

La SAMIR à la lumière de la théorie du compromis

SAMIR in the light of the trade off theory

ADLI Narimane

Doctorante

Faculté des sciences juridiques, économiques et sociales

Université Mohammed Premier Oujda

Laboratoire Universitaire de Recherches en Instrumentation et Gestion des Organisations

LURIGOR

Maroc

EL AKRI Lakbir

Enseignant chercheur

Faculté des sciences juridiques, économiques et sociales

Université Mohammed Premier Oujda

Laboratoire Universitaire de Recherches en Instrumentation et Gestion des Organisations

LURIGOR

Maroc

Date de soumission : 10/01/2025

Date d'acceptation : 27/02/2025

Pour citer cet article :

ADLI. N & EL AKRI. L (2025) « La SAMIR à la lumière de la théorie du compromis. », Revue Internationale du chercheur «Volume 6 : Numéro 1» pp : 938 - 962

Résumé :

La SAMIR, filiale de la société suédoise Corral Morocco Holding AB, a adopté un projet de modernisation afin de concrétiser de manière officielle son ambition de se doter d'un outil de production moderne et adapté aux exigences du marché. L'objectif de cet article est de tester dans quelle mesure la théorie du compromis (Trade off theory) peut expliquer de façon pertinente l'endettement de la SAMIR. La théorie du compromis avance qu'un certain nombre de variables agissent, soit négativement, soit positivement sur l'endettement de la firme. Dans cet article, nous avons essayé d'analyser leur relation avec l'endettement de la SAMIR durant la période 2008-2014 tout en expliquant la cause principale de sa faillite. Les résultats montrent que le taux de taxation, la tangibilité de l'actif et la taille agissent positivement sur son endettement. Tandis que les opportunités de croissance, le risque d'exploitation et la rentabilité sont négativement corrélés à cet endettement. La raffinerie a investi dans sa rénovation en s'endettant massivement espérant augmenter sa taille et sa rentabilité. Cependant, cette dette mal contrôlée n'a cessé d'augmenter de manière inversement proportionnelle à sa rentabilité la conduisant à la faillite.

Mots clés : La SAMIR ; compromis ; endettement ; faillite.

Abstract:

SAMIR, a subsidiary of the Swedish company Corral Morocco Holding AB, has adopted a modernization project in order to formalize its ambition to equip itself with a modern production tool adapted to market requirements. The aim of this article is to test the extent to which trade-off theory can explain SAMIR's indebtedness. Trade-off theory argues that a number of variables act either negatively or positively on a firm's indebtedness. In this article, we have tried to analyze their relationship with SAMIR's indebtedness over the period 2008-2014, while explaining the main cause of its bankruptcy. The results show that tax rate, asset tangibility and size have a positive effect on SAMIR's indebtedness. While growth opportunities, operating risk and profitability are negatively correlated with debt. The refinery invested in its renovation, taking on massive debt in the hope of increasing its size and profitability. However, this poorly controlled debt continued to increase in inverse proportion to its profitability, driving it into bankruptcy.

Keywords : SAMIR ; Trade- off ; debt ;bankruptcy .

Introduction :

Actuellement, le coût de l'énergie est considéré comme l'un des obstacles majeurs à la croissance de l'économie marocaine. Ce problème s'est aggravé ces dernières années avec la libéralisation des prix des produits pétroliers, la suppression de la caisse de compensation et la faillite de la SAMIR, la seule raffinerie du Maroc qui alimentait le pays en produits pétroliers et dérivés. Cette situation suscite beaucoup de discussions économiques, juridiques et sociales. En effet, la majorité pense que le relancement de la SAMIR est une solution pour diminuer les prix des produits pétroliers, alléger la pression sur le pouvoir d'achat et jouer en faveur de la compétitivité de l'économie nationale.

Au lendemain de l'indépendance, le Maroc a pris la décision d'assurer la maîtrise de ses besoins en ressources stratégiques. En 1959, la raffinerie de Mohammedia fut créée dans le but de garantir les besoins du Royaume. La création de cette raffinerie était le fruit d'une coopération entre l'Etat marocain représenté par le Bureau des Etudes et des Participations Industrielles (BEPI) et l'office italien des hydrocarbures (ENI) représenté par sa filiale ANIC. Suite au choc pétrolier de 1973, l'Etat marocain décida de racheter l'ensemble des parts de la SAMIR afin de contrôler au mieux la hausse des prix internationaux. Ainsi, la société se nomme depuis cette date, Société Anonyme Marocaine de l'Industrie du Raffinage (SAMIR).

La société est privatisée dans les années 90 et a mis fin à ses activités en août 2015 à cause des difficultés financières. En effet, elle avait cumulé un total de dettes estimé à 43 milliards de dirhams, alors que la valeur de son actif s'élevait uniquement à 23 milliards de dirhams. En 21 mars 2016, le tribunal de commerce de Casablanca a annoncé sa liquidation judiciaire, ce qui impliquait la vente de ses actifs au profit de ses créanciers. Ainsi, connaître les raisons de la faillite de la SAMIR et l'analyse des problèmes qui l'ont mené à cette situation sont des éléments clés pour la relance de son activité.

Si l'endettement est le facteur déterminant de la faillite des entreprises en général, les théories financières qui ont essayé d'expliquer le comportement d'endettement ne sont pas nombreuses. En effet, la théorie du compromis reste la plus connue et la plus utilisée dans ce cas. Cette théorie avance que la taille, le taux de taxation, la tangibilité de l'actif, la rentabilité et la profitabilité agissent positivement sur l'endettement de la firme. Tandis que, les opportunités de croissance, les coûts de faillite ainsi que le risque de l'exploitation affectent négativement son endettement. Dans notre étude, nous nous focalisons sur les mêmes variables et nous essayerons d'expliquer et d'analyser l'endettement de la SAMIR au cours de la période 2008-

2014. Tout cela pour répondre à la question principale : Dans quelle mesure la théorie du compromis explique la faillite de la SAMIR ?

Pour répondre à cette question, nous avons choisi dans un premier point de présenter la SAMIR ainsi que les événements financiers qui l'ont marqué après sa privatisation, ensuite nous avons consacré le deuxième à la revue de la littérature théorique et empirique de la théorie du compromis, quant au troisième point, il testera la corrélation des variables d'endettement avancés par la théorie de compromis et l'endettement de la SAMIR. Enfin, nous avons procédé à l'analyse des principaux indicateurs financiers touchant la gestion de l'endettement de la SAMIR.

1. La SAMIR : investissement, endettement et faillite

Depuis sa création, la SAMIR avait pour objet de satisfaire la demande de l'ensemble du marché marocain en hydrocarbures raffinés. Elle opérait aussi dans le secteur de l'exploration pétrolière, même s'elle avait provisoirement arrêté cette activité. La Samir possédait et exploitait l'unique raffinerie de pétrole brut au Maroc à Mohammedia. Jusqu'au janvier 2009 (SAMIR, 2013) elle disposait d'une raffinerie à Sidi Kacem qui a été convertie en un site de stockage. De ce fait, elle était le principal fournisseur de produits raffinés au niveau national.

À la suite de l'opération de privatisation de la SAMIR et de la SCP en 1999, l'Etat marocain a cédé l'essentiel de ses participations dans les deux principales sociétés locales de raffinage de pétrole à Corral Petroleum. Cette dernière a versé au Maroc 4 milliards de dirhams : 3,5 milliards de dirhams pour 67,7 % du capital de la Société Anonyme Marocaine de l'Industrie de Raffinage (SAMIR), et 473 millions de dirhams pour 73,9 % de la Société Chérifienne Pétrolière (SCP).

Au 31 décembre 2008 (SAMIR, 2009), le capital social de la SAMIR s'était établi à 1.189.966.500 dirhams réparti en 11.899.665 actions d'une valeur nominale de 100 dirhams chacune. Ce capital a subi plusieurs évolutions dont les plus marquantes sont les suivantes :

- Cinq augmentations de capital successives de 1959 à 1996 portant en totalité sur un montant de 997 millions de dirhams ;
- Une opération de fusion-absorption avec la SCP en 1999 dont le résultat est la création de 1.578 .915 actions nouvelles ;
- Une augmentation de capital par apport en nature réservée à SOMEPI lors de l'acquisition de Somirgy par le groupe SAMIR. L'augmentation de capital, intervenue en 2001, s'est traduite par la création de 466.200 actions et a porté sur un montant de 46,6 millions de dirhams.

