

Le choix de la structure financière en présence des instruments financiers islamiques : Réflexions théoriques sur les décisions des PME

The choice of financial structure in the presence of Islamic financial instruments: Theoretical reflections on the decisions of SMEs

Auteur 1 : Lotfi BOULHRIR

Auteur 2 : Lahoucine BENTALEB,

Lotfi BOULHRIR, (Professeur d'enseignement supérieur)

Université Cadi ayyad, ENCG, Laboratoire de recherche en Innovation, Responsabilités et Développement Durable (INREDD).

Lahoucine BENTALEB, (Doctorant)

Université Cadi ayyad, FSJES, Laboratoire de recherche en Innovation, Responsabilités et Développement Durable (INREDD).

Déclaration de divulgation : L'auteur n'a pas connaissance de quelconque financement qui pourrait affecter l'objectivité de cette étude.

Conflit d'intérêts : L'auteur ne signale aucun conflit d'intérêts.

Pour citer cet article : BOULHRIR. L, BENTALEB. L (2023) «Le choix de la structure financière en présence des instruments financiers islamiques : Réflexions théoriques sur les décisions des PME », African Scientific Journal « Volume 03, Numéro 17 » pp: 718 – 736.

Date de soumission : Février 2023

Date de publication : Avril 2023



DOI : 10.5281/zenodo.8006200
Copyright © 2023 – ASJ



Résumé

Vu l'intérêt que revêtent les PME dans les économies développées et en voie de développement, une attention particulière devrait être accordée à ces entités productives. Le développement des écrits académiques et professionnels a toujours mis l'accent sur la problématique de financement comme obstacle majeur de l'évolution des PME. Face à la présence d'une palette d'instruments financiers sur le paysage financier actuel, les PME ont la difficulté à choisir l'instrument qui optimise au mieux leur structure financière. L'objectif de ce papier est de comprendre le comportement financier des PME lorsqu'elles font appel aux instruments de la finance islamique en particulier en l'absence d'avantage fiscal spécifique aux contrats de dette islamique. Pour ce faire, nous étudions l'impact de la fiscalité sur le choix de la structure financière de la PME en présence de deux instruments de la finance islamique à savoir ; le contrat Mourabaha et les contrats de Partage de Profits et Pertes. Deux conclusions sont tirées de ce papier. L'inexistence d'aucun avantage fiscal accordé au contrat Mourabaha et l'imposition d'un ratio d'endettement adossé à la valeur des actifs tangibles rend cet instrument financier moins attractif. D'où, forte adéquation des contrats de 3P aux besoins des PME.

Mots clés : PME, structure financière, Mourabaha, Partage de Profits et Pertes.

Abstract

Given the interest in SMEs in developed and developing economies, special attention should be given to these productive entities. The development of academic and professional literature has always emphasized the issue of financing as a major obstacle to the evolution of SMEs. Faced with the presence of a range of financial instruments on the current financial landscape, SMEs have difficulty choosing the instrument that best optimizes their financial structure. The objective of this paper is to understand the financial behavior of SMEs when they use Islamic finance instruments, especially in the absence of specific tax benefits for Islamic debt contracts. To do this, we study the impact of taxation on the choice of the financial structure of the SME in the presence of two instruments of Islamic finance namely; the Murabaha contract and the Profit and Loss Sharing contracts. Two conclusions are drawn from this paper. The non-existence of any tax advantage granted to the Murabaha contract and the imposition of a debt ratio based on the value of tangible assets makes this financial instrument less attractive. Hence, strong adequacy of the 3P contracts to the needs of SMEs.

Keywords: SME, financial structure, Murabaha, Profit and Loss Sharing.

Introduction

Le choix de la structure financière était depuis longtemps un défi majeur pour les entreprises. Cette problématique a donné naissance à un développement théorique important. La théorie classique stipule qu'une structure financière optimale résulte d'un niveau d'endettement massif ou d'une combinaison judicieuse entre l'endettement et les fonds propres lors du financement. En revanche, la théorie néoclassique ne reconnaît pas l'existence d'une structure financière optimale. Elle prétend qu'en absence de coûts d'agence, coûts de faillite, asymétrie d'informations et d'avantages fiscaux, l'entreprise sera indifférente en matière du choix de sources de financement (Modigliani et Miller, 1958). Cependant, les entreprises s'écartent de cette règle de décision en raison notamment de l'existence de coûts d'agence, coûts de faillite, d'asymétrie informationnelle et de la déductibilité fiscale du coût de financement.

En 1963, Modigliani et Miller ont modifié leur raisonnement théorique et reconnaissent l'impact de la fiscalité sur les décisions de financement des entreprises. Ainsi, en prenant en compte la déductibilité fiscale accordée aux entreprises endettées, la valeur de l'entreprise endettée est égale à la valeur de l'entreprise non endettée, augmentée de la valeur de l'avantage fiscal de l'endettement.

Il existe cependant d'autres raisons non fiscales pour lesquelles l'entreprise fasse un arbitrage entre le financement par emprunt et par fonds propres. D'une part, les entreprises fortement endettées sont plus vulnérables et doivent faire face à des coûts de faillite qui s'accroissent avec le niveau d'endettement. D'autre part, les coûts d'agence peuvent conduire à un recours accru à l'endettement.

Par ailleurs, l'accès à l'endettement n'a jamais été facile pour les entreprises. Pour des raisons liées essentiellement à l'asymétrie d'information, les banques se trouvent incapables d'apprécier la qualité des entreprises en particulier de petite et moyenne taille. Face à cette situation, les banques procèdent un rationnement de crédit pour minimiser le risque éventuel de crédit. Ce phénomène financier continu à creuser la fragilité financière des PME. A la recherche de d'autres sources de financement plus accessibles, les entreprises peuvent choisir leur structure financière en se référant à d'autres instruments financiers différents basés sur la loi islamique. Ainsi, l'entreprise peut choisir sa structure financière soit via le recours aux instruments islamiques de marge bénéficiaire soit le recours aux instruments basés sur le principe de partage de profits et pertes (3P).

