



HAL
open science

Impact de la décision de financement sur la performance de l'entreprise marocaine : Cas des sociétés cotées des secteurs Immobilier et Matériaux de Construction

Hajar Mouatassim Lahmini, Abdelamajid Ibenrissoul

► To cite this version:

Hajar Mouatassim Lahmini, Abdelamajid Ibenrissoul. Impact de la décision de financement sur la performance de l'entreprise marocaine : Cas des sociétés cotées des secteurs Immobilier et Matériaux de Construction . Colloque et séminaire doctoral international ISEOR-AOM 2015 sur les méthodologies de recherche, ISEOR, Jun 2015, Lyon, France. halshs-01305196v2

HAL Id: halshs-01305196

<https://shs.hal.science/halshs-01305196v2>

Submitted on 25 Apr 2016

HAL is a multi-disciplinary open access archive for the deposit and dissemination of scientific research documents, whether they are published or not. The documents may come from teaching and research institutions in France or abroad, or from public or private research centers.

L'archive ouverte pluridisciplinaire **HAL**, est destinée au dépôt et à la diffusion de documents scientifiques de niveau recherche, publiés ou non, émanant des établissements d'enseignement et de recherche français ou étrangers, des laboratoires publics ou privés.

Copyright

Impact de la décision de financement sur la performance de l'entreprise marocaine : Cas des sociétés cotées des secteurs Immobilier et Matériaux de Construction

Communication présentée lors du 4ème Colloque et séminaire doctoral international sur les méthodes de recherche à l'université Jean Moulin LYON 3- France

Juin 2015

Mme HAJAR MOUATASSIM LAHMINI¹
mouatassim.hajar@gmail.com

Pr. ABDELMAJID IBENRISSOUL²
a-ibenrissoul@hotmail.fr

RESUME

Dans cette communication, les auteurs examinent les effets de la structure financière sur la performance de l'entreprise marocaine opérant dans les secteurs immobilier et matériaux de construction dans l'optique de la théorie du financement hiérarchique. Ils suggèrent en particulier que le choix d'un mode de financement, qu'il soit interne ou externe, dettes ou fonds propres, long terme ou court terme est susceptible d'avoir des effets différents sur la performance financière. Encore faut-il que la mesure de performance soit définie et que les effets de ces modes de financement convergent quel que soit l'indicateur de performance retenu.

La dette long terme est négativement corrélée à la performance financière de l'entreprise, la dette court terme l'est positivement. Le financement par émission d'actions nouvelles ne semble pas avoir d'impact sur la performance quel que soit la mesure de performance retenue. Et finalement, l'autofinancement a lui aussi un effet négatif sur la performance de l'entreprise.

ABSTRACT

In this communication, the authors examine the effects of capital structure on the financial performance of Moroccan companies operating in real estate and construction sectors in the context of pecking order theory. The communication suggests that choosing a method of financing, whether internal or external, debt or equity capital, long term or short term is likely to have different effects on financial

¹ Doctorante en Sciences de Gestion- Laboratoire Management, systèmes financiers et gestion des risques /FSJES Casablanca- Université Hassan II

² PES- Laboratoire de Management, d'Innovation et d'Economie (LAMIE)/Ecole Nationale de Commerce et de Gestion de Casablanca (ENCGC)- Université Hassan II

performance. Prior to studying these effects, a performance measure should be determined.

The study shows that long-term debt is negatively correlated to the financial performance of the company, short-term debt is positively correlated. Financing by issuing new shares does not seem to affect the performance of enterprise in any performance measure used. And ultimately self-financing has also a negative effect on the company's performance.

Mots clés : Performance, Structure financière, Endettement, Immobilier, matériaux de construction.

Avec la sophistication de la sphère financière depuis quelques décennies, les moyens de financement qui s'offrent à l'entreprise sont multiples et divers. En effet, une entreprise peut non seulement se financer par son passif, à savoir les moyens classiques tels les fonds propres, les quasi fonds propres et l'endettement dans ses formes diverses, mais aussi par son actif au moyen de montages financiers telle la titrisation. Le leasing ou le crédit-bail sont aussi des moyens très en vogue ces derniers temps. Il s'agit toutefois, une fois agrégés, d'un arbitrage entre dettes et fonds propres.

Face à cette diversité grandissante, la question de l'impact de la décision de financement sur la performance de l'entreprise est essentielle. Bien que cette question ait été traitée dans plusieurs contextes, force est de constater que les réponses apportées concernent essentiellement le premier niveau d'arbitrage entre dettes et fonds propres. Or, ce qui nous intéresse dans cette communication c'est, en plus de ce niveau, l'impact de chaque mode de financement isolément. Cette question est capitale car, du point de vue pratique, le choix d'un moyen de financement au détriment d'un autre peut s'avérer pénalisant pour l'entreprise, ou au contraire peut contribuer à l'amélioration de sa performance de manière significative.

L'objectif de cette communication est donc une meilleure compréhension de l'influence de chaque mode de financement sur la performance des entreprises immobilières et de matériaux de construction dans le contexte marocain. La finalité de ce travail est de présenter aux investisseurs potentiels dans ces deux secteurs une idée a priori en matière des choix de financement mais aussi de présenter de manière synthétique aux dirigeants les effets de leurs choix en termes de financement afin qu'ils aient tous les éléments nécessaires pour une meilleure prise de décision en matière de financement.

Concernant la notion de performance de l'entreprise, deux types d'indicateurs relatifs à la valeur globale de l'entreprise ont été proposés :

- Comptables (ex-post) à savoir les indicateurs de rentabilité économique et financière ;
- Boursiers (ex-ante) à savoir le q de Tobin et le ratio de Marris.

Du point de vue théorique, les problématiques de financement et de structure financière ont suscité depuis longtemps l'intérêt de bon nombre de chercheurs. En effet, depuis l'article de (Modigliani & Miller, 1958) se sont succédées les théories

visant à étudier l'incidence de la décision de financement sur l'entreprise et son évolution mais surtout mesurer son impact sur la performance globale.

Selon les modèles de compromis, en l'occurrence le modèle de (Modigliani & Miller, 1958) et la théorie du trade-off (Miller, 1977), aucune forme de financement n'est a priori privilégiée, seules les opportunités offertes par les dettes ou les fonds propres permettent de faire un choix. A contrario, la théorie de hiérarchie (Myers & Majluf, 1984) stipule que l'autofinancement est préféré à l'endettement qui, de son côté, est préféré à l'augmentation de capital, étant donné le contenu informatif à diffuser.

Une fois la structure financière établie, son incidence sur la performance est compliquée à cerner vu la pluralité des facteurs intervenant entre endettement et valeur de l'entreprise (coûts d'agence, coûts de faillite, fiscalité, asymétries d'informations). Comment évolue donc la performance de l'entreprise en fonction : 1. De l'endettement ? 2. Des fonds propres ?