- Une opération de réduction de capital menée en 2003 par annulation de titres pour un montant correspondant à l'augmentation de capital opérée en 2001, soit 46,6 millions de dirhams.

Entre sa privatisation et sa faillite, la SAMIR a réalisé des opérations d'investissement successives et très importantes qui ont été financées non seulement par les augmentations de capital mais de façon de plus en plus croissante par l'endettement. Ces investissements ont été programmés pour moderniser son matériel de production devenu obsolète (et qui a subi des incendies en 2003), et pour s'aligner sur les normes environnementales que le groupe suédois s'est engagé à respecter.

Le projet Up Grade (SAMIR, 2008), a fait l'objet de plusieurs négociations menées par la Samir avec plusieurs banques en vue de négocier la structure ainsi que les conditions de financement du projet. La signature du contrat de prêt relatif au financement du projet s'est concrétisée, le 9 octobre 2006, entre la Samir et les représentants mandatés des banques nationales et internationales concernées (Attijariwafa bank, Banque Centrale Populaire, CDG Capital, BMCI, Crédit du Maroc, Arab Bank et Crédit Agricole du Maroc). L'emprunt contracté par la SAMIR porte sur un montant de 3,5 milliards de dirhams et sur une durée de 10 ans. Notons que le budget affecté au projet, a été révisé à la hausse en 2007, pour s'établir en hausse de 13% par rapport au budget initial.

L'émission obligataire du montant global de 1,5 Milliards de dirhams et datant en 2008, a financé une partie du dépassement du budget d'investissement pour la modernisation de la raffinerie de la SAMIR (SAMIR, 2008). En effet, ce budget qui était initialement estimé à 7 140 Mdh, a été dépassé de près de 2 000 Mdh, pour deux raisons : D'abord, l'augmentation du coût de construction dû au dépassement des quantités prévues de matériaux et du nombre d'équipements, ainsi qu'au renchérissement de l'euro. Notons que le budget initial d'achat de matériels a été élaboré en 2006. Ensuite, des coûts associés à l'extension du planning de construction à cause du retard accusé dans la livraison de matériels en plus des coûts relatifs à l'accélération des travaux. Outre l'emprunt obligataire, le dépassement du budget d'investissement est financé aussi par l'emprunt bancaire dont le montant est estimé à 1 200 Mdh. Le cas de la SAMIR est révélateur de la situation mondiale dans le secteur du raffinage et ne constitue pas une exception. Les délais moyens de livraison se sont aussi allongés et le renchérissement des coûts des matières premières, combiné aux effets d'un euro fort ont mis à mal les raffineries en phase d'investissement.

La SAMIR a également signé avec la banque Autrichienne RZB, le financement du projet d'augmentation de la production des bitumes. De même, elle a signé avec Maghrebail et Maroc leasing le financement de la construction et l'achat de matériels et équipements pour le projet de l'unité de distillation « Topping 4 » (SAMIR, 2008).

En 2011 (SAMIR, 2013), la SAMIR, la BCP et Attijari WafaBank, ont signé les termes de référence relatifs au programme de restructuration de la dette. La société a également mis en œuvre toutes les diligences techniques et financières requises par les banques. En 2012, la société de raffinage a signé un financement de 180 millions dollars avec l'ITFC. De même, l'assemblée générale extraordinaire décide de procéder à une augmentation de capital de la société d'un montant maximum de 1 750 000 000 dirhams. Cette année a été aussi marquée par le démarrage de l'unité de distillation « Topping 4 » et la mise en service du projet de construction de l'unité de Bitume.

2. L'endettement de la SAMIR vu par la théorie du compromis

Dans la finance moderne, amorcée par les travaux de Modigliani et Miller (1958), le théorème de la neutralité de la dette avance que le coût des capitaux propres augmente avec le taux d'endettement de telle sorte que le coût moyen pondéré du capital ainsi que la valeur de l'entreprise restent inchangés. Modigliani et Miller (1958) ont ouvert un débat sur la recherche des déterminants de la structure financière des entreprises. Et à cause des hypothèses formulées en 1958 jugées irréalistes, Modigliani et Miller (1963) ont pris en compte, quelques années plus tard, un cadre théorique moins restrictif en intégrant l'existence d'une fiscalité touchant le bénéfice des sociétés. En acceptant le principe de la déductibilité fiscale des charges d'intérêt liées au financement par dettes, Modigliani et Miller (1963) trouvent que la valeur d'une entreprise augmente avec le taux d'endettement de celle-ci. Une entreprise endettée bénéficie d'une économie d'impôt qui augmente avec son niveau d'endettement. En conséquence, le ratio d'endettement optimal proposé par Modigliani et Miller (1963) est de 100%, ce qui correspond à une structure financière sans fonds propres. L'étendue de la fiscalité aux revenus mobiliers par Miller (1977) retourne à la neutralité si les revenus d'action ne sont pas imposés et que le taux d'imposition sur le revenu des créanciers est égal au taux d'imposition sur les bénéfices des sociétés.

2.1 Théorie du compromis : revue de littérature

La principale lacune de l'approche de Modigliani et Miller (1963) est qu'elle considère uniquement l'avantage fiscal lié à l'endettement et non pas les coûts supplémentaires liés à ce mode de financement. L'hypothèse d'absence de coûts de faillite a été la deuxième à être rejetée

du modèle explicatif de la structure financière d'entreprise proposé par Modigliani et Miller (1958). Le rejet de cette hypothèse a conduit à prendre en compte l'accroissement du risque financier induit par l'endettement excessif de l'entreprise. La prise en compte de ce risque a été à l'origine de la théorie du compromis. Cette théorie développée par Kraus et Litzenberger (1973), combine l'avantage fiscal lié à la dette et les coûts de faillite afférents. En effet, un endettement excessif engendre un accroissement du risque de défaut de l'entreprise (Tahiri & Yerro, 2021), qui s'accompagne par des difficultés financières surgissant lorsque l'entreprise ne remplit plus ses promesses à l'égard de ses créanciers ou quand elle y parvient avec difficulté. Ceux-ci inquiètent les investisseurs et se répercute sur la valeur de marché des titres de l'entreprise endettée. Ainsi, la valeur de l'entreprise (V_e) est égale à la valeur de l'entreprise financée entièrement par fonds propres (V_{ne}) plus la valeur actuelle de l'économie d'impôt (GI) moins la valeur actuelle des coûts de faillite qui correspond selon Cavalier (1998) à la combinaison de deux éléments : la distribution de probabilité de survenance de la faillite d'une part et le montant des coûts lorsque la faillite a réellement lieu d'autre part. La théorie du compromis soutient que l'arbitrage entre les économies d'impôt et les coûts de difficultés financières détermine la structure optimale de capital.

D'après Bradley & al (1984) ainsi que Friend & Lang (1988), les coûts de faillite ont un impact négatif sur le niveau d'endettement des entreprises ce qui se coïncide avec l'apport théorique de la TOT. Cette relation a été validée empiriquement par Kraus & Litzenberger (1973), Scott (1977) ainsi que par Kim (1978). En fait, il est tout à fait évident de penser que plus une entreprise a une importante probabilité de défaut de paiement, moins elle aura tendance à accroître son niveau d'endettement sous peine de faillite. De même, les créanciers censés lui accorder des crédits long terme supplémentaires exigeraient des taux d'intérêt élevés, ce qui aggraverait encore plus sa situation financière et accélérerait sa faillite.

2.2 Les déterminants de l'endettement de la Samir selon la théorie du compromis

La théorie du compromis avance que la taille, le taux de taxation, la tangibilité de l'actif, la rentabilité et la profitabilité agissent positivement sur l'endettement de la firme. Tandis que, les opportunités de croissance, les coûts de faillite ainsi que le risque de l'exploitation affectent négativement l'endettement de l'entreprise (Glidja & Awignan, 2021).

Tableau 1 : récapitulatif des indicateurs de l'endettement de la Samir

Année	Taux de taxation	Market To Book	Tangibilité Actif	Taille	Rés exp/ CP	Rentabilité	Endettement global
2008	-11,99%	265,98%	57,53%	204,14%	-24,36%	-35,99%	157,71%
2009	15,29%	192,80%	55,93%	103,95%	25,02%	14,31%	134,40%
2010	12,79%	252,79%	49,21%	121,27%	42,47%	17,73%	95,80%
2011	26,88%	228,77%	44,60%	143,46%	30,04%	8,44%	79,39%
2012	33,44%	88,84%	44,68%	152,43%	22,02%	6,37%	156,54%
2013	33,94%	68,80%	45,21%	118,61%	-23,30%	5,50%	163,66%
2014	-4,27%	50,97%	60,01%	111,15%	-50,15%	-52,96%	145,48%

Source : élaboré par nous même à partir des états financiers de la Samir.