A l'opposé du crédit classique, qui permet à l'entreprise de posséder des moyens financiers contre des taux d'intérêts, les instruments de marge bénéficiaire islamiques donnent lieu à la

possession d'actifs tangibles que l'entreprise peut utiliser dans ses activités économiques. En outre, l'entreprise peut obtenir un financement externe à travers les instruments de partage de profits et pertes. En optant pour le financement 3P, l'entreprise peut s'associer avec la banque en mettant en commun des fonds pour démarrer ou développer un projet.

Ainsi, en présence de nouveaux instruments financiers basés sur la loi islamique, l'entreprise se trouve incapable de choisir une structure financière optimale au sens classique. Normalement, en finance classique, la théorie financière lui facilite cette tâche. Comme précité, la théorie néoclassique de Durand (1952) préconise un niveau de dette élevé ou la combinaison de dette et fonds propres pour appréhender la structure financière. Cependant, en finance islamique, il y a peu de théories qui expliquent le choix de la structure financière des entreprises lors de son accès au financement islamique.

L'objectif de ce papier est de comprendre le comportement financier des PME lorsqu'elles font appel aux instruments de la finance islamique en particulier en l'absence d'avantage fiscal spécifique aux contrats de dette islamique. Pour ce faire, nous proposons d'édifier un raisonnement théorique qui s'articule autour de trois questions :

- Quel est l'impact exercé par les économies d'impôts sur le choix de la structure financière de l'entreprise au point de vue classique ?
- En se référant à la théorie de financement islamique, comment les entreprises choisissent leur structure financière ?
- En accédant au financement islamique, comment les PME choisissent leurs structures financières en absence d'avantage fiscal qui favorisent la dette islamique au détriment des contrats de 3P ?

Pour répondre à ces interrogations, nous consacrons la première section à l'étude de l'impact d'économies d'impôts sur le choix de la structure financière (1). Ensuite, nous abordons la structure financière de l'entreprise du point de vue de la finance islamique (2). Puis, nous mettons en lumière les décisions financières des PME face au financement islamique (3). Enfin, nous évoquons l'impact du ratio d'endettement islamique et de l'absence d'avantage fiscal sur le choix des contrats de 3P (4).

1. L'impact d'économies d'impôts sur le choix de la structure financière

Le choix du mode de financement qui donne lieu à une structure financière optimale était depuis longtemps un souci pour les entreprises. Le développement de la théorie financière a assoupli cette problématique pour les entreprises. Ainsi, les adeptes de la théorie financière classique préconisent un niveau d'endettement élevé ou une combinaison entre la dette et les fonds propres. Ces constats théoriques sont ensuite enrichis par les travaux de Modigliani et Miller qui reconnaissent l'impact de la fiscalité sur les décisions financières des entreprises.

1.1 La structure financière entre l'existence d'un ratio d'endettement optimal et la neutralité

Selon l'approche classique, la minimisation du coût moyen pondéré du capital est un bon indicateur d'apprécier la valeur de l'entreprise. En outre, il existe une structure financière optimale lorsque l'entreprise a un niveau de dette élevé. Cependant, le risque financier éventuel a poussé les tenants de cette approche de définir la structure financière optimale comme résultat d'une combinaison judicieuse entre l'endettement et les fonds propres.

Sous les hypothèses de l'inexistence de réinvestissement, des charges fiscales et des coûts de transaction, Durand (1952) stipule que la minimisation du coût de capital est obtenue par un niveau d'endettement maximal de l'entreprise, et par conséquent, l'entreprise aura une structure financière optimale. Cependant, ce constat est remis en question en raison du risque financier de l'endettement massif. Autrement dit, les charges financières de l'endettement maximal peuvent dépasser la rentabilité économique de l'entreprise. Par conséquent, l'incapacité de l'entreprise à honorer ses engagements financiers.

A la lumière de ce qui précède, les tenants de l'approche classique, redéfinissent la structure financière optimale de l'entreprise comme étant une combinaison raisonnable de l'endettement et des fonds propres lors de l'opération de financement.

Le relâchement des hypothèses de l'approche classique, fait apparaître de nouveaux constats théoriques sur la structure financière. Modigliani et Miller (1958) affirment que la structure financière est indépendante et que sa valeur n'est pas affectée par les décisions financières. Ce constat théorique traduit la théorie de neutralité fondée sur un certain nombre d'hypothèses comme la perfection des marchés, l'absence de coûts de transaction, la rationalité des agents économiques et l'absence d'économies d'impôt et les coûts d'agence et de faillite.

En appliquant la théorie de neutralité dans le contexte des PME, il s'avère que les hypothèses de cette théorie sont très restrictives au titre de l'indépendance de la structure financière. En

fait, les décisions de financement peuvent être prises indépendamment des actionnaires. Dans ce sens, Trabelsi (2006) confirme qu'en cas d'insatisfaction d'un actionnaire vis-à-vis de la politique de financement d'une grande entreprise, l'actionnaire peut vendre facilement ses actions sur le marché. Par contre, un actionnaire de la PME n'a pas cette possibilité puisque le marché des PME n'est pas assez développé. Donc, les décisions de financement et d'investissement semblent corrélées dans le contexte des PME. Par conséquent, l'incapacité de la théorie de neutralité d'expliquer le choix de la structure financière des PME.

Ainsi, il est à noter que pour chaque projet d'investissement, les PME cherchent un financement spécifique et adéquat. En outre, en choisissant le mode de financement approprié, les PME insistent toujours sur la question d'indépendance de sorte qu'elles peuvent renoncer à tout choix financier réduisant leur autonomie (St-Pierre, 2004).