D'une part, en se référant à l'analyse de Myers (1977), le recours à l'endettement pourrait entraîner une stratégie d'investissement sous-optimale engendrant une moins bonne performance économique. D'autre part, la théorie du signal considère que le niveau d'endettement est un signal donné par les gestionnaires de la firme quant à la qualité et la valeur de ses projets futurs (Ross, 1977), d'où un impact positif sur la performance. Par contre, l'émission d'actions est un mauvais signal émis aux investisseurs dans la mesure où une ouverture du capital est synonyme d'une insuffisance de fonds propres (Myers & Majluf, 1984).

Le travail que nous proposons de réaliser est exploratoire. Nous adoptons une démarche hypothético-déductive qui consiste à élaborer un certain nombre d'hypothèses à partir des théories présentées. Cette démarche sera suivie d'une analyse empirique dont l'objectif est de confirmer ou infirmer les hypothèses formulées.

Notre travail est scindé en deux parties. Dans la première, nous présentons une revue de littérature au cours de laquelle nous allons successivement présenter le choix des mesures de performance, les mesures d'impact des différents modes de financement sur la performance de l'entreprise, et les hypothèses élaborées. Dans la seconde partie, nous allons tester les hypothèses formulées dans le contexte des sociétés cotées immobilières et de matériaux de construction marocaines. De plus, l'approfondissement de l'analyse est prévu par l'examen de chaque mode de financement séparément. En d'autres termes, l'analyse de la relation entre endettement et performance intégrera une analyse de l'impact de la dette long terme et la dette court terme. Pareillement, l'étude de la relation fonds propres et performance passera par l'analyse de l'impact de l'autofinancement puis de l'augmentation de capital par émission d'actions nouvelles sur la performance de l'entreprise.

1. REVUE DE LITTERATURE

1.1. CHOIX DES MESURES DE PERFORMANCE

Les indicateurs de performance utilisés dans les études qui traitent cette problématique sont tellement nombreux et divers (taux de croissance, taux de rentabilité, diverses marges) que le risque de confusion quant au contenu de cette notion paraît inévitable. Il est donc judicieux de bien définir le périmètre d'analyse afin que le choix d'un indicateur de performance soit moins compliqué. En d'autres termes, il s'agit en premier lieu de se situer par rapport aux bailleurs de fonds, et en second lieu de distinguer entre indicateurs calculés a priori ou a posteriori.

La première approche conduit à distinguer entre mesures de performance relatives aux actionnaires (rentabilité des fonds propres) et celles relatives à l'ensemble des bailleurs de fonds (rentabilité économique). Cette distinction est essentielle car selon Fama & Miller (1974) et Fama (1978), pour une même valeur d'entreprise, la répartition peut avantager un bailleur de fonds au détriment d'un autre.

La deuxième approche par contre, s'intéresse au caractère ex-post ou ex-ante des indicateurs. Les mesures évoquées dans la première approche sont toutes appréciées a posteriori du moment qu'elles sont calculées à partir des données comptables, elles ont donc un caractère ex-post. Peuvent aussi être définis des indicateurs relatant une performance ex-ante dans la mesure où leur calcul se base sur la valeur de marché de l'entreprise –qui est fonction des anticipations. Le ratio Q de Tobin³ et le ratio de Marris⁴ peuvent être utilisés dans ce registre.

Afin de couvrir ces différentes approches, quatre indicateurs de performance seront retenus comme indiqué dans le tableau suivant :

Tableau 1 -Mesures de performance

	Rentabilité des fonds propres	Rentabilité économique
Ex-post	Rentabilité financière	Rentabilité économique
Ex-ante	Ratio de Marris	Ratio Q de Tobin

Il faut toutefois s'attendre à des écarts sensibles entre ces différents indicateurs car la valeur de marché de l'entreprise intervenant dans le calcul des indicateurs ex-ante intègre l'incidence anticipée des coûts d'agence et des structures organisationnelles, contrairement aux indicateurs de performance ex-post dont les coûts ex-post sont plutôt liés à la résolution a posteriori des conflits d'intérêts tels que décrits par Williamson (1988). D'après Charreaux(1991), « il est donc possible que certaines structures organisationnelles équivalentes ou dominées, en tenant compte exclusivement des coûts d'agence ex-ante, se révèlent plus efficaces

³ Q de Tobin= Valeur de marché de la firme/Valeur de remplacement de l'actif.

⁴ Ratio de Marris= Capitalisation boursière/Valeur comptable des capitaux propres.

lorsqu'on considère les coûts ex-post de résolution des conflits, ce qui ne peut s'apprécier que sur plusieurs périodes et avec des indicateurs ex-post ».

1.2. DECISION DE FINANCEMENT ET SES EFFETS SUR LA PERFORMANCE DE L'ENTREPRISE

Indispensable pour le fonctionnement de l'entreprise, son développement ainsi que sa pérennité, le financement est l'une des décisions les plus cruciales que doivent prendre les dirigeants de l'entreprise afin de pouvoir réaliser la stratégie d'investissement mais aussi de financer le cycle d'exploitation. Cependant, cette

décision ne se limite pas uniquement au choix du mode de financement et de ses modalités car celle-ci interfère avec d'autres décisions, en l'occurrence la décision de distribution des dividendes (Fama, 1978). En effet, si le financement interne est privilégié, il peut être décidé de ne distribuer que peu ou pas de dividendes.

Concrètement, les options qui s'offrent aux dirigeants en matière de financement sont l'arbitrage entre dettes et fonds propres/quasi fonds propres, l'arbitrage entre financement interne et externe mais aussi l'arbitrage entre maturité des dettes. Il est toutefois important de signaler que les besoins long terme de l'entreprise doivent être financés par des ressources long terme et pareillement pour les emplois court terme qui doivent être financés par du court terme.

1.2.1. FINANCEMENT PAR ENDETTEMENT :

La dette améliore la prise de décision des managers (Maloney, McCormick, & Mitchell, 1993). Il faut cependant distinguer entre dette long terme et dette court terme, puisque le comportement du dirigeant peut être différent en fonction de la maturité de la dette détenue. En effet, il a été démontré que la détention de la dette court terme, dans les pays où la réglementation est faible, peut inciter les managers à manipuler les états financiers afin de retarder la reconnaissance de mauvaises nouvelles (Gupta, Khurana, & Pereira, 2008). Tel a été le cas en 1997 lors de la crise d'Asie de l'Est, où plusieurs entreprises asiatiques, se finançant principalement à court terme, avaient surévalué leurs profits. Par conséquent, les investisseurs et bailleurs de fonds n'ont pas pu voir la crise venir du moment que les états financiers des dites entreprises ne reflétaient pas la réalité quant à la détérioration des conditions de financement (Rahman, 1998).