Risque opérationnel = Volatilité du Résultat d'exploitation/ Fonds propres

Taux de taxation = (Impôts et taxes + Impôts sur le résultat) / Résultat avant impôt

Opportunités de croissance (Market to Book) = Capitalisation boursière/Actif net comptable

Tangibilité de l'Actif = Actif immobilisé/Total Actif

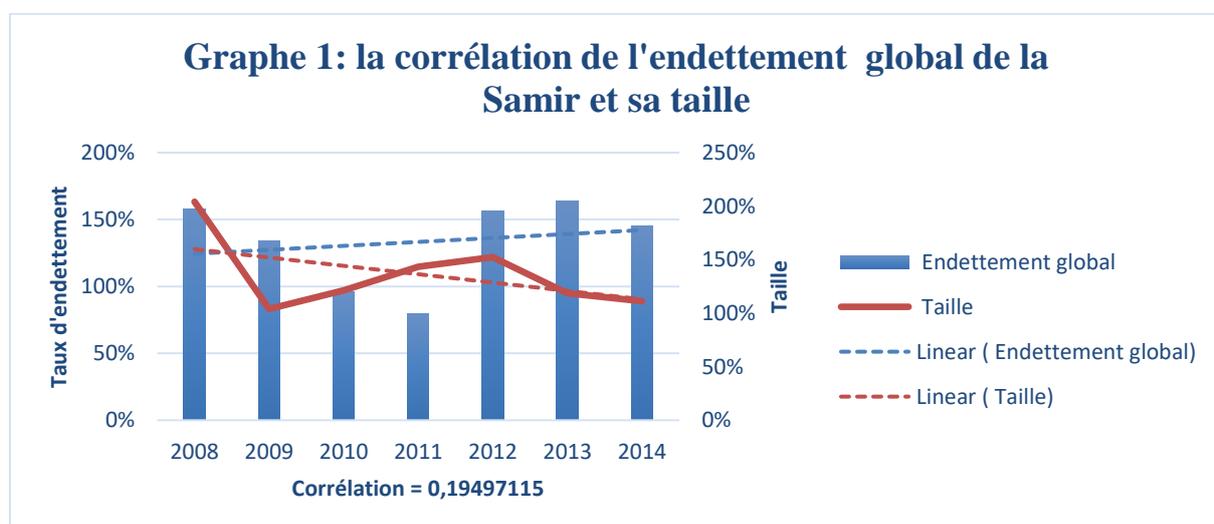
Taille = Le chiffre d'affaires / Total actif

Rentabilité = Résultat net/capitaux propres

Endettement global = Dettes de financement/ capitaux propres

Dans le tableau1 (page 8), nous avons essayé de mesurer le niveau de détermination de quelques-uns des indicateurs de l'endettement de la SAMIR. Pour cela nous avons choisis, selon la disponibilité des données statistiques, de considérer la taille, la rentabilité, la tangibilité des actifs, le taux de taxation, les opportunités de croissance et le risque opérationnel.

2.2.1 La taille

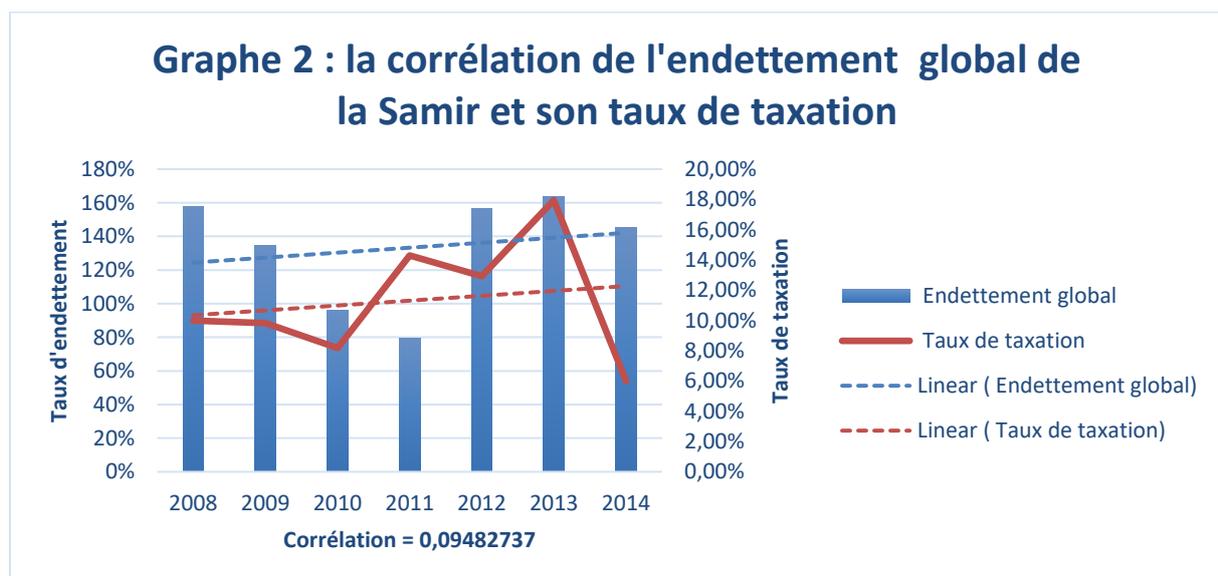


Source : élaboré par nous même

De nombreuses définitions de la taille des entreprises sont adoptées par la littérature empirique notamment le logarithme des ventes, le total de l'actif, l'effectif moyen des employés, le chiffre d'affaires, etc.). Dans le graphique 1, nous adoptons le Chiffre d'affaires / Total actif.

La mesure de l'évolution de l'endettement et de la taille montre l'existence d'une corrélation de 0,19 (Corrélation = 0,19497115), donc un indicateur supérieur à 0. Cette corrélation est considérée comme moyennement significative étant donné qu'elle est inférieure à 0,2. On peut conclure que la taille de la Samir influence positivement son endettement mais de manière légère.

Bourdieu et Colin Sédillot (1993), Johnson (1997), Carpentier et Suret (1999) montrent l'existence d'une relation négative entre la taille de l'entreprise et son endettement. Pourtant, Shuetrim et Al (1993), Rajan et Zingales (1995), Dubois (1985), Bédoué (1997) ainsi que Gaud et Elion (2002) confirment l'influence positive de la taille de la firme sur son endettement et l'expliquent par les mêmes raisons avancées par la théorie du compromis. En effet, la diversité des activités des firmes de grande taille diminue la volatilité des cash flows, réduit de ce fait la probabilité de faillite et augmente par conséquent l'attrait de l'endettement.

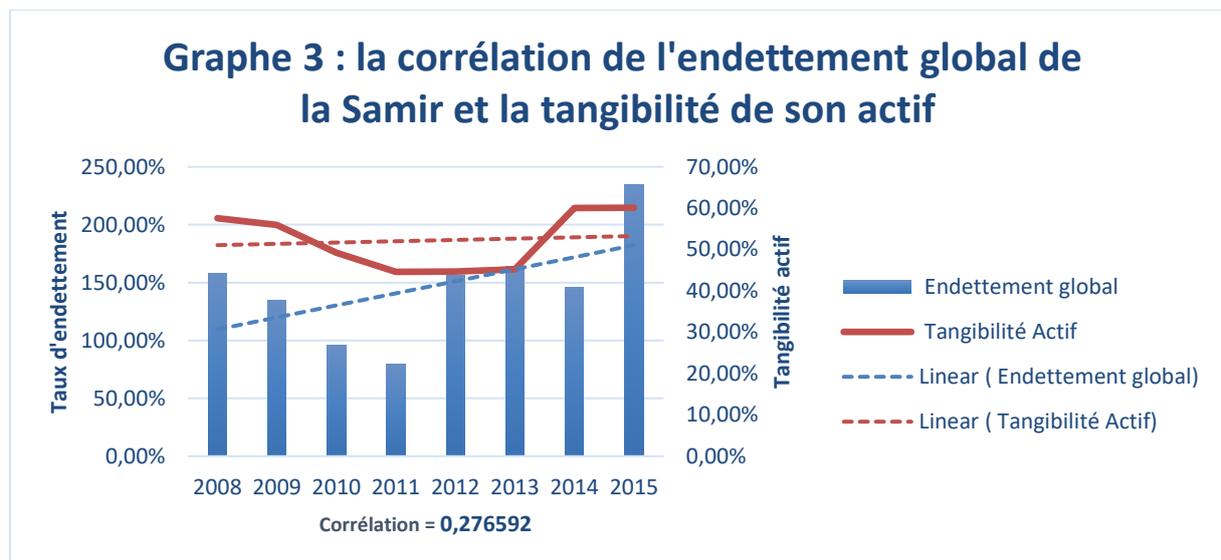
2.2.2 Le taux d'imposition :**Source : élaboré par nous même**

Dans le cas de la Samir, un coefficient de corrélation de 0,09 n'est pas considéré comme significatif. Cette situation reste compréhensible étant donné la relation compliquée de la seule

raffinerie du pays avec le système fiscal touchant les carburants, et l'influence des avantages fiscaux dont a bénéficié la Samir.