En gros, le test de la capacité de la théorie de neutralité à expliquer la structure financière des PME, fournit l'idée selon laquelle les décisions financières des PME sont étroitement corrélées avec leur valeur. Donc, échec du principe de neutralité de Modigliani et Miller (1958) dans le contexte des PME. Ce constat a donné naissance au nouveau modèle de Modigliani et Miller (1963) introduisant les effets de la fiscalité et les coûts de faillite.

1.2 Vers une structure financière influencée par les économies d'impôts et les coûts de faillite

La théorie du compromis consiste à expliquer la structure financière de la firme en présence des effets de la fiscalité et des coûts de faillite. Nombreux sont les travaux qui ont testé les hypothèses de cette théorie dans les entreprises de différentes tailles. Ainsi, Titman et Wessels (1988), Frank et Goyal (2004) confirment que les grandes entreprises prennent leurs décisions de financement sur la base de l'avantage fiscal de l'endettement tout en prenant en considération le risque de faillite prévu par un endettement excessif. Par conséquent, la théorie de compromis est valable dans le contexte des grandes entreprises.

A l'opposé, la littérature sur l'applicabilité de la théorie de compromis dans le cas des PME semblent divergente. D'abord, Pettit et Singer (1985) annoncent que les PME ne produisent pas de cash-flows importants. Ceci les rend moins intéressées par l'incitation fiscale de l'endettement. Cette conclusion est enrichie par celle d'Ang (1991) qui montre que les PME sont assujetties à des taux réduits, ce qui rend le gain fiscal qui favorise l'endettement moins important.

Quant aux effets de la faillite sur la structure financière, Warner (1977), Ang et Al., (1982) confirment que les grandes entreprises sont moins exposées au risque de faillite grâce à leurs patrimoines solides. Par contre, le risque de faillite est plus présent dans les PME. En résumé, Ray et Hutchinson (1983) déclarent que le recours à l'endettement pour faire le choix entre les économies d'impôts et les risques de faillite fournis par la théorie de compromis est moins applicable dans le cadre des PME.

En revanche, un certain nombre de travaux récents soutiennent la capacité de la théorie de compromis pour l'explication de la structure financière des PME. Nous en citons l'étude de Rossi (2014) menée sur un échantillon de 764 PME italiennes. L'auteur confirme que l'incitation fiscale et les coûts de faillite sont déterminants dans le choix de la structure financière des PME.

De leur part, Serrasqueiro et Nunes (2014), ont testé la théorie de compromis auprès d'un échantillon de 177 PME au Portugal et soutiennent la validité de cette théorie quant à l'explication des choix financiers des PME. En outre, le même objectif a été poursuivi par l'étude de Xiang et Worthington (2014). Les auteurs de cette étude testent les effets d'économies d'impôts et les coûts de faillite sur un échantillon de 2 732 PME australiennes et concluent que la théorie de compromis est significative dans le contexte des PME.

Dans le même ordre d'idées, Banga et Gupta (2017) soutiennent l'applicabilité de la théorie de compromis dans le cas des PME. Les auteurs précisent que le risque opérationnel auquel les PME sont confrontées est grand, ce qui les pousse à réduire leur levier financier. L'idée d'applicabilité de cette théorie aux PME est enrichie par l'étude menée par Sardo et Serrasqueiro (2017). Ces derniers ont testé les principes de la théorie de compromis sur un échantillon hétérogène contenant 1377 petites entreprises et 811 entreprises de taille moyenne. Les auteurs confirment la capacité de la théorie de compromis à l'égard de l'explication des choix financiers des PME.

2. La structure financière de l'entreprise au point de vue de la finance islamique

Le choix de la structure financière au sens classique a donné naissance à une littérature abondante sur les décisions financières des entreprises. A ce titre, et comme précité plus haut, la recherche d'une structure du capital optimale est poussée par l'existence d'un avantage fiscal d'endettement et un risque de faillite prévu. Pareillement, nous allons essayer de découvrir les facteurs qui interviennent dans le choix de la structure financière de l'entreprise à l'égard de la perspective de la finance islamique.

2.1 Fondements de base appliqués au choix de la structure financière d'une entreprise orientée vers la finance islamique

En principe, le financement de l'entreprise se fait soit par le recours à la dette soit via l'exploitation des fonds propres existants ou encore par la combinaison entre les deux formes. Cette structure de financement est offerte à l'entreprise aussi bien dans la finance classique que dans la finance islamique. A ce titre, la dette au sens islamique désigne toute transaction donnant lieu à l'acquisition ou location ou fabrication d'actifs corporels au compte d'un client au moyen des contrats de marge bénéficiaire comme la Mourabaha, Ijara, Istisna, Salam. Dans ce travail, nous nous intéressons plus au contrat Mourabaha en tant que instrument de dette islamique le plus usé par les banques. Quant au financement par fonds propres, la finance islamique offre à ce titre les contrats de Partage de Profits et Pertes (3P, ci-après) sous forme de la Moucharaka et la Moudaraba.

Ainsi, après avoir mis en exergue l'impact d'un certain nombre d'éléments sur le choix de la structure financière des entreprise au point de vue classique, il convient d'apporter d'éclairage sur le même sujet afin de comprendre les décisions de financement des entreprises lorsqu'elles font appel aux instruments financiers islamiques. Autrement dit, nous voulons savoir, en la recherche d'une structure financière optimale, est ce que les entreprises notamment les PME, recourent à un niveau d'endettement maximal au sens islamique ou aux capitaux propres (3P) ou une combinaison entre les deux.