1.2.1.1. DETTE MOYEN LONG TERME –DMLT:

Le financement par la dette est plus qu'utile pour la gestion des conflits d'intérêts (Jensen & Meckling, 1976) entre dirigeants et actionnaires. En effet, la théorie d'agence stipule que sans dette contractée, les dirigeants pourraient prendre des décisions qui serviraient leurs propres intérêts au détriment de ceux des actionnaires. Cependant, en levant de la dette, ils sont obligés d'optimiser les décisions d'investissement qu'ils entreprennent afin de pouvoir honorer leurs engagements à temps. L'atténuation des conflits d'intérêt entre dirigeants et

actionnaires passe donc par la réduction du cash flow disponible grâce au service de la dette, mais aussi par les craintes du dirigeant relatives à sa réputation qui sera ternie en cas de faillite. D'autre part, l'endettement permet aux actionnaires de référence d'augmenter leur pouvoir économique en minimisant la dilution de leur participation au capital et de réduire le contrôle et la discipline imposés par le marché.

Néanmoins, la théorie du financement hiérarchique⁵ précise que plus l'entreprise est rentable moins elle va s'endetter (Myers, 1977; Myers, 1984). En effet, les entreprises rentables réinvestissent leurs bénéfices alors que les entreprises moins rentables empruntent et augmentent ainsi leur levier, ce qui engendre une relation négative entre rentabilité et endettement. La priorité accordée à l'autofinancement est donc à l'origine de la relation négative entre endettement et performance. Cependant, la valeur de marché de l'entreprise peu endettée ne va pas croître indéfiniment en fonction de l'endettement. Au-delà d'un certain niveau de levier jugé trop élevé, la valeur de l'entreprise entamera un cycle baissier (Robichek & Myers, 1966). A ce stade, la valeur actuelle des coûts de faillite dépasse la valeur actuelle des économies fiscales consécutives à l'endettement (Myers, 1984).

Dans leurs travaux, Titman et Wessels (1988) et Titman & Maksimovic (1991) obtiennent aussi une relation négative entre l'endettement à long terme et la rentabilité. Ceci corrobore les résultats de la théorie du financement hiérarchique. Il est tout de même important de signaler que dans toutes ces études évoquées, il est question de la dette long terme puisqu'en général l'on utilise le ratio dettes sur fonds propres qui ne prend en compte que la dette long terme. Partant de cette analyse, nous pouvons formuler l'hypothèse suivante:

H1 : Il existe une relation négative entre endettement long terme et performance de l'entreprise.

1.2.1.2. DETTE COURT TERME –DCT:

L'importance de la dette court terme (financement bancaire et tout autre financement inférieur à un an) a été soulevée par Scholes & Wolfson (1988), qui ont avancé que les entreprises ayant des doutes quant à leur situation fiscale ont une préférence pour la dette court terme lorsque le taux d'impôt est élevé. Dans ce cas, la dette court terme sera non seulement moins coûteuse mais aussi le moyen le plus facile pour atteindre, temporairement, le niveau optimal d'endettement souhaité.

Selon Plesko (2000), la dette court terme devrait être introduite dans toutes les mesures de levier puisque celle-ci permet de saisir pleinement les exigences de cash flow nécessaires au paiement du service de la dette, contrairement à la dette long terme qui ne renseigne pas sur les sorties actuelles de cash dans la mesure où les dépenses relatives aux intérêts courus ne seront payées que plus tard. De plus, la dette court terme aide à augmenter le gain et la production de l'entreprise

⁵Pecking Order theory (POT)

(Emery, 2001) sauf que celle-ci est confrontée à deux risques majeurs à savoir le risque de refinancement et le risque du taux d'intérêt.

En outre, la dette court terme est souvent sollicitée par les entreprises ayant une note très élevée ou sinon mal notée, alors que les entreprises avec des notes moyennes ont plutôt recours à la dette long terme (Diamond, 1991). De plus, il a été démontré empiriquement que le recours à la dette court terme est fonction de la taille de l'entreprise. Plus celle-ci est petite, plus elle fera appel à la dette court terme (Titman & Wessels, 1988).

D'autre part, la théorie du signal (Ross, 1977) précise que les banques se basent sur la rentabilité passée de l'entreprise pour évaluer son risque et décider en conséquence d'augmenter sa capacité d'emprunt. Cette théorie suppose aussi que le niveau d'endettement est un signal donné par les gestionnaires de la firme quant à la qualité et la valeur de ses projets futurs. Par conséquent, la dette contractée a un impact positif sur la performance de l'entreprise.

A priori, nous ne connaissons pas d'études empiriques qui fournissent la preuve sur la relation qui devrait exister entre la dette court terme et la rentabilité, sauf l'étude de Titman & Wessels (1988), qui pour un échantillon de 469 entreprises entre 1974 et 1982, ont démontré une forte et importante corrélation négative entre la rentabilité et le ratio dette court terme sur valeur marché des fonds propres. En se basant sur cette analyse, nous pouvons donc formuler l'hypothèse suivante :
H2 : Il existe une relation (positive ou négative) entre dette court terme et performance de l'entreprise.

1.2.2. FINANCEMENT PAR FONDS PROPRES : EMISSION D' ACTIONS NOUVELLES/ AUTOFINANCEMENT

Les théories de compromis supposent qu'aucun mode de financement n'est a priori préféré. A contrario, selon la théorie de financement hiérarchique (Myers, 1984), l'autofinancement est le moyen privilégié des dirigeants. En effet, ceux-ci adaptent leur stratégie de distribution de dividendes en fonction des opportunités d'investissement à financer, afin de dégager le maximum de financement interne. Si toutefois le financement externe est requis, les dirigeants lèvent de la dette, des titres hybrides, et en dernier lieu ont recours à l'émission d'actions nouvelles. Cela a été interprété comme le capitalisme des managers- leur volonté d'éviter la discipline des marchés de capitaux (Myers & Majluf, 1984).

Il est donc théoriquement prouvé que la décision d'émettre des actions est le dernier recours des dirigeants étant donnée la quantité d'information qu'ils devront partager avec les nouveaux actionnaires. Cependant, dans le modèle de Giammarino & Neave (1982) dans lequel dirigeants et investisseurs partagent les mêmes informations relatives à l'entreprise à l'exception du risque, l'émission d'actions dominera l'émission de dettes, dans la mesure où les dirigeants préfèrent lever de la dette quand ils savent que l'entreprise est plus risquée que ce que pensent les investisseurs. En réalisant cela, ces derniers refusent d'acquiescer la dette et s'orientent vers les actions ou la dette convertible (Myers & Majluf, 1984).

Toutefois, lorsqu'une nouvelle émission d'actions est annoncée, le cours du titre réagit négativement (Korwar, 1981; Asquith & Mullin, 1986; Dann & Mikkelsen, 1984), la perte de valeur ex-ante va augmenter en fonction de la taille de l'émission d'actions requise. Cependant, si l'incertitude relative à l'actif à financer est réduite ou la VAN⁶ attendue de l'investissement augmente, la perte de valeur sera limitée (Myers et Majluf (1984)]. Ceci vient corroborer la position de la théorie du signal (Ross, 1977) qui stipule que l'émission d'actions non justifiée par un besoin présent est interprétée par les investisseurs- compte tenu de l'asymétrie d'information (Akerlof, 1970)- comme un signal indiquant que l'entreprise est surévaluée. Celle-ci vaut au maximum le prix de mise sur le marché. A contrario, l'endettement est un signal positif, puisqu'un dirigeant ne s'endettera pas si les performances de l'entreprise sont mauvaises.