Dans l'optique de la TOT, un accroissement du taux d'imposition tend à avoir un effet positif sur le niveau d'endettement des entreprises, puisque l'augmentation des charges financières liées à cet endettement supplémentaire est fiscalement déductible. De Jong et Van dijk (1998) ainsi que Wu et Yue (2009), en utilisant le taux marginal d'imposition comme mesure du taux de taxation des firmes, montrent l'existence d'une relation positive entre ce taux et l'endettement. Contrairement à Huang et Song (2006) qui montrent une corrélation négative entre l'endettement des entreprises chinoises et leur taux d'imposition effectif.

2.2.3 La tangibilité de l'actif :



Source : élaboré par nous même

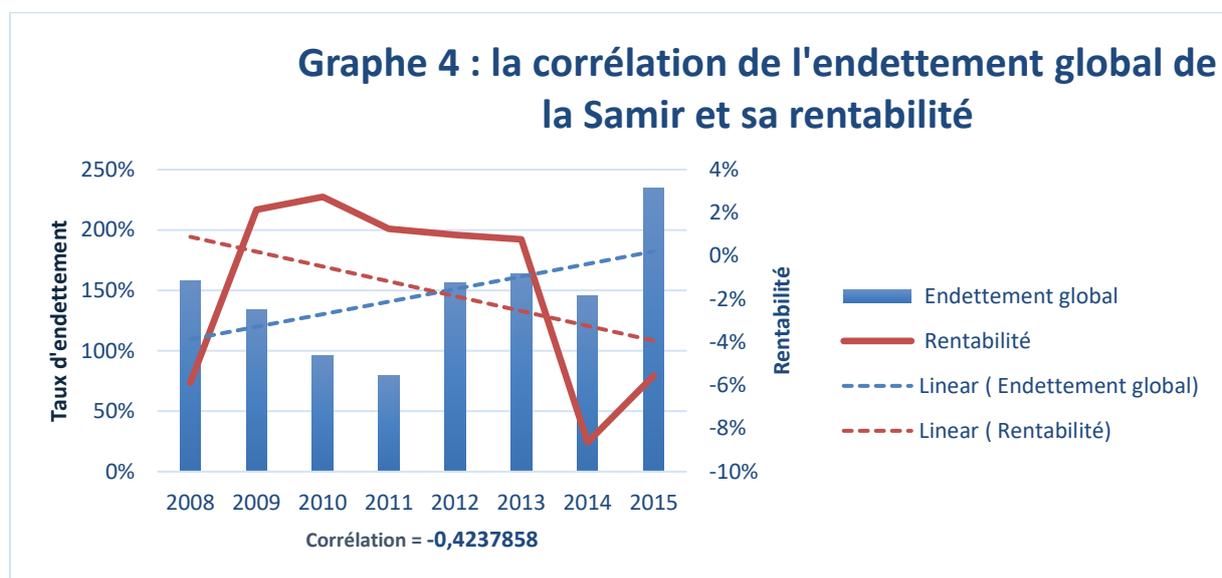
La tangibilité de l'actif, ou la présence d'immobilisations corporelles non spécifiques, fait également partie des facteurs explicatifs de l'endettement des entreprises. En effet, ces immobilisations corporelles constituent des garanties sûres pour les pourvoyeurs de fonds en cas de difficultés financières ou de faillite. Cette situation de présence d'actifs tangibles facilite l'accès aux crédits bancaires, néanmoins, ces actifs ne doivent pas être spécifiques empêchant leur liquidation dans le cas de faillite.

Dans le cas de la Samir, le degré de corrélation (égal à 0,27) est positif mais reste insuffisant. Cela peut être expliqué par le degré de spécificité des immobilisations de l'entreprise,

notamment à cause de sa situation de quasi-monopole et d'absence de concurrents au niveau nationale, ce qui ne rend pas ces immobilisations très attractives en cas de liquidation.

La théorie de compromis anticipe une relation positive entre l'endettement des entreprises et la tangibilité de l'actif. Titman et Wessels (1988), ainsi que Rajan et Zingales (1995) expliquent cette relation par le fait que les actifs tangibles représentent des garanties fournissant aux prêteurs des sûretés en cas de faillite.

2.2.4 La Rentabilité :



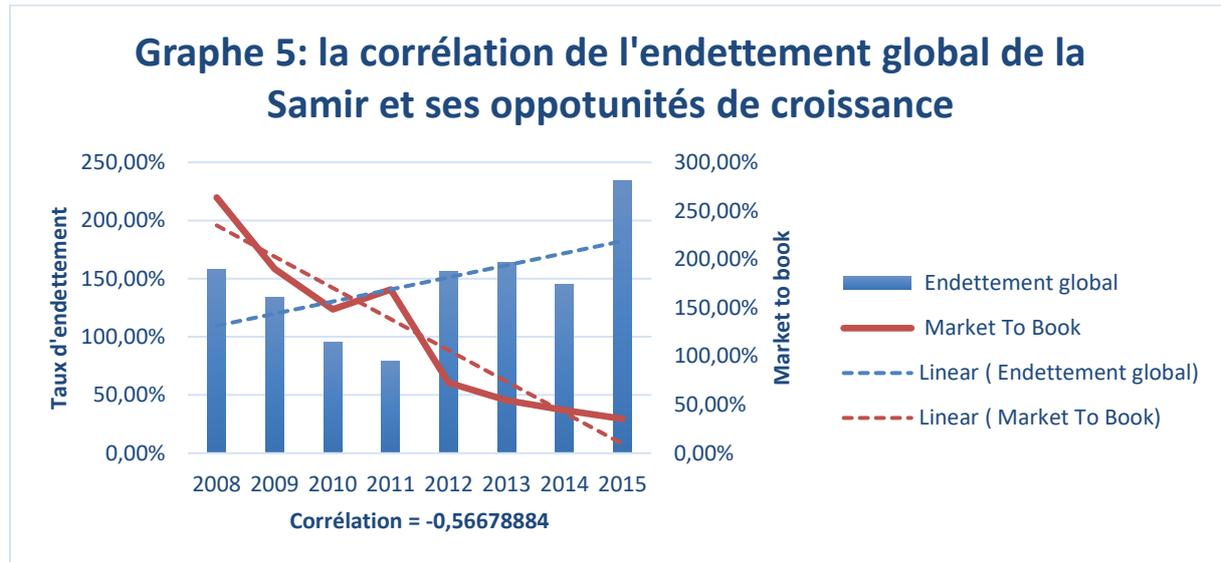
Source : élaboré par nous même

La théorie du compromis avance que plus une entreprise est rentable, plus elle s'endettera pour profiter au maximum du principe de déductibilité fiscale des charges d'intérêt. De plus, une meilleure rentabilité va de pair avec une probabilité de remboursement des dettes plus élevée, ce qui, aux yeux des créanciers, constitue une garantie supplémentaire. Par conséquent, une amélioration de la rentabilité d'une entreprise devrait conduire à une augmentation du niveau d'endettement au sein de l'entreprise.

Contrairement à la théorie de compromis, le graphe 4 montre une corrélation négative entre la rentabilité et le taux d'endettement (à l'ordre de $-0,42$) ce qui nous permet de conclure que plus cette société dégagait des bénéfices, moins elle recourait à l'endettement. Cette relation inverse de la rentabilité et de l'endettement paraît plus logique dans le cas d'une entreprise qui ne détient pas des programmes d'investissement coûteux et dont la situation de la trésorerie reste aisée, ce qui n'est pas le cas de la Samir. Reste à signaler qu'une majorité d'études relèvent

qu'il existe une relation réciproque entre la profitabilité et l'endettement notamment, Biais et Al (1995), Rajan et Zingales (1995), Kremp et Stoss (2001) ainsi que Fama et French (2002).