2.1.1 Concepts fondamentaux et ratio d'endettement islamique

Comme précité plus haut, la littérature qui traite la structure financière des entreprises au point de vue de la finance islamique est rare. Ahmed (2007) est le premier qui a tenté d'aborder ce sujet. Compte tenu des caractéristiques des différents instruments de la finance islamique et des types d'entreprises, Ahmed (2007) a évoqué certains concepts de base d'une structure financière et déduit les relations existants entre ces concepts. De même, il a supposé que l'entreprise dispose de capitaux insuffisants et qu'elle opte pour un financement externe sous forme de la dette.

Ainsi, afin de mieux comprendre les limites qu'imposent les principes de la finance islamique quant au choix de la structure du capital d'une entreprise, l'auteur a commencé son raisonnement par la présentation des éléments du bilan d'une entreprise typique. Ainsi, les actifs peuvent être classés en actifs courants (A_c) et actifs fixes (A_f). Les actifs courants sont ceux qui

ont une échéance à court terme (moins d'un an) et comprennent la trésorerie, les comptes débiteurs et les stocks.

Tandis que les actifs fixes ont une longue durée de vie et sont classés en actifs tangibles (A_{ft}) et intangibles (A_{fi}). De même, les passifs des entreprises (L) sont classés en fonction de leur échéance en dettes à court terme (L_c) et dettes à long terme (L_d). Le passif à court terme comprend des comptes créditeurs qui peuvent inclure des paiements pour des dettes à court terme. Le total des capitaux propres (E) contient des actions ordinaires (E_c), des primes d'émission (E_a) et des bénéficiaires non répartis (RE). Normalement, à l'équilibre, le bilan stipule que la valeur de l'actif (A) doit être égale au passif (L) majoré des capitaux propres (E) comme suit :

$$A = L + E \quad (1)$$

Autrement dit :

$$A_c + A_{ft} + A_{fi} = L_c + L_d + E_c + E_a + RE \quad (2)$$

Ahmed (2007) signale que la gestion financière à court terme consiste à gérer la liquidité en équilibrant les actifs courants avec les passifs de l'entreprise. Pour l'auteur, la structure financière de l'entreprise est liée au problème de long terme de la détermination du ratio dette/fonds propres (c'est-à-dire L/E) dans le bilan.

De plus, la philosophie islamique de financement préconise un financement via les fonds propres au détriment de l'endettement. Autrement dit, le financement par les instruments de dette est restreint et devrait respecter un seuil déterminé. A cet égard, Ahmed (2007) souligne que puisque un financement de dette islamique est obtenu sur la base de la garantie intrinsèque aux actifs acquis, la structure financière de l'entreprise faisant appel à la finance islamique ne peut pas avoir une dette supérieure aux actifs corporels. L'auteur a formulé cette contrainte comme suit :

$$L_d \leq A_{ft} \quad (3)$$

Ainsi, la division des deux éléments par le total des actifs, rend la contrainte en termes de ratio s'écrira comme suit :

$$l_d \leq a_{ft} \quad (4)$$

Où a_{ft} représente la part du ratio des actifs corporels dans l'actif total et l_d désigne le ratio dette sur l'actif. Donc, une entreprise fonctionnant selon les principes de l'islam aura un ratio d'endettement inférieur à la limite indiquée dans l'équation 4. Il en résulte qu'une entreprise ayant moins d'actifs corporels aura un ratio d'endettement relativement plus faible.

2.1.2 Processus de choix de la structure financière et contraintes imposées

La recherche en finance islamique est encore faible et moins développée. En fait, les travaux qui portent sur le choix de la structure financière à l'égard de la perspective islamique sont rares voire même inexistantes. Dans une tentative théorique de la détermination de la structure financière d'une entreprise faisant accès aux instruments de financement islamique, Ahmed (2007) a proposé un modèle fondé sur les hypothèses suivantes :

- 1- Dans le cadre de la structure financière de l'entreprise, l'optimisation de la fonction de profit consiste à minimiser le coût de financement. Cela implique pour l'entreprise d'accéder au mode de financement le plus bas au plus haut en tenant compte de l'offre qui lui est offerte. Aussi, il est à noter que la valeur de l'entreprise provient de la minimisation du coût de financement.
- 2- Toute expansion des activités d'une entreprise entraînera en partie l'expansion de ses actifs corporels. La proportion des immobilisations corporelles par rapport à l'actif total variera selon le type d'industrie.
- 3- La difficulté d'accès au financement Mourabaha ou Ijara implique la réticence de la banque d'accorder ce type de financement à toute entreprise ne remplissant les critères d'obtention d'un financement institutionnel.
- 4- Un ratio d'endettement islamique désigne la part des actifs corporels par rapport au total de l'actif de l'entreprise. Pour des raisons de liquidité, la part des actifs corporels ne doit pas dépasser le total de l'actif.

A l'égard des hypothèses susmentionnées, le choix de la structure financière au point de vue de la finance islamique devient peu évident. A ce propos, une entreprise pouvant accéder à un financement islamique dépend dans leurs décisions de financement à deux facteurs.

Dans un premier lieu, et à l'instar d'une entreprise faisant accès à la finance classique, l'optimisation de la fonction objectif d'une entreprise bénéficiant du financement islamique implique le choix de l'option financière la moins coûteuse. Pour répondre à cet objectif, l'entreprise pourrait bénéficier un financement externe selon l'ordre suivant ; Mourabaha, Ijara, Moudaraba, Moucharaka.

Dans un deuxième lieu, la finance islamique ne fait pas exception des contraintes qu'a connues la finance classique. Ainsi, selon leur taille et leur statut, les entreprises peuvent confronter des contraintes liées notamment à l'insuffisance des capitaux propres, au crédit institutionnel et à l'émission d'actions (Moucharaka). A titre d'exemple, lorsque les fonds internes de l'entreprise sont insuffisants, l'entreprise peut obtenir un endettement islamique maximal (Mourabaha ou

autres). Cependant, elle fera face à la contrainte du ratio d'endettement qui doit respecter certains seuils.