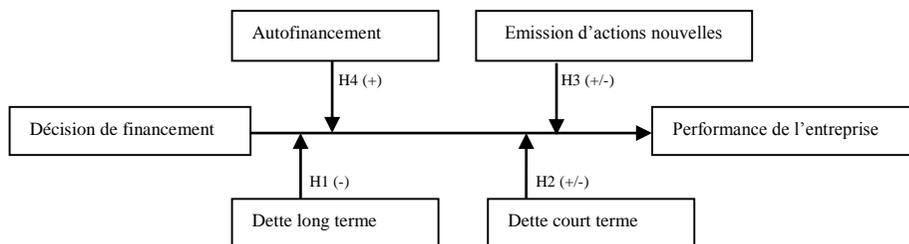
Compte tenu de la théorie du financement hiérarchique et de la théorie du signal pour qui l'émission d'actions nouvelles est un signal négatif émis par les dirigeants, nous aboutissons à l'hypothèse relative au financement par émission d'actions nouvelles suivante:

H3 : Il existe une relation (négative ou positive) entre émission d'actions nouvelles et performance de l'entreprise.

Etant donné les résultats de la théorie du financement hiérarchique qui stipule que plus l'entreprise est performante plus elle va opter pour l'autofinancement, nous proposons l'hypothèse suivante :

H4 : Il existe une relation positive entre autofinancement et performance de l'entreprise.

Figure 1– Synthèse des hypothèses de recherche



Compte tenu de cette analyse théorique, le modèle à estimer pour analyser l'impact de la décision de financement sur la performance de l'entreprise se présente sous la forme suivante :

$$Performance = \alpha + \beta_1 \cdot DMLT + \beta_2 \cdot DCT + \beta_3 \cdot EAN + \beta_4 \cdot AF + \beta_5 \cdot X + \varepsilon$$

Où :

- Performance est l'indicateur de performance retenu à chaque fois ;
- α : une constante ;
- DMLT : La dette moyen long terme rapportée au total passif ;
- DCT : La dette court terme rapportée au total passif ;

⁶Valeur actuelle nette

- EAN : Le financement par émission d'actions nouvelles par rapport au total passif ;
- AF : La proportion de l'autofinancement par rapport au total passif ;
- X : Une matrice de variables de contrôle.

2. ANALYSE EMPIRIQUE

2.1. SPECIFICITES DES SECTEURS IMMOBILIER ET MATÉRIAUX DE CONSTRUCTION AU MAROC

Les secteurs immobilier et matériaux de construction ont connu une forte croissance durant cette dernière décennie, compte tenu des grands chantiers d'infrastructure lancés au pays mais aussi suite à la volonté des politiciens de converger vers des villes sans bidonvilles.

Pour ce faire, plusieurs incitations ont été octroyées aussi bien aux promoteurs qu'aux acquéreurs de logements sociaux sur la période s'étalant entre 2010 et 2020⁷. Pour les promoteurs immobiliers, il s'agit d'exonération de l'impôt sur les sociétés et de l'impôt sur le revenu, des droits d'enregistrement, de la taxe sur le ciment, des taxes au profit des collectivités locales et des droits de conservation foncière pour la construction d'un nombre de logements sociaux de 500 au lieu de 1.500 et pour une valeur immobilière totale de 250 kMAD au lieu de 200 kMAD⁸.

S'agissant des acquéreurs, une aide leur est donnée sous forme de restitution de la TVA sur le logement social principal acquis dans ce cadre. De plus, en termes de financement, d'autres mesures ont été entreprises afin d'accompagner les populations à revenus modestes ou non réguliers pour l'obtention de crédit. Des programmes spécifiques –tels FOGARIM ou FOGALOGÉ⁹–ont été mis en place

⁷En 2008 déjà, une exonération de tous les impôts, taxes et redevances au profit des promoteurs immobiliers qui s'engagent à construire dans un délai de 5 ans des logements à superficie allant de 50 à 60 m² et à valeur immobilière faible ne dépassant pas 140.000 dirhams dans le cadre de conventions à signer avec l'Etat entre le 1er janvier 2008 et le 31 décembre 2012.

En 2009, la réduction de 50% de l'IS ou de l'IR pour les promoteurs immobiliers qui construisent 1.500 logements sociaux dans le cadre de conventions conclues avec l'Etat entre le 1er janvier 2009 et le 31 décembre 2010, a été prorogée [Loi de finances 2008 et 2009]

⁸ Loi de finances 2010.

⁹« Les crédits garantis par l'Etat destinés aux revenus limités, Fogarim, et aux classes moyennes, Fogaloge, se portent bien à fin 2014.

Pour le Fogarim, on a dénombré pour les 11 premiers mois de 2014 (jusqu'à fin novembre) quelques 15.350 bénéficiaires, contre 13.378 pour toute l'année 2013, qui ont eu droit à un volume global de crédits de l'ordre de 2,5 milliards de DH contre un volume de 2,2 milliards de DH pour l'ensemble de l'année 2013.

De même, pour le Fogaloge, on enregistre de janvier à novembre 2014 quelques 5.230 bénéficiaires (contre 4.449 pour toute l'année 2013) pour un volume de crédits distribué de 1,3 milliards de DH (contre 1,29 milliards pour les 12 mois de 2013)

par l'Etat dans le but de garantir les prêts destinés au logement principal au profit de ces populations.

Les effets de l'ensemble des efforts déployés aussi bien par le secteur privé que public se matérialisent par le nombre croissant des mises en chantier et aussi le volume de ciment vendu lors de cette dernière décennie, étant donné la corrélation entre les deux secteurs.

Tableau 2 -Evolution des unités mises en chantier durant la période 2003-2012¹⁰

	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Unités* Mises en Chantiers	234 000	218 000	316 000	333 000	333 900	360 000	360 627	375 254	473 894	419 362	346726
Unités sociales et économiques**	152 000	172 621	200 000	235 000	221 000	213 000	156 606	211 494	332 508	267 860	192 970
Unités de restructuration	53000	41 539	73 864	58 973	56 300	75 797	143 179	123 597	98 825	110 892	110 892

Source : Statistiques du ministère de l'habitat et de la politique de la ville

Tableau 3 -Evolution des unités achevées durant la période 2003-2012¹¹

	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Unités* Achevées	98 000	128 000	167 776	213 331	236 024	241 312	259 517	226425	275 508	262 017	166556
Unités sociales et économiques**	60 000	103 000	113 223	114 961	121 171	129 015	90 000	98 823	135 442	121 783	142 501
Unités de restructuration	13000	27 098	31 533	65 763	69 500	72 789	104 960	89 801	101 909	113 579	113 579

Source : Statistiques du ministère de l'habitat et de la politique de la ville

Tableau 4 -Evolution du volume des ventes de ciment (en milliers de tonnes) entre 2006 et 2013

	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Ventes totales de ciment	10 863	10 863	14 048	14 520	14 571	16 130	15 871	14 864
Croissance		0,0%	29,3%	3,4%	0,4%	10,7%	-1,6%	-6,3%

Source : Statistiques du ministère de l'industrie

La baisse enregistrée durant les deux dernières années aussi bien au niveau du secteur immobilier que cimentier est liée essentiellement au ralentissement de l'économie marocaine dans son ensemble, et notamment la baisse du budget global alloué aux investissements d'infrastructure.