2.2.5 Les opportunités de croissance :

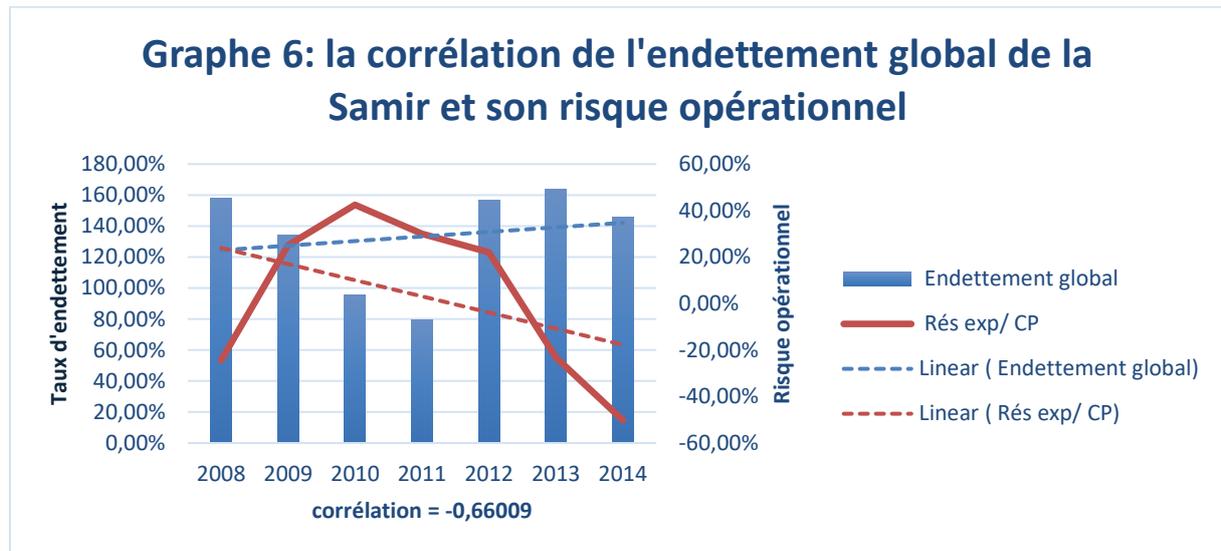


Source : élaboré par nous même

Les entreprises au sein desquelles il existe d'importantes opportunités de croissance auront plus de difficultés à se financer par endettement, car la valeur liquidative des actifs sous-jacents est quasiment nulle. Titman et Wessels (1988), Gaud et Elion (2002) ainsi que Hovakimian et Al (2004) avancent que les opportunités de croissance affectent négativement l'endettement, validant ainsi la théorie du compromis. Néanmoins, Shuetrim et Al (1993) montrent l'existence d'une relation positive entre la croissance et le niveau d'endettement des firmes.

Dans le cas de la SAMIR, le graphe 5 montre une corrélation de - 0,56, prouvant une relation réciproque entre les opportunités de croissance et le recours à la dette financière, et validant ainsi les conclusions de la TOT.

2.2.5 Le risque opérationnel



Source : élaboré par nous même

La théorie du compromis avance qu'il existe une relation négative entre le risque opérationnel et l'endettement. En effet, une forte volatilité du résultat d'exploitation implique une forte volatilité du résultat avant impôt. Donc, l'entreprise risque de ne pas bénéficier de l'avantage fiscal lié à la déductibilité des charges financières. Il en est de même pour les créanciers potentiels qui vont exiger des taux d'intérêt importants en raison des risques supportés (Rafiki & Rachidi, 2016).

Le risque d'exploitation a un impact négatif sur l'endettement des entreprises. Cette influence négative a été validée empiriquement par Gaud et Elion (2002) qui ont travaillé sur un échantillon de grandes entreprises. Cette relation entre le risque opérationnel et l'endettement peut être mesurée par la volatilité du résultat d'exploitation d'un côté et par sa corrélation avec le taux d'endettement global.

Le cas de la SAMIR reflète une corrélation négative (égale à -0,66) entre l'endettement et le risque opérationnel, penche à valider l'hypothèse de la théorie du compromis. La volatilité mesurée par l'écart-type du résultat d'exploitation par rapport aux capitaux propres, égale dans le cas de la Samir à 35,12%, renforce l'idée d'une relation négative entre le risque opérationnel et l'endettement.

Tableau 2 : synthèse des résultats de corrélation

Déterminant d'endettement	Corrélation	Sens	Théorie du compromis
Taux de taxation	Faible	Positif	Positif
Opportunités de croissance	Forte	Négatif	Négatif
Tangibilité Actif	Moyenne	Positif	Positif
Taille	Faible	Positif	Positif
Risque d'exploitation	Forte	Négatif	Négatif
Rentabilité	Forte	Négatif	Positif

Source : élaboré par nous même

La théorie du compromis mentionne que la taille, le taux de taxation, la tangibilité de l'actif, et la rentabilité agissent positivement sur l'endettement de la firme. Tandis que, les opportunités de croissance et le risque d'exploitation l'affectent négativement. Dans le cas de la SAMIR, le taux de taxation, la tangibilité de l'actif et la taille ont agi positivement sur l'endettement, pourtant leur corrélation paraît faible ou moyenne. Alors que les opportunités de croissance, et le risque d'exploitation sont fortement corrélés à l'endettement en s'accordant parfaitement avec la théorie du compromis. Enfin, seule la rentabilité qui a été négativement corrélée avec l'endettement n'est pas en concordance avec la TOT.

3. Analyse de l'endettement de la SAMIR :

L'analyse financière de l'endettement de la SAMIR, peut se faire en général par la décomposition du passif en capitaux propres/dettes, afin de préciser la nature des ressources finançant l'actif de l'entreprise. Cette analyse suscite aussi l'intervention des indicateurs clés comme les charges d'intérêts, la CAF, l'EBE, et le besoin en fonds de roulement. Nous essaierons d'interpréter la situation de la SAMIR de façon globale, en mettant ces indicateurs en liaison avec les événements majeurs qui ont marqué la société dans cette période d'étude. Nous avons choisi la période 2010-2015 à la fois pour des raisons de disponibilité des données et surtout parce que c'est la période où tous les déséquilibres sont apparus et qui l'ont poussé à la faillite.

3.1 Le taux d'endettement

Le gearing ou le taux d'endettement (global ou net) permet de mesurer l'autonomie financière de l'entreprise vis-à-vis des pourvoyeurs de fonds notamment les établissements de crédit. Il révèle également dans quelle mesure la dette est utilisée par rapport aux capitaux propres pour se financer. Ainsi, il met en évidence la flexibilité financière de l'entreprise dans la mesure où il traduit la capacité d'endettement qui permet aux entreprises de déterminer dans quelle mesure elles peuvent contracter de nouvelles dettes, sans compromettre leur santé financière. Ainsi, le

taux d'endettement global qui mesure la part de la dette totale (à court et long terme) par rapport aux fonds propres de l'entreprise se calcul comme suit :

$$\text{Taux d'endettement global} = \frac{\text{Dettes de financement}}{\text{Capitaux propres}}$$

Le taux d'endettement net, par contre, mesure la part de la dette nette (dette à court et long terme auxquelles il faut soustraire l'ensemble des actifs disponibles c'est à dire les liquidités et valeurs mobilières) par rapport aux fonds propres de l'entreprise. Il se calcul ainsi :

$$\text{Taux d'endettement net} = \frac{\text{Dettes nettes}}{\text{Capitaux propres}}$$

Tableau 3 : le calcul des ratios d'endettement de la SAMIR

	Ratios d'endettement SAMIR	
	Taux d'endettement global	Taux d'endettement net
2010	0,95800207	0,90014083
2011	0,79390966	0,7071076
2012	1,56536407	1,52756587
2013	1,63660981	1,60127729
2014	1,45479807	1,33255887
2015	2,34487337	2,31218822

Source : élaboré par nous même à partir des états financiers (SAMIR) : 2010/2015

D'après le tableau 3 (page15), on s'aperçoit qu'entre les années 2011 et 2012, le taux d'endettement de la SAMIR a presque doublé et a dépassé largement la barre symbolique de 1. Il a continué sa progression ensuite pour atteindre 2,34 en 2015. Ce chiffre représente un taux catastrophique pour tous types d'entreprises. Donc, la SAMIR a reposé sa politique financière depuis 2012 sur des fonds empruntés, pour financer ses opérations d'investissements plutôt que sur l'autofinancement. Ce taux révèle également un niveau de risque financier accru qui provoque des conséquences désastreuses sur un ensemble d'indicateurs tel le coût de financement, la confiance des partenaires et la capacité de remboursement des échéances. En effet, ce taux est scruté par les créanciers ou les investisseurs pour déterminer les conditions de prêt accordés. Il faut qu'il soit surveillé et géré activement pour maintenir la santé financière de l'entreprise ce qui n'a malheureusement pas été fait depuis 2012. Ce taux d'endettement doit être comparé avec d'autres entreprises du même secteur, ce qui ne peut être réalisé dans le cas de la SAMIR étant donné que c'est la seule raffinerie du pays.