2.2 Le coût du capital et le choix de la structure financière

Ahmed (2007) a tenté d'évaluer le coût de différents instruments de la finance islamique offerts à l'entreprise en examinant leur nature. A ce propos, l'auteur a estimé ce coût de financement comme élevé, moyen, faible et négligeable. De même, cette quantification est faite sur la base de coûts directs et indirects. Plus précisément, la structure de coûts suggérée par Ahmed (2007) revoit essentiellement à la facilité d'obtenir le financement, l'effet de dilution, la détresse financière et à l'information recherchée.

Ainsi, si l'entreprise utilise ses fonds internes pour se financer, ceci lui permet d'augmenter ses fonds propres sans émettre de nouvelles actions. Cette décision n'entraîne pas de coûts de détresse ni de dilution ni d'informations. En revanche, elle accroît le potentiel de croissance à long terme.

Par ailleurs, lorsque l'entreprise décide de se financer par un endettement sous forme de Mourabaha ou Ijara, elle aura un coût relativement faible puisqu'il est possible de négocier le prix avec la banque. En outre, ces instruments de dette n'entraîne pas pour l'entreprise ni des coûts de dilution ni d'informations. Cependant, l'auteur confirme que le recours à ce type de financement donnera lieu à des coûts de détresse financière importants. Toutefois, l'ampleur de ces coûts de détresse inhérents aux contrats de dette islamique est plus faible en comparaison avec ceux liés au crédit classique, car, la dette islamique est adossée aux actifs tangibles facilement récupérables en cas de faillite. Aussi, c'est pourquoi, il faut respecter le ratio d'endettement imposé par les principes islamiques de financement pour maîtriser la détresse financière (équation 4).

Avant d'examiner les différents coûts que présente le financement par fonds propres islamiques, nous rappelons que la théorie de financement hiérarchisé classique a qualifié ce mode de financement comme dernier ressort financier de l'entreprise. En d'autres termes, l'entreprise établit un ordre de financement hiérarchique allant de l'autofinancement à l'émission d'actions. Les coûts d'information varient en fonction du mode de financement. L'émission d'actions est la source la plus coûteuse en matière d'information.

Ahmed (2007) souligne que les coûts d'information liés à une émission d'actions classiques sont différents avec ceux engendrés par le financement de 3P. À ce propos, et à l'opposé de la réaction des investisseurs qui surévaluent les actions classiques, l'auteur estime que la réaction

des investisseurs face à l'émission de nouvelles actions peut dépendre du niveau de la dette islamique par rapport aux actifs tangibles de l'entreprise émettrice.

Ainsi, les investisseurs en 3P réagissent à l'opération d'émission d'actions par l'entreprise à l'aide de la part de dette islamique dans le total des actifs tangibles possédés par l'entreprise. Si des actions sont émises lorsque la valeur de la dette de l'entreprise est proche de la valeur des actifs corporels, les coûts d'information de l'émission d'actions seront plus faibles que dans le cas où la dette n'est pas épuisée.

En gros, Ahmed (2007) voit que le coût d'obtention des fonds dans le contrat Moudaraba est plus faible par rapport au contrat Moucharaka qui exige des parts en commun. De plus, l'auteur voit que les coûts de dilution sont relativement faibles en cas de financement Moudaraba et plus importants en cas de financement Moucharaka qui donne à l'investisseur le droit de contrôle et de vote. S'agissant des coûts de détresse financière, le financement 3P ne donne pas lieu à aucun coût typique. Au final, en termes de coûts généraux, le financement 3P est très coûteux en comparaison avec les contrats de dette islamique.

3. Décisions financières des PME face au financement islamique

Parfois, l'obscurité ou l'absence d'un développement théorique solide d'un sujet pousse le chercheur à explorer ses pratiques dans le terrain. Ainsi, après avoir synthétisé les travaux d'Ahmed (2007) en tant que la seule tentative théorique qui a osé de procurer la compréhension du choix de la structure financière de l'entreprise au point de vue de la finance islamique, la vision empirique du sujet reste à découvrir. Au niveau de cet axe, nous envisageons d'aborder la littérature existante sur les choix financiers de l'entreprise qui s'oriente vers les modes de financement islamique et nous allons identifier les instruments de financement islamique les plus préférés par les PME.

3.1 Le contrat Mourabaha, contingence fiscal, manque à gagner pour les PME

En fait, la théorie néoclassique de la structure financière citée plus haut reconnaît l'existence d'une structure financière optimale issue d'un niveau d'endettement élevé et poussé par un avantage fiscal. Le modèle de Modigliani et Miller en 1963 confirme l'impact de la fiscalité sur le choix de la structure financière, de sorte que, la valeur de l'entreprise endettée est supérieure à celle moins endettée. Donc, l'avantage fiscal lié à l'endettement est un facteur déterminant dans le choix de la structure financière d'une entreprise faisant appel aux modes de financement conventionnels.

A l'égard de la finance islamique, qui, procure aux entreprises des instruments de financement différents, aucun avantage fiscal n'est consacré à cette offre financière spécifique en particulier aux entreprises. Or, la question est de comprendre le comportement financier des entreprises notamment des PME face à l'absence d'avantage fiscal dans l'endettement islamique et leur réaction à ce manque à gagner.