Il est toutefois impératif de signaler que toutes les incitations précitées ne concernent que les sociétés immobilières dédiées exclusivement au logement social, ce qui n'est pas le cas pour toutes les entreprises étudiées. Par conséquent, l'impact des mesures fiscales n'est pas le même pour l'ensemble des entreprises de l'échantillon vu que seulement deux des quatre sociétés à étudier ont des filiales dédiées au segment social. En effet, le niveau de l'impôt sur les sociétés ressort à

A Fin novembre et depuis le lancement des deux formules Fogarim et Fogaloge, le volume global des crédits octroyés est respectivement de 17,6 milliards et 6 milliards de DH ». La Vie éco/22-01/2015

¹⁰ * Lots, Logements et unités de restructuration.

¹¹ ** Lots et logements.

environ 9% pour les deux premières et autour de 28% pour les deux autres, équivalent au taux d'IS sectoriel (30%). D'autre part, les sociétés de matériaux de construction n'ont aucun traitement de faveur en termes de fiscalité. En effet, celles-ci sont assujetties à un impôt sur les sociétés de l'ordre de 30%. Par conséquent, il y'a un gain fiscal pour quelques unes des sociétés étudiées qu'il faudra mettre en exergue.

2.2. MÉTHODOLOGIE

Cette recherche, qui se veut un travail exploratoire, s'appuie sur un échantillon de 8 entreprises cotées, compte tenu de la difficulté pour accéder aux données des sociétés non cotées opérant dans les mêmes secteurs. Notre échantillon est composé de quatre entreprises immobilières et quatre entreprises opérant dans le secteur des matériaux de construction. Ces deux secteurs sont représentés à la bourse de Casablanca par les 8 entreprises choisies. Les données sont collectées à partir des états financiers des dites entreprises disponibles sur le site de la bourse¹² et le site du conseil déontologique des valeurs mobilières (CDVM)¹³.

La variable dépendante de cette recherche, à savoir la performance financière de l'entreprise, est opérationnalisée par quatre mesures de performance distinguant entre actionnaires et autres bailleurs de fonds, mais aussi entre le caractère ex-ante ou ex-post des données (Charreaux, 1991). Il est toutefois important de signaler que le calcul du Q de Tobin¹⁴ présente certaines difficultés liées aussi bien à la valeur de marché de la firme qu'à la valeur de remplacement de l'actif¹⁵.

Le choix des variables explicatives est basé sur les hypothèses de recherche élaborées. En effet, la vérification de chacune des hypothèses passe par l'une de ces quatre variables :

- L'autofinancement : mesuré par le ratio report à nouveau plus réserves autres que légal sur total passif (AF/TP), étant donné que l'autofinancement est équivalent à la proportion du résultat non distribué cumulé augmenté des montants que les dirigeants choisissent de mettre en réserves.
- Le financement par émission d'actions nouvelles : mesuré par la variation du capital social et du poste primes d'émission, de fusion et d'apport d'une année à l'autre sur le total passif (EAN/TP). En effet, s'il y a augmentation de capital par émission d'actions nouvelles, les postes capital social et primes d'émission, de fusion et d'apport vont être impactés à la hausse.
- Le financement par dette moyen long terme : mesuré par la somme de la dette bancaire long terme et les emprunts obligataires rapportés au total passif (DMLT/TP).

¹²www.casablanca-bourse.com

¹³www.cdvm.gov.ma

¹⁴ Voir note 1 page 5.

¹⁵La valeur de marché de l'entreprise est égale à la somme de la valeur de marché des capitaux propres et de la valeur de marché des dettes. La dernière étant difficile à estimer, est approchée par sa valeur comptable (Perfect et Wiles 1994). L'approximation retenue pour la valeur de remplacement d'actif est l'actif économique comptable. Le ratio obtenu n'est qu'un proxy du Q de Tobin.

- Le financement par dette court terme : est opérationnalisé par la somme de la trésorerie passif et la dette fournisseurs rapporté sur le total passif (DCT/TP). La dette fournisseur est assimilée à un financement court terme dans la mesure où il permet un délai pour les paiements, d'autant plus que ce poste est conséquent pour les 8 entreprises étudiées.

Des variables de contrôle au sens statistique ont été ajoutées au modèle afin qu'aucune variable pouvant intervenir dans l'explication de la performance de l'entreprise ne soit écartée. En effet, les variables *taille de l'entreprise*, *politique d'investissement*, *secteur d'activité* et *conjoncture* ont toutes été introduites. La première a été opérationnalisée par le logarithme du total actif, la seconde par l'actif immobilisé sur total actif, la troisième par une variable binaire : 0 pour le secteur immobilier et 1 pour le secteur matériaux de construction et la dernière par le logarithme des mises en chantiers. Les deux premières variables ont été calculées à partir des données collectées des états financiers des entreprises objet de l'étude. Le nombre de mises en chantiers a été extrait des statistiques du ministère de l'habitat et de la politique de la ville. Il est toutefois judicieux de signaler que les variables politique d'investissement et conjoncture sont non seulement non significatives mais n'améliorent en rien la qualité du modèle.

La méthodologie empirique utilisée est l'économétrie des données de panel sur un horizon temporel de 7 années (2007-2013), étant donné que les trois sociétés immobilières objet de notre étude n'ont été introduites en bourse qu'à partir de 2007. En d'autres termes, il s'agit de faire des régressions linéaires multiples par la méthode des moindres carrés ordinaires (MCO) dans un premier temps si aucun problème d'hétéroscédasticité ou d'autocorrélation ne survient, sinon les régressions se feront par la méthode des moindres carrés généralisés (MCG) pour remédier à ces problèmes.