La capacité d'endettement, plus que saturée dans le cas de la SAMIR, est un baromètre qui permet à l'entreprise de déterminer dans quelle mesure elle peut contracter de nouvelles dettes, sans compromettre sa santé financière. Elle ne peut être rééquilibrée qu'en augmentant la part des capitaux propres dans le passif. En mai 2012, l'assemblée générale extraordinaire décide de procéder à une augmentation de capital de la société d'un montant maximum de 1 750 000 000 dirhams. Cette opération a eu un effet légèrement bénéfique sur son taux d'endettement qui est passé de 1,56 en 2012 à 1,45 en 2014. Toutefois, cet effet bénéfique a été précaire et n'a pas résisté à l'explosion de la dette en 2015.

3.2 Le ratio de solvabilité

Également appelé le ratio d'autonomie financière, il mesure l'importance des financements internes par rapport au total bilan. Le degré des fonds propres dans le bilan de l'entreprise permet d'apprécier l'autonomie financière de l'entreprise vis-à-vis de ses partenaires ainsi que l'engagement financier des actionnaires et donc leur confiance et implication dans l'entreprise (Altman, 1968). Ce ratio se calcul ainsi :

$$\text{Ratio d'autonomie financière} = \frac{\text{Capitaux propres}}{\text{Total du passif}}$$

Pour les banques et divers créanciers, ce ratio traduit le pourcentage de couverture des créances par les fonds propres et qui ont intérêt à ce que les avoirs des actionnaires dominent la structure financière. En revanche, les actionnaires ont intérêt à ce que la majorité des financements soient assurés principalement par des emprunts tant que l'entreprise bénéficie du levier financier et fiscal. Un bon niveau des capitaux propres est celui qui établit un compromis entre meilleure sécurité et meilleur rendement financier.

En général ce ratio doit se situer entre 20% et 50% selon la nature d'activité de l'entreprise. L'usage veut que, pour les entreprises industrielles comme la SAMIR, ce ratio doit se situer au-delà de 35%. Ce taux augmente chaque fois que l'activité de l'entreprise soit plus risquée. Dans ce cas, les capitaux propres doivent constituer une proportion plus importante dans la structure financière car ils représentent un matelas de secours capable d'amortir le risque de défaillance. En outre, les différents partenaires auront plus enclins de faire confiance à l'entreprise.

La dégradation de ce ratio ne signifie pas seulement l'augmentation des dettes de l'entreprise, mais peut aussi s'accompagner d'une diminution des capitaux propres. En général cette

dégradation traduit simultanément une diminution du cours de l'action comme le montre le tableau 4 (page17).

Tableau 4 : le calcul du ratio de solvabilité de la SAMIR

	Ratio de solvabilité	Cours du titre (DH)
2010	0,154388194	588,00
2011	0,148484832	730,00
2012	0,152538605	335,00
2013	0,140448304	266,00
2014	0,163148062	241,00
2015	0,109598073	127,80

Source : élaboré par nous même à partir des états financiers (SAMIR) : 2010/2015

Si on se fie aux normes d'usage du ratio de solvabilité (vers 35% pour les entreprises industrielles) on constate directement que le risque d'insolvabilité planait sur la SAMIR même avant 2010 où le ratio se situait à 15%. Il s'est dégradé ensuite à 11% en 2015, ce qui remettrait en cause l'aptitude de l'entreprise à honorer ses engagements. La dégradation de l'autonomie financière s'est manifestée aussi par la diminution du cours de l'action SAMIR en passant de 730 dh en 2011 à 127,80 dh en 2015, ce qui représente une division sur 5 de sa valeur en 4 ans. Une situation pareille, où toute entreprise devient incapable d'honorer ses engagements et payer ses échéances, peut être le résultat d'investissements massifs où les immobilisations sont financées principalement par des emprunts. Cette situation doit nous amener à étudier le ratio de capacité de remboursement.

3.3 Le Ratio de capacité de remboursement :

Le ratio de capacité de remboursement (dettes/CAF) renseigne les créanciers sur le nombre d'années que mettrait l'entreprise à rembourser ses dettes. Le ratio de capacité de remboursement devrait normalement être inférieur à 4. Au-delà de 4, les créanciers, notamment les banques constatent un risque de défaut de remboursement plus élevé. Ce fameux ratio ne doit pas être dépassé aussi dans le ratio Endettement net par rapport à l'EBE qui met en relation l'endettement net (dettes financières à court, moyen et long terme moins les disponibilités et assimilées) à l'EBE.

Enfin, la capacité de remboursement peut être mesurée par le degré de couverture des charges financières par l'EBE (Dambolena et Khoury, 1980). Un ratio qui doit être strictement supérieur à un. Plus il est élevé, plus l'entreprise couvre facilement les frais dérivants de son endettement.

Tableau 5 : le calcul du ratio de capacité de remboursement de la SAMIR

Ratios de capacité de remboursement SAMIR						
	Dettes de financement/CAF		Endettement net / EBE		EBE /charges financières	
2010	2,525652957	<4	12,62305617	>4	4,039475341	>1
2011	3,028853279	<4	18,68702782	>4	2,530926166	>1
2012	5,814539155	>4	24,86739366	>4	1,606568328	>1
2013	46,57503217	>4	-26,08213273	EBE<0	-1,973216569	EBE<0
2014	-3,038339559	CAF<0	-9,969552496	EBE<0	-4,05611472	EBE<0

Source : élaboré par nous même à partir des états financiers (SAMIR) : 2010/2014

Le tableau 5 (page18) rapporte les dettes à deux indicateurs économiques majeurs pour l'entreprise qui sont la CAF et l'EBE. Le premier, (Dettes de financement/CAF) qui permet d'approcher l'aptitude de l'entreprise à restituer ses dettes à long moyen terme, n'a évolué dans la norme (<4) qu'en 2010 et 2011 pour augmenter de façon non contrôlée à cause de l'augmentation de l'endettement, en même temps que la diminution de la CAF qui est devenue négative en 2014.

Le deuxième ratio, (Endettement net / EBE) permet de mesurer combien d'année faut-il pour s'acquitter totalement de ses dettes nettes par le moyen de son excédent brut d'exploitation, a toujours été supérieur à 4 pour entrer dans le rouge en 2013 où l'EBE est devenu négatif.

Il faut rappeler que lorsque l'EBE est négatif (insuffisance brute d'exploitation IBE), l'entreprise n'est plus rentable, et son chiffre d'affaires ne couvre pas les charges d'exploitation, et ne pourra en aucun cas couvrir les charges financières. Ce qu'on peut constater dans le troisième rapport (EBE /charges financières) qui ne doit pas être inférieur à 1 pour une entreprise supposée capable de rembourser ses charges financières annuelles. Dans le cas de la SAMIR l'EBE ne pouvait couvrir les charges financières que jusqu'à 2012, ce qui a changé en 2013 et 2014.

Enfin, il est intéressant de se demander si les dettes supplémentaires contractées par la SAMIR sont investies dans l'actif de l'entreprise ou bien dépensées dans les charges d'exploitation.