En tant que contrat de dette islamique le plus utilisé, le contrat Mourabaha permet aux entreprises de satisfaire leurs besoins en actifs corporels. Toutefois, et, à l'encontre de l'endettement classique, l'accès à cet instrument de financement ne leur permet pas de bénéficier aucune déduction de charges financières avant l'impôt. Cette contingence fiscale est sans doute un manque à gagner pour les entreprises bénéficiant un financement sous forme Mourabaha et autres instruments de dette islamique. Ainsi, dans ce qui suit, nous mettons en évidence le traitement fiscal du contrat Mourabaha dans les pays introduisant la finance islamique dans leurs économies.

Nous nous basons sur l'étude faite par le bureau d'études d'Ernst et Young à Qatar en 2013, et nous procédons à une actualisation des données issues de cette étude pour mettre en évidence le cadre fiscal des produits islamiques en particulier le contrat Mourabaha.

Ainsi, en Egypte, la loi régissant l'impôt sur le revenu N 09/2005 a identifié brièvement les contrats Moucharaka, Moudaraba et Mourabaha et aucun privilège n'a été consacré au traitement fiscal de ces contrats de financement. De même, en la Jordanie, la Libye et le Koweït, les autorités n'introduisent aucune loi fiscale spécifique aux produits des banques islamiques (QFCA, 2013).

En 2016, l'Arabie Saoudite a introduit des réformes fiscales en faveur des contrats de la finance islamique. Nous citons celles liées principalement au contrat Mourabaha en vertu duquel est considéré imposable uniquement le montant d'acquisition du bien requis par le client, et, le montant de la marge bénéficiaire est exonéré de la TVA. En outre, Oman et la Turquie n'avaient pas consacré aucun traitement fiscal aux produits financiers islamiques hormis l'exonération de l'impôt sur les sociétés pour les revenus dégagés de la vente ou le rachat des actifs des Sukuks en Turquie (QFCA, 2013).

Par ailleurs, la Malaisie a déployé d'énormes efforts pour promouvoir la finance islamique. Ainsi, les autorités Malaisiennes ont instauré un alignement du cadre fiscal et légal des opérations des banques islamiques avec celles des banques conventionnelles. Ceci est évident dans la loi de 1967 qui traite l'impôt sur le revenu et spécifie certaines opérations de

financement islamique. Ainsi, selon ladite loi, tout transfert de propriété via le contrat Mourabaha ou contrat Ijara est exonéré de l'impôt sur le revenu (MIA, 2012).

De même, dans le contexte Indien, la mise en place du contrat Mourabaha a connu un ensemble d'inconvénients y compris celui de la fiscalité (Wasiullah et *al*, 2015). Ainsi, puisque le contrat Mourabaha et le crédit bancaire classique ont le même objectif et sont tous les deux un contrat de dette, ils doivent avoir un traitement fiscal similaire. A l'instar d'autres pays, l'Inde n'a réservé aucun avantage fiscal pour la promotion du contrat Mourabaha aussi bien pour les individus que pour les entreprises.

Au Maroc, le cadre fiscal des modes instruments financiers participatifs a connu une évolution légère. Lors de son lancement, le contrat Mourabaha a été imposé en matière de la TVA à 20% à l'instar d'autres opérations commerciales. Alors que, le crédit bancaire classique est soumis uniquement à 10% de la TVA. De plus, le contrat Mourabaha a été soumis à une double imposition en matière des droits d'enregistrements (4%), lors des deux opérations de transfert de la propriété entre la banque et le client. Par conséquent, le coût du financement Mourabaha devient plus élevé par rapport au crédit bancaire classique.

En 2010, la loi de finances introduit des réformes fiscales en faveur des produits alternatifs. Concernant le contrat Mourabaha, la TVA devient 10% au lieu de 20% alignée avec le crédit classique. En matière de l'impôt sur le revenu, la réforme fiscale donne le droit aussi à tout client ayant conclu le contrat Mourabaha pour acquérir un logement pour l'habitation principale de déduire la rémunération convenue avec la banque, dans la limite de 10% de son revenu global imposable.

Après avoir mis en exergue le cadre fiscal du contrat Mourabaha dans certains pays, il ressort de ce survol que le contrat Mourabaha ne prévoit aucun avantage fiscal pour ses bénéficiaires hormis en matière de la TVA qui ne suscite aucun intérêt pour les entreprises voulant bénéficier ce type de financement. En outre, aucun pays n'a consacré un privilège en matière de l'impôt sur les sociétés pour les entreprises ayant acquis des actifs via le contrat Mourabaha. De ce fait, le contrat Mourabaha reste moins attractif en particulier pour les entreprises pouvant bénéficier l'avantage fiscal lié à l'endettement classique.

3.2 Les préférences des PME en matière de la finance islamique

Compte tenu des différences entre les nouvelles entreprises et les entreprises matures, il est à noter qu'il existe une dichotomie dans les préférences de l'entreprise et de la banque quant à l'instrument de financement préféré.

Le financement 3P et celui basé sur la marge bénéficiaire ont leurs forces et leurs faiblesses selon plusieurs facteurs. Par conséquent, différentes attitudes concernant la préférence pour le 3P et les modes de majoration du financement islamique peuvent être citées. En effet, le 3P se caractérise par un partage de risques entre l'entrepreneur et le financier, ce qui encourage les activités entrepreneuriales. De plus, les modes de financement du 3P ne nécessitent pas de garanties, ce qui facilite l'accès aux fonds surtout pour les PME ne disposant pas de garanties (Khan, 1995).

Ainsi, vu leur patrimoine moins solide et le risque élevé qu'elles éprouvent, les petites entreprises préfèrent le mode de financement avec partage des bénéfices qui leur permet de répartir leurs risques. En revanche, les grandes entreprises dotées d'une base d'actifs solide et d'une expérience en gestion des risques préfèrent un mode de financement à marge fixe (Khan, 1995). S'agissant de l'instrument préféré par la banque, cette dernière, préfère financer des entreprises plus petites et plus risquées via des instruments basés sur la marge bénéficiaire moins risqués, et, sera à l'aise pour financer des entreprises plus grandes matures sur la base des contrats 3P.