Tableau 5 - Récapitulatif des variables du modèle

Variables à Expliquer : Indicateurs de performance	Comptables	RENTABILITE ECONOMIQUE	Où : • DMLT : Dette moyen long terme • DCT : Dette court terme • AF : Autofinancement • EAN : Emission d'action nouvelle • TA : Total Actif • TP : Total Passif
		RENTABILITE FINANCIERE	
Boursiers		Q DE TOBIN	
		RATIO DE MARRIS	
Variables explicatives	Structure financière	DMLT/TP	
		DCT/TP	
		EAN/TP	
		AF/TP	
	Politique d'investissement	IMMO CORPORELLES/TA	
Variables de contrôle	Taille	LOG (TOTAL ACTIF)	
	Secteur d'activité	0 immobilier/ 1 Matériaux de construction et BTP	
	Variable de conjoncture	Mises en chantier	

Par principe de parcimonie et afin que notre modèle ait une portée explicative, étant donné le faible nombre des données, il sera procédé à des éliminations progressives de variables explicatives de manière descendante. Le mécanisme part

de la régression à p régresseurs, et est éliminée à chaque pas la variable la moins significative, c'est-à-dire la variable ayant le plus petit t de Student (probabilité par défaut associée au t de Student de 0.10). Dans le modèle final retenu, les variables émission d'actions nouvelles, politique d'investissement, secteur d'activité et conjoncture vont être éliminées.

2.3. STATISTIQUES DESCRIPTIVES DES VARIABLES ETUDIEES

Tableau 6 - Statistiques descriptives de l'ensemble des entreprises étudiées

	DMLT/TP	DCT/TP	VARC/TP	AF/TP
MOYENNE	12,3%	28,0%	3,8%	16,5%
MEDIANE	7,2%	24,0%	0,0%	12,4%
ECART TYPE	13,6%	15,3%	11,8%	14,2%
MIN	0,0%	7,2%	-18,8%	0,3%
MAX	46,5%	75,8%	67,9%	46,6%

TP: Total passif /VARC: Variation de capital /AF: Autofinancement

En moyenne, la dette moyen long terme représente 12.3% du total passif avec un maximum de 46.5%. La dette court terme par contre représente en moyenne 28% et le maximum est de l'ordre de 75.8%. Le financement par émission d'actions nouvelles ne semble pas être le moyen privilégié des dites entreprises qui sont tout de même des sociétés cotées et qui au moins une fois au cours de leur existence ont fait appel à l'épargne public en s'introduisant en bourse.

L'autofinancement représente en moyenne 16.5% par rapport au total passif avec un maximum de 46.6%.

Tableau 7 - Statistiques descriptives des entreprises du secteur immobilier

Immobilier	DMLT/TP	DCT/TP	VARC/TP	AF/TP
MOYENNE	13,4%	33,0%	6,0%	10,6%
MEDIANE	13,4%	36,7%	0,0%	3,0%
ECART TYPE	12,1%	18,0%	14,7%	14,0%
MIN	0,0%	7,2%	0,0%	0,3%
MAX	46,5%	75,8%	67,9%	39,1%

Tableau 8 - Statistiques descriptives des entreprises du secteur matériaux de construction

Matériaux de construction & BTP	DMLT/TP	DCT/TP	VARC/TP	AF/TP
MOYENNE	11,3%	23,2%	1,7%	22,1%
MEDIANE	1,3%	18,2%	0,0%	19,6%
ECART TYPE	15,1%	10,2%	7,7%	12,1%
MIN	0,0%	12,1%	-18,8%	0,4%
MAX	40,9%	41,3%	29,6%	46,6%

Les entreprises du secteur immobilier se financent en moyenne à hauteur de 33% en dette court terme contre 23% pour le secteur des matériaux de construction. En ce qui concerne l'autofinancement, les entreprises immobilières s'autofinancent en moyenne à hauteur de 10% contre 22% pour le deuxième secteur. Le financement par dette long terme est en moyenne équivalent entre les deux secteurs.

2.4. RESULTATS

Dans cette section, nous présentons les résultats de notre étude empirique. Les modèles 1 à 4 présentent les résultats des régressions multiples conduites pour tester les quatre hypothèses¹⁶ élaborées en fonction de l'indicateur de performance utilisé à chaque fois.

Tableau 9 - Résultats des régressions testant l'impact du choix du mode de financement sur la performance financière de l'entreprise compte tenu des différentes mesures de performance.

	Modèle 1	Modèle 2	Modèle 3	Modèle 4
Variables dépendantes	Rentabilité économique	Rentabilité financière	Log(Q de Tobin)	Log(Ratio de Marris)
Variables indépendantes				
Constante	2,01 *** (0,68)	2,23 ** (0,85)	17,80 *** (3,77)	-21,2 ** (8,47)
Financement par dette MLT	-0,14 (0,17)	-0,08 (0,20)	1,31 * (0,74)	-2,78 *** (0,62)
Financement par dette CT	0,30 *** (0,08)	0,35 *** (0,09)	0,9 ** (0,37)	-2,40 *** (0,30)
Autofinancement	-0,35** (0,14)	-0,31 * (0,17)	-1,03 * (0,61)	1,10 ** (0,51)
Taille	-0,19 *** (0,07)	-0,22 ** (0,08)	-1,97 *** (0,39)	2,67 *** (0,31)
R ²	0,66	0,65	0,77	0,8
R ² ajusté	0,62	0,61	0,75	0,78
Test F	18,93***	18,54***	33,47***	39,73***
Prob (F-statistic)	0,00000	0,00000	0,00000	0,00000
Durbin Watson stat	2,14	1,95	2,19	2,21
Jarque Bera	3,35	5,01	2,34	2,71
N	55	55	55	55

Le ratio Q de Tobin et le ratio de Marris ont subi des transformations logarithmiques pour la significativité des résultats obtenus.

Ce tableau fait apparaître les coefficients β non standardisés et entre parenthèses les erreurs standards.

Seuil de significativité : *** p<0.01 ; ** p<0.05 ; * p<0.10.

Les modèles 1 à 4 testent les quatre hypothèses d'incidence de la structure financière développées dans notre étude en changeant à chaque fois la variable dépendante.

¹⁶ Voir figure 1, page 9.

Dans trois modèles sur quatre, l'effet du financement par dette long terme sur la performance financière de l'entreprise est négatif ($\beta_{1,1}=-0.14$; $\beta_{1,2}=-0.08$; $\beta_{1,4}=-2.78$) dans les modèles 1, 2 et 4 respectivement, avec une significativité statistique à un niveau $\alpha < 0.01$ pour le modèle 4 et $\alpha < 0.1$ pour le modèle 3. Par conséquent, **L'hypothèse 1** est validée pour le modèle 4 uniquement.

Dans trois modèles sur quatre, l'effet de la dette court terme sur la performance financière est positif ($\beta_{2,1}=0.30$; $\beta_{2,2}=0.35$; $\beta_{2,3}= 0.9$) dans les modèles 1, 2 et 3 respectivement, avec une significativité statistique à un niveau $\alpha < 0.01$ pour les modèles 1 et 2 et $\alpha < 0.05$ pour le modèle 3. Pour le modèle 4 par contre, l'effet de la dette court terme est négatif ($\beta_{2,4}= -2.40$; statistiquement significatif à un niveau $\alpha < 0.01$). **L'hypothèse 2** est donc validée pour les 4 modèles.

L'effet du financement par émission d'actions nouvelles étant non significatif statistiquement pour les quatre modèles et par principe de parcimonie, la variable y afférente a été supprimée. **L'hypothèse 3** est donc rejetée.

