risque est important, plus le β est élevé. Or, ce β a deux composantes : une qui détermine la rentabilité d'exploitation et qui reste indépendante de la politique de financement et une autre qui correspond à la prime du risque financier qui est d'autant plus élevée que l'endettement est élevé.

Les résultats de l'étude bivariée montrent également que la formalisation des procédures exerce une influence en matière de choix de financement des PME au Maroc et valident ainsi l'hypothèse n°7. Cette formalisation apparaît comme l'expression d'un management de qualité. L'exécution des procédures formulées constitue un signal positif envoyé aux bailleurs de fonds. Ceci permet aux PME marocaines d'obtenir en termes de coûts et de disponibilités, un meilleur accès au financement.

Les résultats valident également l'hypothèse n° 5 et montrent que les dirigeants ayant une expérience professionnelle importante sont souvent plus à l'aise dans la gestion, ils prennent peu de risques financiers et ils sont beaucoup plus investis dans les relations inter organisationnelles. Leurs expériences professionnelles déterminent en grande partie leurs systèmes de valeurs et rassurent les apporteurs de fonds externes. Plus le dirigeant dispose de l'expérience, plus son aversion pour le risque est grande et moins il voudrait endetter la PME qu'il dirige et ce afin de ne pas augmenter le niveau de risque de cette PME. Ce résultat s'accorde parfaitement avec les conclusions de Kor (2003) et de Barringer (2004) qui annoncent que l'expérience des dirigeants est un facteur qui réduit la méfiance des banques et facilite l'accès de la PME aux crédits bancaires.

Le reste des résultats obtenus ne permet pas de mettre en lumière un lien solide entre : la forme juridique, la structure du capital, les convictions religieuses des dirigeants, leur formation, leur genre, la variable fiscale et le choix de financement des PME au Maroc. Ces six variables ne semblent pas être liées au type de financement choisi par les PME au Maroc.

Les résultats ont pu montrer que le choix de financement des PME au Maroc dépend du choix du secteur d'activité, de l'âge des PME, de l'expérience professionnelle des dirigeants et de la disposition des procédures. Le choix de ces facteurs doit être compatible non uniquement avec le régime fiscal ou le statut social mais également avec le type de financement espéré en cas de besoin.

Les résultats obtenus ainsi montrent que bien que formel et informel occupent une place d'égale importance dans les décisions de financement des entreprises, le cas marocain reste typique. La particularité du cas s'explique par l'importance de la dimension informelle qui est mise en avant dans le choix de financement des PME marocaines.

Au Maroc, la dimension formelle n'est qu'un modèle de référence où les bailleurs de fonds sont des simples calculateurs qui, sur la base des données financières exécutent une analyse financière classique avec différents calculs (Fonds de roulement, besoin de financement global, capacité de financement, soldes intermédiaires de gestion...). Une telle approche qualifiée de transactionnelle, reste basée sur un contrat juridique rigide qui considère comme exogène tout élément sortant de ce cadre.

Cette formalisation, bien qu'elle soit nécessaire, demeure incomplète pour appréhender le contexte organisationnel dans son ensemble. D'où la nécessité de passer d'un état transactionnel, rigide et formel à un état relationnel, flexible et informel qui privilégie la confiance entre la PME et les différents bailleurs de fonds. Une confiance qui se nourrit par : l'âge, le secteur d'activité, la formalisation des procédures et l'expérience professionnelle des dirigeants : tels sont les facteurs explicatifs du choix de financement des PME au Maroc.

Conclusion

A la lumière des différentes théories financières et par le biais d'une analyse bivariée, nous avons testé une grille d'hypothèses basée sur la prise en compte de dix variables explicatives (forme juridique, secteur d'activité, âge de la PME, structure du capital, expérience professionnelle des dirigeants, formation des dirigeants, convictions religieuses des dirigeants, genre des dirigeants et formalisation des procédures et variable fiscale) et une seule variable dépendante (choix de financement).

Notre article a pris le soin de chercher les facteurs explicatifs du choix de financement d'un échantillon des PME marocaines. Pour ce faire, dix hypothèses sont formulées et explicitées sous forme de relations entre dix variables indépendantes et une variable dépendante. Au

demeurant, nous avons montré que la confiance des bailleurs des fonds se nourrit par : l'âge, le secteur d'activité, la formalisation des procédures et l'expérience professionnelle des dirigeants : tels sont les facteurs explicatifs du choix de financement des PME au Maroc.

Bibliographie

- **EL KIHAL. A. & HATTAB S. (2019).** Le financement des entreprises innovantes de la littérature vers une analyse SWOT. Revue du contrôle, de la comptabilité et de l'audit « Numéro 9 : Juin 2019 / Volume 4 : numéro 1 » p : 106 - 121
- **Harris, M. et A. Raviv. (1991).** The theory of capital structure. Journal of Finance, vol. 46, no 1, p. 297-355.
- **Jensen, M.C. et W. Meckling (1976).** Theory of the firm : managerial behavior, agency costs and ownership structure. Journal of Financial Economics, vol. 3, no 4, p. 305-360.
- **Jensen, M.C. (1986).** Agency Costs of Free Cash-Flow, Corporate Finance, and Takeovers. American Economic Review, May 1986, Vol. 76, No. 2, pp. 323-329
- **Kalay A. (1980).** Signalling, Information Content, and the Reluctance to Cut Dividends. Journal of Financial and Quantitative Analysis, vol. 15, no. 4
- **Miller Merton Howard. (1977).** Debt and Taxes . The Journal of Finance. Vol. 32, No. 2, Papers and Proceedings of the Thirty-Fifth Annual Meeting of the American Finance Association, Atlantic City, New Jersey, pp. 261-275. Published by: Blackwell Publishing for the American Finance Association
- **Modigliani Franco et Miller Merton Howard. (1958).** The Cost of Capital, Corporation Finance, and the Theory of Investment , American Economic Review, vol. 48, n°3, pp. 261-297
- **Modigliani Franco et Miller Merton Howard. (1963).** Corporate Income Taxes and the Cost of Capital: A Correction. The American Economic Review, Vol. 53, No. 3, pp. 433-443 Published by: American Economic Association
- **Myers Stewart C. (1984).** The Capital Structure Puzzle. Journal of Finance, Vol. 39, No. 3. Papers and Proceedings, Forty-Second Annual Meeting, American Finance Association, San Francisco, CA pp. 575-592.
- **Myers S.C, Maljuf N.S. (1984).** Corporate Financing and Investment Decision when Firms have Information that Investors Do not Have. Journal of Financial Economics, n° 13, pp. 187-221.
- **Myers, S. C, (1977).** Determinants of corporate borrowing. Journal of Financial Economics, 5, 147-75.