Sur le plan empirique, Abdulsaleh Abdulaziz (2016) a testé la préférence des PME Libyennes en matière de financement islamique et conclue qu'une grande partie de ces entreprises préfèrent le contrat Moucharaka, suivi par le contrat Moudaraba et en dernier rang le contrat Mourabaha. En fait, cet ordre de préférences indique que les propriétaires-dirigeant des PME sont intéressés plus par les contrats 3P et acceptent de partager leurs bénéfices à l'opposé des études qui prétendent le contraire.

Par ailleurs, Jalaluddin et Metwally (1999) ont examiné les perceptions des PME en Australie vis-à-vis de l'offre de financement islamique. Les auteurs trouvent que les instruments basés sur 3P ont été majoritairement choisis par ces entreprises au détriment de ceux basés sur la dette en général.

De leur côté, Badaj et Radi (2016) ont testé les préférences des PME marocaines à l'égard des contrats Moucharaka, Moudaraba, produits de marge bénéficiaire et la dette classique. Les auteurs confirment que le choix du mode de financement par la PME dépend à son cycle de vie. Ainsi, le financement basé sur 3P est le plus sélectionné par les PME en phase de démarrage. Ensuite, les produits de marge bénéficiaire sont classés en deuxième position, suivis par la dette classique. S'agissant des contrats de 3P, les PME ont choisi la Moucharaka dégressive comme meilleur instrument de financement, étant la plus adéquate à leurs besoins en phase de création, suivi par la Moucharaka fixe et la Moudaraba (Badaj et Radi, 2016).

Cependant, en phase de croissance, les PME ont opté pour les contrats de marge bénéficiaire comme plus adaptés à leurs besoins, puis à la Moucharaka dégressive et la Moudaraba et en dernière position la dette classique. En phase de maturité, le choix des PME s'avère renversé et choisissent d'abord les contrats de marge bénéficiaire suivis par la dette classique. Les contrats de 3P sont sélectionnés par les PME comme dernier choix de financement en phase de maturité (Badaj et Radi, 2016).

4. Ratio d'endettement islamique, avantage fiscal et le choix des contrats de 3P

Modigliani et Miller (1958) énoncent que les décisions de financement n'affectent pas la valeur de l'entreprise. Après le creusement de leur théorie, les auteurs en 1963 modifient leur raisonnement et reconnaissent l'impact exercé par les choix financiers sur la valeur de l'entreprise. Nous nous sommes appuyés sur ces constats théoriques et nous avons déplacé le curseur sur la même question du point de vue de la finance islamique.

En fait, la consultation des écrits scientifiques menés au point de vue de la finance islamique sur le même sujet, révèle l'inexistence d'aucun avantage fiscal consacré aux contrats de dette islamiques. Ceci remet en question les déterminants de la structure financière de l'entreprise s'orientant vers l'offre des banques islamiques. Dans ce cadre de réflexion, la philosophie islamique du financement préconise le financement de 3P au détriment du financement de la marge bénéficiaire.

Ahmed (2007) annonce que le ratio d'endettement islamique doit respecter un certain seuil. Pour l'évitement d'une détresse financière, la loi islamique impose un adossement du financement aux actifs tangibles et limite le ratio d'endettement Mourabaha ou autres à des seuils qui ne devraient pas dépasser la valeur des actifs corporels détenus par l'entreprise.

De surcroît, la pratique actuelle des banques islamiques s'appuie davantage sur le contrat Mourabaha qui est plus coûteux par rapport au crédit bancaire classique. A ce titre, il est à déduire que le contrat Mourabaha n'apporte pas plus de valeur pour l'entreprise en comparaison avec le crédit classique. En fait, ceci n'entraîne pas d'avantage comparatif pour les PME sauf qu'un soulagement de garanties qui représentent pour cette catégorie d'entreprise un problème pour bénéficier le financement.

Par ailleurs, Ahmed (2007) suppose que l'entreprise est dotée de fonds insuffisants et recherche un financement externe de marge bénéficiaire. Par contre, la littérature empirique révèle que l'entreprise en particulier de petite taille préfère en cas du financement externe le financement des fonds propres sous forme de 3P. En plus, les contrats de dette islamique sont limités par un

ratio attaché aux actifs de l'entreprise. À l'opposé, le financement de 3P demeure faisable selon le potentiel de croissance de l'entreprise.

Ainsi, suite au ratio d'endettement qu'impose la théorie en finance islamique et le manque de tout avantage fiscal attribué à ce type d'endettement, le contrat Mourabaha demeure moins compétitif et moins attractif notamment pour les PME qui prospectent en permanence des modes de financement plus adéquats à leurs profils. Cette conclusion théorique s'accorde avec celle de Mohammad W Hanini et al, (2021) qui confirment que le contrat Mourabaha n'est pas suffisant pour les besoins réels des PME. Or, il est primordial d'entreprendre plus d'efforts pour l'utilisation des contrats de 3P en faveur des PME.

Conclusion

Tout au long de ce papier, l'objectif était de comprendre le comportement financier des PME lorsqu'elles font appel aux instruments de la finance islamique en particulier en l'absence d'avantage fiscal spécifique aux contrats de dette islamique à l'instar de la dette classique. Ainsi, d'après la théorie financière de l'entreprise, le choix de la structure de financement de l'entreprise est poussé essentiellement par l'avantage fiscal inhérent à l'endettement au détriment des fonds propres.

De point de vue de la finance islamique qui préconise le financement par fonds propres au détriment de la dette, la constitution d'une structure financière de l'entreprise est encadré par des principes différents. Ainsi, contrairement à la vision classique qui encourage un endettement excessif pour une structure financière optimale, la vision islamique impose des restrictions pour l'accès aux contrats de dette islamique.