L'autofinancement impacte négativement la performance financière de l'entreprise dans les trois premiers modèles ($\beta_{3,1}=-0.35$; $\beta_{3,2}=-0.31$; $\beta_{3,3}= -1.03$ dans les modèles 1, 2 et 3 respectivement, avec une significativité statistique à un niveau $\alpha < 0.05$ pour le modèle 1 et $\alpha < 0.10$ pour les modèles 2 et 3). L'effet de l'autofinancement dans le modèle 4 est cependant positif ($\beta_{3,4}= 1.10$; statistiquement significatif à un niveau $\alpha < 0.05$). **L'hypothèse 4** est donc validée pour le modèle 4 uniquement.

La variable taille impacte négativement la performance financière de l'entreprise dans les trois premiers modèles et positivement dans le modèle 4. Ces coefficients sont significatifs à un niveau $\alpha < 0.01$ pour les modèles 1, 3 et 4 et à un niveau $\alpha < 0.05$ pour le modèle 2.

Validité des tests statistiques :

Il est à signaler que des anomalies d'hétéroscédasticité et d'auto-corrélation ont été détectées au niveau des quatre modèles à travers l'analyse graphique des résidus et la statistique de Durbin Watson (DW). Afin de remédier à ce problème, la régression s'est faite selon la méthode MCG (GLS)¹⁷, ce qui a rendu les résultats des modèles plus significatifs et non biaisés avec hétéroscédasticité et auto-corrélation corrigées. En effet, les seuils critiques de la statistique DW (5 ; 55)¹⁸ lus dans la table de Durbin Watson sont de l'ordre de 1,38 et 1,77. Par conséquent, les seuils où l'hypothèse H_0 est acceptée sont 1,77 et 2,23 pour d_u et $4-d_u$ respectivement. Compte tenu des résultats obtenus dans le tableau 8, il y a absence d'auto-corrélation dans les quatre modèles étudiés.

L'évaluation globale de la pertinence du modèle de prédiction s'appuie sur le test de Fisher. Compte tenu de la p-value de l'ordre de 0.0000 pour les quatre modèles, nous pouvons conclure que les modèles sont tous significatifs. Individuellement, à part la variable DMLT pour qui les coefficients sont non significatifs dans les modèles 1 et 2, tous les autres coefficients sont significativement différents de 0 étant donné la valeur-p du test de Student.

¹⁷ Méthode des Moindres Carrés Généralisés (Generalized Least Squares).

¹⁸ Le test d'hypothèse est le suivant: $H_0: \rho=0$ vs $H_1: \rho \neq 0$; avec :

• $d_u < DW < 4 - d_u$: on accepte H_0 • $0 < DW < d_L$: on rejette H_0 ; $\rho > 0$
 • $4 - d_L < DW < 4$: on rejette H_0 ; $\rho < 0$ • $d_L < DW < d_u$; $4 - d_u < DW < 4 - d_L$: indéterminé.

S'agissant de la normalité des résidus, compte tenu de la taille de l'échantillon ($n > 30$) et de la statistique de Jarque-Bera (JB)¹⁹, nous pouvons déduire que ceux-ci suivent une loi normale.

2.5. DISCUSSION

L'objectif poursuivi dans cette communication consistait à mettre en avant les effets du choix de la structure financière sur la performance de l'entreprise. Nous avons proposé une opérationnalisation dont l'objectif est de mesurer l'incidence de chaque mode de financement à part. Le premier constat à faire est la similitude des résultats pour les trois premiers modèles où la variable dépendante est soit la rentabilité financière, soit la rentabilité économique, soit le logarithme du Q de Tobin. Conformément à ce qu'indique la littérature, le financement par dette long terme impacte négativement la performance financière de l'entreprise lorsqu'il s'agit du ratio de rentabilité économique, de rentabilité financière ou du logarithme du ratio de Marris comme variable dépendante. Quant au modèle où la variable dépendante est le logarithme du Q de Tobin, l'effet de la dette long terme est plutôt positif et significatif. Nous attirons l'attention sur le fait que le Q de Tobin est le seul indicateur où la dette long terme intervient dans le calcul.

Concernant la dette court terme, l'influence sur la performance de l'entreprise est très significative. Il est cependant judicieux de signaler que cet effet varie en fonction de la mesure de performance retenue. En effet, il est positif lorsque l'indicateur de performance est la rentabilité financière, la rentabilité économique ou le logarithme du Q de Tobin, il est par contre négatif pour le logarithme du ratio de Marris. Comme prévu donc par la littérature, il y a une influence significative de la dette court terme sur la performance financière de l'entreprise et ce quel que soit l'indicateur de performance choisi.

Contrairement aux prévisions théoriques, le financement par émission d'actions nouvelles semble ne pas impacter la performance financière de l'entreprise et ce quel que soit l'indicateur de performance retenu. Il n'y a donc aucune relation entre financement par émission d'actions nouvelles et performance. Cette conclusion peut être due soit à une mauvaise opérationnalisation de la mesure du financement par émission d'actions, soit au nombre d'observations qui est tout de même limité. En effet, sur 55 observations, il n'y a eu que 10 augmentations de capital par émissions d'actions nouvelles.

En ce qui concerne l'autofinancement, contrairement aux prévisions théoriques, celui-ci a un effet négatif sur la performance lorsqu'il s'agit de la rentabilité économique, rentabilité financière ou du logarithme du ratio Q de Tobin comme variable dépendante. Il a néanmoins un effet positif sur la performance de

¹⁹La statistique JB suit, sous l'hypothèse de normalité, une loi du Khi-deux à deux degrés de liberté. Au seuil de 5 %, la table du Khi-Deux fournit la valeur critique de 5,99. L'hypothèse nulle de normalité n'est pas rejetée si la statistique de Jarque-Bera est inférieure à la valeur critique.

l'entreprise lorsque celle-ci est opérationnalisée par le logarithme du ratio de Marris.

Les effets de la structure financière sur la performance de l'entreprise ne sont donc pas uniformes dépendamment de la mesure de performance utilisée. En effet, l'impact de chaque mode de financement n'est pas le même lorsque la mesure de performance est changée. L'on constate tout de même une similitude des effets entre les modèles 1, 2 et 3, c'est-à-dire lorsque les indicateurs de performance sont opérationnalisés par la rentabilité financière, la rentabilité économique et le logarithme du ratio Q de Tobin. Cependant, dans le modèle où la variable à expliquer est le logarithme du ratio de Marris, toutes les hypothèses de recherche sont validées avec un niveau de significativité élevée.

La nature exploratoire de ce travail a fait que l'échantillon utilisé soit restreint. Les résultats présentent donc certaines limites, quoique les modèles proposés expliquent la performance de l'entreprise à hauteur de 65% au minimum ($R^2=0.66$ modèle 1 ; $R^2=0.65$ modèle 2 ; $R^2=0.77$ modèle 3 ; $R^2=0.80$ modèle 4).