Pour cela, nous allons comparer dans le tableau 6 (page 19) l'acquisition et l'augmentation des immobilisations nette à l'augmentation nette des dettes de financement :

Tableau 6 : le calcul de l'augmentation nette des immobilisations et celle des dettes de financement

	2010	2011	2012	2013	2014
Acquisition et augmentation des immobilisations. A	904 994 244,77	1 404 453 775,03	1 738 112 999,88	2 588 626 591,05	5 722 502 116,70
Cessions et réduction d'immobilisations B	17 643 226,45	91 165 924,46	21 805 816,10	13 166 355,06	424 301 101,72
Augmentation nette des immo C=A-B	887 351 018,32	1 313 287 850,57	1 716 307 183,78	2 575 460 235,99	5 298 201 014,98
Augmentation des dettes de financement D	196 809 239,35	192 530 414,76	5 157 223 835,87	2 309 075 804,45	2 588 626 591,05
Remboursement des dettes de financement E	892 708 361,19	619 513 665,78	637 382 776,77	1 394 779 917,51	9 370 756 892,02
Augmentation nette des dettes de financement F=D-E	-695 899 121,84	- 426 983 251,02	4 519 841 059,10	914 295 886,94	- 6 782 130 300,97
Différence entre les augmentations G=C-F	1 583 250 140,16	1 740 271 101,59	- 2 803 533 875,32	1 661 164 349,05	12 080 331 315,95

Source : élaboré par nous même à partir des états financiers (SAMIR) : 2010/2014

La différence entre les deux augmentations des dettes nettes et des immobilisations nettes nous montre que la SAMIR a réalisé un programme d'investissement couteux passant de 887 millions de dirhams en 2010 à plus de 5 milliards de dirhams en 2014. Les investissements de cette période n'ont pas été financés totalement par des dettes, à l'exception de l'année 2012, où l'opération de rééchelonnement a fait augmenter les dettes plus que l'augmentation de l'investissement. On peut donc conclure que les efforts d'investissement de la société ont été poursuivis indépendamment de la crise d'endettement dans laquelle elle est entrée durant la période 2010-2014.

3.4 Les Ratios de liquidité

La liquidité se définit de manière générale comme la capacité de l'entreprise à faire face à ses engagements à court terme. Elle est assurée lorsque la valeur des actifs à court terme permet théoriquement de rembourser les dettes pour le même terme.

Trois ratios de liquidité (Legros 2010) peuvent être calculés :

-Le ratio de liquidité générale se construit à partir du rapport entre les actifs à moins d'un an (stocks, créances clients, autres créances et liquidités) et le passif à moins d'un an (ensemble des dettes dont l'échéance est à moins d'un an).

Ratio de liquidité générale = actifs à moins d'un an/passifs à moins d'un an

Ce ratio diffère d'une entreprise à l'autre selon la nature de son stock et sa capacité à être transformé en liquidités mais dans tous les cas il doit être strictement supérieure à 1.

- Le ratio de liquidité réduite qui mesure l'aptitude de l'entreprise à faire face à ses dettes à court terme avec ses liquidités et les sommes attendues des clients. Elle exprime en fait la liquidité de l'entreprise en excluant les stocks de l'analyse. Le ratio de liquidité réduite se construit en rapportant les actifs à moins d'un an diminués des stocks au passif exigible à court terme.

Ratio de liquidité réduite = actifs à moins d'un an hors stocks/passifs à moins d'un an

Ce ratio doit être en général proche de 1 selon l'importance des stocks dans l'actif circulant. En effet, si les stocks représentent 30% de l'actif circulant par exemple, ce ratio doit être au moins égal à 70%.

- Le ratio de liquidité immédiate mesure l'aptitude de l'entreprise à faire face à ses dettes de court terme avec ses seules liquidités. Le ratio de liquidité immédiate se construit en rapportant les liquidités et les valeurs mobilières de placement au passif à moins d'un an.

Ratio de liquidité immédiate = disponibilités + VMP/passifs à moins d'un an

Ce ratio doit être complété par l'étude des exigibilités et leur rotation selon le cas de chaque entreprise. Cependant, en cas de détresse financière où la majorité des créanciers peuvent exiger le remboursement simultanément et refuser de négocier des rééchelonnements de la dette il doit aussi être proche de 1 le plus possible.

En examinant le cas de la liquidité de la SAMIR dans le tableau 7 (page , on peut remarquer que les normes n'ont jamais été respectées durant la période 2010-2015 :

Tableau 7 : le calcul du ratio de la liquidité général, réduite et immédiate

	<i>Liquidité générale</i>		<i>Liquidité réduite</i>		<i>Liquidité immédiate</i>	
2010	0,74	< 1	0,39	< 1	0,01	< 1
2011	0,76	< 1	0,39	< 1	0,01	< 1
2012	0,92	< 1	0,45	< 1	0,01	< 1
2013	0,87	< 1	0,47	< 1	0,01	< 1
2014	0,67	< 1	0,47	< 1	0,03	< 1
2015	0,64	< 1	0,45	< 1	0,00	< 1

Source : élaboré par nous même à partir des états financiers (SAMIR) : 2010/2015

Si la liquidité générale n'a jamais atteint la norme qui exige que l'actif circulant doive être supérieur au passif circulant, la situation n'est devenue alarmante qu'en 2014 où le ratio a chuté

de 92% à 67%. Cependant, une attention particulière doit être donnée à la liquidité immédiate qui a toujours été aux alentours de 1%. Une situation gravissime qui devait tirer la sonnette d'alarme dès 2010, et qui s'explique par le gonflement de la part de la trésorerie passif dans le total bilan, une part qui avoisinait les 30% comme le montre le tableau 8 (page21).

Tableau 8 : le calcul de la trésorerie passif par rapport au total bilan

Année	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Trésorerie passif	9 980 720 645	9 751 753 170	11 910 382 667	12 575 709 736	11 865 384 842	10 343 512 543
Trésorerie Passif/ Total Bilan	32,69%	28,12%	33,04%	30,35%	29,94%	26,41%

Source : élaboré par nous même à partir des états financiers (SAMIR) : 2010/2015

Cette part de la trésorerie-passif ne peut être interprétée que par un abus de la SAMIR dans l'utilisation des crédits de trésorerie (découverts, crédits documentaires, crédits d'escompte, facilités...), mais peut être aussi par un excès de confiance des banques dans la société. Cela témoigne d'une mauvaise gestion de la trésorerie et d'un manque dans le système de prévision de la société. Se pose aussi la question de l'utilisation de ces crédits de trésorerie qui sont en général plus couteux que les autres crédits.

Conclusion :

Les partisans de la théorie du compromis avancent que l'endettement de l'entreprise se détermine par l'évolution positive de la taille, du taux de taxation, de la tangibilité de l'actif, et de la rentabilité. Alors que, les opportunités de croissance et le risque d'exploitation l'affectent négativement. Dans le cas de la SAMIR, nous avons trouvé que le taux de taxation, la tangibilité de l'actif et la taille agissent positivement sur son endettement, même avec une corrélation faible ou moyenne. Alors que les opportunités de croissance, le risque d'exploitation et la rentabilité sont négativement corrélés à cet endettement.

Loin de ces déterminants théoriques d'endettement, la société a rencontré beaucoup de problèmes et d'aléas qui ont rendu son endettement nécessaire :

- L'obsolescence et l'amortissement de son matériel de production (certaines unités de production dataient des années 60 et des années 70) ce qui l'a obligé à s'engager dans un processus d'investissement long et couteux ;
- Trois incendies successifs qui ont ravagé la raffinerie en 2002 ;

- Les aléas environnementaux qui ont augmenté les coûts initiaux des investissements réalisés, notamment l'augmentation du cours de l'euro par rapport au dirham, et le retard dans les délais de réalisation de ces investissements.

Tous ces incidents se sont produits entre 2002 et 2009, une période assez longue dans laquelle la raffinerie n'a pas pu bénéficier des retours sur investissement attendus, par contre elle a subi une augmentation conséquente de la charge de la dette qui pesait sur ses comptes.

Le résultat était que la société a commencé à rentrer dans une détresse financière où les promesses faites aux créditeurs soit ne pouvait être honoré, soit honoré avec difficulté. Cette situation lui faisant perdre la confiance de ses protagonistes notamment les banques. La société a dû recourir à des opérations de rééchelonnement de la dette à partir de 2011 sans pour autant pouvoir arrêter son programme d'investissement. Une situation très critique dans laquelle la société a dû gérer son endettement, devenu excessif, et continuer son programme d'investissement ambitieux qui devait la transformer en une raffinerie moderne, capable de répondre aux exigences du marché marocain, et respectueuse de l'environnement. Malheureusement, la détérioration de sa solvabilité et de sa liquidité jusqu'à la déclaration de la faillite en début de 2015 l'a empêché d'atteindre ses objectifs.