Sur la base des travaux d'Ahmed (2007), l'entreprise peut s'endetter jusqu'à l'atteinte d'un niveau inférieur ou égal à la valeur de ses actifs corporels. Autrement dit, et afin d'éviter la détresse financière, une entreprise qui respecte la loi islamique ne peut pas avoir dans son bilan un niveau d'endettement supérieur aux actifs tangibles qu'elle possède. En fait, cette vision de financement répond à l'un des principes fondamentaux de la finance islamique résidant dans l'adossement du financement aux actifs tangibles.

Ainsi, il ressort de ce travail théorique que la perspective de la finance islamique de la structure financière soutient un accès limité aux contrats de dette comme la Mourabaha et recommande fortement le financement en fonds propres sous forme des contrats de 3P. D'où, les contrats de dette islamique s'avèrent moins attractifs pour les entreprises notamment pour les PME puisqu'aucun avantage fiscal ne leur était consacré et doivent respecter un ratio déterminé.

BIBLIOGRAPHIE

- ABDULSALEH ABDULAZIZ M. A. (2016) « Bank Financing for Small and Medium-sized Enterprises (SMEs) in Libya », *Thesis, Griffith Business School*.
- AHMED, H, (2007), « Issues in islamic corporate finance: capital structure in firms ». *IRTI Research Paper Series No.70 Jeddah, Saudi Arabia 1427H* (2007).
- ANG, J.S. (1991), « Small Business Uniqueness and the Theory of financial management », *Journal of Small Business Finance*, vol.1, n°1, pp 11-13.
- ANG, J. S., CHUA, J. H., MCCONNELL, J. J., (1982) «The administrative costs of corporate bankruptcy: A note », *Journal of Finance* 37, pp. 219-226.
- BADAJ, F., RADI, B. (2016) «Profit and Loss Sharing Financing, Mark-up Products or Conventional Debt? Application of Analytic Hierarchy Process », *Journal of Islamic Finance* Vol.5 No.2 .pp. 1–15.
- BANGA C, A GUPTA (2017) « Effect of firm characteristics on capital structure decisions of Indian SMEs », *International Journal of Applied Business and Economic Research*, Vol.15.No.10, pp. 281-301.
- DURAND, D., (1952) «Cost of Debt and Equity Funds for Business: Trends and Problems of Measurement », *Conference on Research in Business Finance*, pp. 215-147.
- FRANK, M., GOYAL, V., (2004) «The effect of market conditions on capital structure adjustment », *Finance Research Letters* 1, pp. 47-55.
- JALALUDDIN, A. M. M. METWALLY, (1999) « Profit/loss Sharing: an alternative method of financing small businesses in Australia », *The Middle East business and economic review. - Sydney*, Vol. 11.1999, 1, pp. 8-14
- KHAN, T., (1995) «Demand for and Supply of Mark-up and PLS Funds in Islamic Banking: Some Alternative Explanations » *Islamic Economic Studies*, Vol.3, pp.39-78.
- MIA-Malaysian Institute Of Accountants- (2012). «Tax treatment on Islamic finance in Malaysia », Vol.1-pp.22.
- MODIGLIANI F., MILLER, M., (1958) “The cost of capital, corporate finance and the theory of investment”, *American economic review* 48, pp. 261-297.
- MODIGLIANI, F., MILLER, M., (1963) “Corporate income tax and the cost of capital: a correction”, *American economic review* 53, pp. 433-443.
- MOHAMMAD W HANINI., ISMAIL S. I, IBTISAM H. B., (2021) «Evaluating the Role of Islamic Banks in Financing Micro, Small, and Medium Enterprises (MSMEs) In Palestine », *Indian Journal of Economics and Business*, Vol. 20 No.3.

- PETTIT, R. R., SINGER, R. F., (1985) «Small Business Finance, a research Agenda ». *Financial Management*, 14(3), pp. 47-60.
- QFCA-Qatar Financial Centre Authority- (2013) «Cross border taxation of islamic finance in the MENA region » *Phase One. International tax and investment center*, pp.1-84
- RAY, G., HUTCHISON, P.J. (1983) «The Financing and Financial Control of Small Enterprise Development », Londres: Routledge.
- ROSSI, M. (2014) «SMEs' access to finance: an overview from Southern Italy », *European Journal of Business and Social Sciences*, Vol. 2, No. 11, pp.155–164.
- SARDO, F., SERRASQUEIRO, Z. (2017). « An European Empirical Study of the Relationship between Firms' Intellectual Capital, Financial Performance and Market Value». *Journal of Intellectual Capital*, Vol.18, pp.771-788.
- SERRASQUEIRO, Z., NUNES P. M., (2014). « Financing behaviour of Portuguese SMEs in hotel industry » *International Journal of Hospitality Management*, Vol. 43, pp.98–107
- ST-PIERRE, J. (2004) « La Gestion du Risque : Comment Améliorer le Financement des PME et Faciliter Leur Développement ». *PUQ*.
- TITMAN, S., WEESSELS, R., (1988) «The determinants of capital structure ». *Journal of Finance* 43, pp. 1-19.
- 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.
- WASIULLAH, S. M., F. ABU BACKER, K. WAHEED (2015) «Murabaha Contract: Its Application and Tax Implications in India ». *Sahulat: A Journal of Interest free Microfinance* 4, Vol. 3, and No.1.
- WARNER (1977) «Bankruptcy Costs: Some Evidence », *Journal of Finance*, pp. 337-347.
- XIANG, D. WORTHINGTON, A. C. HIGGS, H. (2014). « Discouraged finance seekers: An analysis of Australian small and medium-sized enterprises ». *International Small Business Journal*.