2.6. CONCLUSION

Dans cette communication, nous nous sommes intéressés aux effets que peuvent produire les choix des modes de financement sur la performance des entreprises cotées opérant dans les secteurs de l'immobilier et des matériaux de construction au Maroc. Autrement dit, ce travail avait pour objectif d'élargir le champ de la connaissance sur l'impact des modes de financement (interne, externe, fonds propres, dettes) sur la performance financière des entreprises.

En effet, il existe au moins trois théories qui peuvent expliquer l'influence des modes de financement -en particulier l'endettement- sur la profitabilité des entreprises à savoir : la théorie d'agence, la théorie du signal et la théorie du financement hiérarchique. Il est cependant difficile d'avoir une convergence d'opinions de tous les chercheurs que ce soit sur le plan théorique ou empirique.

La rareté des études sur les entreprises marocaines et surtout celles opérant dans l'immobilier et matériaux de construction ont motivé notre choix du thème à étudier. Pour ce faire, nous avons testé empiriquement cet impact en utilisant les méthodes des MCO et MCG sur un panel cylindré de 8 entreprises cotées immobilières et opérant dans le secteur des matériaux de construction sur une période de sept ans (2007- 2013). Nous avons donc analysé l'effet linéaire des choix des modes de financement sur la performance de l'entreprise.

À l'issue de cette étude, nous pouvons déduire que les choix des modes de financement ont une influence significative sur la performance de l'entreprise mais diffère en fonction de l'indicateur de performance retenu. En effet, la dette long terme impacte négativement la performance, la dette court terme et l'autofinancement ont à contrario une influence positive sur la performance de l'entreprise.

Cependant, ce travail présente certaines limites notamment le nombre réduit des données mais aussi la négligence de certaines variables particulièrement la variable d'économie d'impôts. Dans les recherches futures, il serait intéressant d'étendre cette analyse aux différents secteurs cotés à la bourse de Casablanca et surtout introduire d'autres variables spécifiques à l'entreprise, son secteur d'activité, son environnement d'évolution ainsi que des variables ayant trait à la finance comportementale notamment l'attitude des dirigeants face à chaque décision de financement.

REFERENCES BIBLIOGRAPHIQUES

- Akerlof, G. a. (1970). The Market for "Lemons": Quality Uncertainty and the Market Mechanism. *The Quarterly Journal of Economics*, 84(3), 488–500. doi:10.2307/1879431
- Asquith, P., & Mullin, D. W. (1986). Equity issues and offering dilution. *Journal of Financial Economics*, 15, 61–89.
- Bengrich, M. (2006). *Contribution à l'étude du comportement financier des petites et moyennes entreprises marocaines*. Université Cadi Ayyad, Faculté des Sciences Juridiques, Economiques et Sociales - Semlalia, Marrakech.
- Charreaux, G. (1991). Structures de propriété, relation d'agence et performance financière Ownership structures, agency relationship and financial performance. *Revue Économique*, 42(3), 521–552.
- Dann, L. Y., & Mikkelson, W. H. (1984). Convertible debt issuance, capital structure change and financing-related information. *Journal of Financial Economics*, 13, 157–186. doi:10.1016/0304-405X(84)90022-9
- Diamond, D. W. (1991). Debt Maturity Structure and Liquidity Risk. *The Quarterly Journal of Economics*, 106(August), 709–737. doi:10.2307/2937924
- Emery, G. W., & Emery, G. W. (2001). Cyclical Demand and the Choice of Debt Maturity Cyclical Demand and the Choice of Debt Maturity *. *Chicago Journals*, 74(4), 557–590.
- Fama, E. (1978). The effects of a firm's investment and financing decisions on the welfare of its security holders. *The American Economic Review*, 68(3), 272–284.
- Fama, E., & Miller, M. H. (1974). The Theory of finance. *The Journal of Finance*, 29(3), 1031–1033.
- Giammarino, R. M., & Neave, E. H. (1982). *The failure of financial contracts and the relevance of financial policy*. Kingston, Ont.
- Gupta, M., Khurana, I., & Pereira, R. (2008). Legal Inforcement , Short Maturity Debt , and the Incentive to Manage Earnings. *Journal of Law and Economics*, 51(4), 619 – 639.

- Jensen, M. C., & Meckling, W. H. (1976). Theory of the Firm : Managerial Behavior , Agency Costs and Ownership Structure Theory of the Firm : Managerial Behavior , Agency Costs and Ownership Structure.
- Korwar, A. . (1981). *The effect of new issues of equity: An empirical examination*. Los Angeles, CA.
- Maloney, M. T., McCormick, R. E., & Mitchell, M. L. (1993). Managerial Decision Making and Capital Structure. *The Journal of Business*, 66(2), 189. doi:10.1086/296601
- Miller, M. H. (1977). Debt and Taxes. *The Journal of Business*, 33(2), 261–275.
- Modigliani, F., & Miller, M. H. (1958). The cost of capital, corporation finance and the theory of investment. *The American Economic Review*, 5(3), 261–297. doi:10.4013/base.20082.07
- Myers, S. (1984, July). The Capital Structure Puzzle. *Journal of Finance*.
- Myers, S. C. (1977). DETERMINANTS OF CORPORATE BORROWING. *Journal of Financial Economics*, 5, 147–175.
- Myers, S. C., & Majluf, N. S. (1984). Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have. *Journal of Financial Economics*, 13, 187–221. doi:10.1016/0304-405X(84)90023-0
- Plesko, G. A. (2000). The role of short term debt in capital structure. In *Annual Conference on Taxation and Minutes of the Annual Meeting of the National Tax Association* (pp. 135–140). National Tax Association. Retrieved from <http://www.jstor.org/stable/41950598>
- Rahman, M. (1998). The role of accounting in the East Asian financial crisis: lessons learned? *Transactional Corporations*, 7, 1–51.
- Robichek, A., & Myers, C. (1966). Problems in the Theory of Optimal Capital Structure. *The Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 1(2), 1–35.
- Ross, S. A. (1977). The determination of financial structure : the incentive-signalling approach. *THE BELL JOURNAL OF ECONOMICS*, 8(1), 23–40.
- Scholes, M., & Wolfson, M. (1988). *The cost of capital and changes in tax regimes*. (pp. 157–194). Washington DC.
- Stiriba, L. (2013). *Décision de financement, politique de dividendes et création de la valeur : Essai de modélisation*. Ecole Nationale de Commerce et de Gestion, Agadir.
- Titman, S., & Maksimovic, V. (1991). Financial Policy and Reputation for Product Quality Financial Policy and Reputation for Product Quality University of British Columbia. *OXFORD JOURNALS*, 4(1), 175–200.

Titman, S., & Wessels, R. (1988). The Determinants of Capital Structure Choice. *The Journal of Finance*, *XLIII*(1).

Williamson, O. E. (1988). Corporate Finance and Corporate Governance. *J. Finance*, *43*(3), 567–591. doi:10.2307/2328184