Dans la recherche d'une solution à cette situation, l'Etat marocain cherche en vain un repreneur capable de remettre la société sur pieds et de faire face aux enjeux colossaux liés à l'arrêt de ses activités et cela après presque dix ans de sa faillite. Durant cette période, le Maroc est devenu vulnérable et dépendant des fournisseurs internationaux d'énergie avec des stocks très faibles, un coût énergétique pesant sur la compétitivité des entreprises et des milliards de dirhams perdus à cause du surcoût de l'importation et de la détérioration des actifs de la SAMIR.

L'arrivée d'un repreneur pose beaucoup de questions à la fois sur sa capacité à remettre la raffinerie sur les rails dans un laps de temps acceptable et des questions sur la capacité de l'Etat à le contrôler afin d'éviter les mêmes problèmes rencontrés avec Corral Holding AB. De même, les pertes cumulatives supportés par l'Etat, les créanciers, les entreprises et les consommateurs en général sont peut-être supérieures au coût de création de nouvelles raffineries avec de nouvelles technologies dans le cadre de partenariat public-privé et dans des emplacements moins vulnérables à la pollution tels les ports de Nador ou d'El-Jadida. Quant à la gestion de l'endettement, elle reste dépendante non seulement des déterminants analysés dans cette étude mais aussi d'un ensemble de facteurs exogènes et de bonne gouvernance.

BIBLIOGRAPHIE :

- Altman, E.-I. (1968). Financial ratios, discriminant analysis and the prediction of the corporate bankruptcy. *Journal of Finance*, 23, 589- 609.
- Bedue, A. (1997). *Les déterminants de la structure financière des entreprises françaises*. [Thèse de doctorat, université de Paris X, Nanterre].
- Biais, B., Hillion, P. et Malécot, J.- F. (1995). La structure financière des entreprises : une investigation empirique sur données françaises. *Economie et Prévision*, 120, 15-28.
- Bourdieu, J. et Colin-Sedillot, B. (1993). Structure du capital et coûts d'information : le cas des entreprises françaises à la fin des années 80. *Economie et statistique*, 87-100.
- Bradley, M., Jarrell, G. & Kim, E. (1984). On the existence of an optimal capital structure : Theory and evidence. *Journal of finance*, 39, 857-880.
- Carpentier, C. et Suret, J.-M. (1999). Stratégies de financement des entreprises françaises : une analyse empirique. *Série scientifique*, 1-33.
- Cavalier, B. (1998). *Evaluation et financement des entreprises : Application à activité de capital risque*. Paris : Edition LGDJ / Montchrestien.
- De Jong, A.& Van-Dijk, R. (1998). *Determinants of Leverage And Agency Problems* [Working Paper]. Center for economie research, Tilburg University.
- Dambolena, I.-G. & Houry, S.-J. (1980). Ratio stability and corporate failure. *The journal of finance*, 35, 1017-1026.
- Dubois, M. (1985). Les déterminants de la structure financière : le cas des grandes entreprises françaises. *Finance*, 6 (1), 41-70.
- Fama, E. & French, K.- F. (2002). Testing trade-off and pecking order predictions about dividends and debt. *Review of financial*, 15, 1-33.
- Friend, I. & Lang, L. (1988). An empirical test of the impact of managerial self interest on corporate capital structure. *Journal of finance*, 43 (2), 271-281.
- Gaud, P. et Elion, J. (2002). Déterminants et dynamique de la structure du capital des entreprises suisses : une étude empirique. *Cahiers de recherche-HEC Genève*, (12),1-32.
- Glidja, J.-B. et Awignan, I.-G. (2021). Les déterminants de l'endettement : une validation empirique des théories financières sur un échantillon de PME innovantes au Bénin. *Revue africaine de management*, 6 (2), 104-125.
- Harris, M.& Raviv, A. (1991). The theory of capital structure. *The journal of finance*, 46 (1), 297-355.

- Hovakimian, A., Hovakimian, G. & Tehranian, H. (2004). Determinants of target capital structure : the case of dual debt and equity. *Journal of financial economics*, 71, 517-540.
- Johnson, S.- A. (1997). An empirical analysis of the determinants of corporate debt ownership structure. *European economic review*, 44, 281-304.
- Kim, E. (1978). A mean-variance theory of optimal capital structure and corporate debt capacity. *Journal of finance*, 33, 45-63.
- Kraus, A. & Litzenberger, R. (1973). A state- preference model of optimal financial leverage. *Finance*, 28(4), 911-922.
- Kremp, E. et Stoss, E. (2001). L'endettement des entreprises industrielles françaises et allemandes : des évolutions distinctes malgré des déterminants proches. *Économie et statistique*, (341-342),153-171.
- Legros, G. (2010). *Mini manuel de finance d'entreprise*. Dunod.
- Miller, M.-H. (1977). Debt and taxes. *Journal of finance*, 32 (2), 261-275.
- Modigliani, F. & Miller, M.- H. (1958). The cost of capital, corporation finance and the theory of investment. *American economic review*, 48 (3), 261-297.
- Modigliani, F. & Miller, M.-H. (1963). Corporate income taxes and the cost of capital. *American economic review*, 53(3), 433-443.
- Mulkay, B. & Sassenou, M. (1995). La hiérarchie des financements des investissements des PME. *Revue économique* ,46 (2), 345-363.
- Opler, T. & Titman, S. (1996). *The debt equity choice* [Working paper]. Ohio State University.
- f La théorie du compromis à l'épreuve des faits : débat en question. *Revue économie gestion et société*, (5), 1-18.
- Rajan, R. et Zingales, L. (1995). What do we know about capital structure ? some evidence from international data. *Journal of finance*, 50 (5), 1421-1460.
- SAMIR. (25-26 décembre 2008). *Emission d'un emprunt obligataire : Emission réservée aux investisseurs institutionnels de droit marocain*. ammc.ma/sites/default/files/EOSAMIR2.pdf
- SAMIR. (3 mars 2009). *Notice d'information : Programme de rachat d'actions proposées à l'assemblée générale ordinaire*. https://www.ammc.ma/sites/default/files/2009_samir_89.pdf
- SAMIR. (2009). *Rapport annuel 2008*. https://www.ammc.ma/sites/default/files/Samir_08.pdf
- SAMIR. (2010). *Rapport annuel 2009*. https://www.ammc.ma/sites/default/files/Samir_09.pdf
- SAMIR. (2011). *Rapport annuel 2010*.

https://www.ammc.ma/sites/default/files/Samir_2010.pdf

-SAMIR. (2012). *Rapport annuel 2011*.

https://www.ammc.ma/sites/default/files/Samir_2011.pdf

-SAMIR. (9 janvier 2013). *Notice d'information : Programme de rachat d'actions proposées à l'assemblée générale ordinaire*.

https://www.ammc.ma/sites/default/files/CP_Samir_Avis_AGO.pdf

-SAMIR. (2013). *Rapport annuel 2012*.

https://www.ammc.ma/sites/default/files/Samir_2012.pdf

-SAMIR. (2014). *Rapport annuel 2013*.

https://www.ammc.ma/sites/default/files/Samir_2013.pdf

-SAMIR. (2015). *Rapport annuel 2014*.

https://www.ammc.ma/sites/default/files/Samir_2014.pdf

-SAMIR. (2015). *Rapport annuel semestre 1, 2015*.

https://www.ammc.ma/sites/default/files/Samir_S1_15.pdf

-Scott, J. (1977). Bankruptcy, secured debt and optimal capital structure. *Journal of finance*, 32, 1-19.

-Shuetrim, G., Lowe, P. & Morling, S. (1993). The determinants of corporate leverage : a panel data analysis. *Research discussion paper*, (9313), Reserve Bank of Australia, 1-52.

-Tahiri, A. & Yerrou, H. (2021). Risque financier des entreprises endettées : étude de l'impact de la structure financière et la croissance des résultats. *Revue française d'économie et de gestion* 2 (7), 53 – 68.

-Titman, S. & Wessels, R. (1988). The determinants of capital structure choice. *Journal of finance*, 43 (1), 1-19.

-Vernimmen, P., Quiry, P. et Le Fur, Y. (2010). *Finance d'entreprise*. Dalloz.

Wu, L. & Yue, H. (2009). Corporate tax, capital structure, and the accessibility of bank loans : Evidence from China. *Journal of banking and finance*, 33, 30-38.