

## **Nexus Finance-Croissance : canaux de transmissions et rôle des sources alternatives de financement**

### **Finance-Growth Nexus: transmission canals and the role of alternative finance**

**Nahla ABBAR, (Doctorante)**  
*ENCG de Settat*  
*University of Hassan 1<sup>st</sup>, Morocco*

**Abdessadeq SADQI, (Enseignant-Chercheur)**  
*ENCG de Settat*  
*University of Hassan 1<sup>st</sup>, Morocco*

<b>Adresse de correspondance :</b>	ENCG Settat, Km 3 Rte de Casablanca, BP 658 Université Hassan I Settat, Maroc 05237-23577
<b>Déclaration de divulgation :</b>	Les auteurs n'ont pas connaissance de quelconque financement qui pourrait affecter l'objectivité de cette étude.
<b>Conflit d'intérêts :</b>	Les auteurs ne signalent aucun conflit d'intérêts.
<b>Citer cet article</b>	ABBAR, N., & SADQI, A. (2022). Nexus Finance-Croissance : canaux de transmissions et rôle des sources alternatives de financement. International Journal of Accounting, Finance, Auditing, Management and Economics, 3(3-1), 94-108. <a href="https://doi.org/10.5281/zenodo.6582457">https://doi.org/10.5281/zenodo.6582457</a>
<b>Licence</b>	<b>Cet article est publié en open Access sous licence CC BY-NC-ND</b>

*Received: April 15, 2022*

*Published online: May 30, 2022*

## **Nexus Finance-Croissance : canaux de transmissions et rôle des sources alternatives de financement**

### **Résumé :**

Si le Maroc détient de forts atouts et potentialités de croissance, étant donné sa position géographique et ses ressources naturelles, le pays a néanmoins connu une baisse du rythme de la croissance passant de 4,8% en moyenne annuelle, entre 2000 et 2009, à 2,8% entre 2018 et 2019 (Rapport général d'avril 2021 de la Commission Spécialisée sur le modèle de Développement). Cet essoufflement revient principalement au manque de ressources mises à la disposition d'entreprises innovantes et à forte valeur ajoutée. Malgré le développement du secteur bancaire et des marchés de capitaux marocains, l'accès au financement constitue toujours une barrière au développement de l'entreprise marocaine, ce qui nécessite le développement de moyens financiers alternatifs. Dans une enquête menée auprès des entreprises nationales en 2019, le Haut-Commissaire au Plan (HCP) rapporte que 74% des entreprises invoquent le manque de financement comme principal frein à l'investissement, et 68% considèrent qu'il nuit au développement de leur activité.

Le présent article vise à étudier, à travers une analyse de la littérature financière théorique et empirique, le rôle de l'efficacité du secteur financier dans la croissance économique, tout en mettant l'accent sur l'importance du développement de la finance alternative. Dans un premier temps nous montrerons l'impact du développement du secteur financier sur l'allocation optimale des ressources vers des projets porteurs de croissance. Ensuite nous nous intéresserons aux différentes sources alternatives de financement, tels que le Private Equity, la microfinance ou la finance participative, ainsi que leur rôle dans la croissance économique. Finalement, nous fournirons un aperçu du contexte marocain.

**Mots clés : Développement financier, Croissance économique, Finance alternative.**

**Classification JEL : G21, G23, G24, E22, E44**

**Type de l'article : Article théorique**

### **Abstract:**

Thanks to its geographical position and its natural resources, Morocco has great assets and an important growth potential. Nonetheless, the country has experienced a slowdown in its annual growth rate, which went down from an annual average of 4.8%, between the year 2000 and 2009, to an annual average of 2.8%, between 2018 and 2019 (General Report of the Specialized Commission on the Development Model, April 2021). This economic slowdown can mostly be traced down to the lack of financial resources made available to innovative and high added value companies. In a survey conducted in 2019 upon national companies, the Moroccan High Commission for Planning (HCP) reports that 74% of the companies refer to lack of financial resources as the main obstacle to investment, and 68% of them consider it to hinder their activity's development. Despite the development of the Moroccan banking sector and financial markets, the access to finance still constitutes a challenge to the Moroccan companies' development. For this purpose, alternative financial instruments should be developed.

Through analyzing the theoretical and empirical financial literature, the current article studies the role of the financial sector's efficiency on economic growth, with an emphasis on the importance of alternative finance. First, we demonstrate the impact of the financial sector's development on the optimal allocation of resources toward growth-promoting projects. Then, we focus on the different alternative sources of finance, such as Private Equity, microfinance and Islamic finance, and their role in economic growth. Finally, we offer a preview of the Moroccan context.

**Keywords: Financial development, Economic growth, Alternative finance.**

**JEL Classification: G21, G23, G24, E22, E44**

**Paper type: Theoretical Research**

## 1. Introduction :

Plusieurs études théoriques et empiriques affirment l'existence d'une relation positive entre développement du secteur financier et croissance économique (Schumpeter, 1911 ; Goldsmith, 1969 ; King et Levine, 1993 ; Pagano, 1993 ; Jayaratne et Strahan, 1996 ; Rajan et Zingales, 1998a ; Levine 2005). Bagehot (1873), l'un des premiers économistes à mettre en évidence cette relation, souligne l'impact critique qu'a eu le système financier sur la mobilisation des capitaux et par conséquent l'essor de l'industrialisation en Angleterre. Selon lui, la capacité d'un pays à financer des projets à grande envergure revient, non pas au taux d'épargne, mais au rôle du système financier dans la mise en commun et l'allocation des capitaux. En 1911, Schumpeter souligne quant à lui que la finance stimulerait la croissance en encourageant l'innovation technologique. En effet, un système financier efficace permettrait d'identifier et de financer les entrepreneurs à grand potentiel innovateur.

En 1969, Goldsmith a été le premier à démontrer empiriquement et graphiquement l'existence d'une importante corrélation entre la taille du secteur financier et le développement économique. La grande majorité des études empiriques qui ont suivi celle de Goldsmith vont dans le même sens. Par ailleurs, ces études affirment l'existence non seulement d'une corrélation entre ces deux variables, mais également d'un lien de causalité menant du développement financier à la croissance économique (King et Levine, 1993 ; Pagano, 1993 ; Jayaratne et Strahan, 1996 ; Rajan et Zingales, 1998a ; Levine 2005).

Toutefois, à la suite de la crise financière de 2008, qui a mis en lumière les failles des systèmes financiers mondiaux, la relation positive entre finance et développement économique a été remise en cause. Certains auteurs argumentent que cette relation est aujourd'hui peu significative (Rousseau et Wachtel, 2011), d'autres affirment qu'au-delà d'un certain seuil le développement financier a un effet négatif sur la croissance économique (Arcand et al. 2015). Ces études ont principalement recours, pour la définition et la modélisation du développement financier, à des indicateurs tels que la taille du crédit bancaire et/ou des marchés financiers. Ces indicateurs ne prennent pas en compte les différents mécanismes et canaux par lesquels la finance peut stimuler la croissance économique. L'un de ces mécanismes est le recours à des sources alternatives de financement offrant à des projets n'ayant pas accès aux moyens traditionnels de financement, tels que le crédit bancaire et les marchés financiers, les capitaux nécessaires à leur déploiement et/ou développement.

Dans le présent article nous allons, à travers une analyse de la littérature financière, présenter dans un premier temps les différents canaux par lesquels le développement financier stimule la croissance économique. Dans un deuxième temps nous étudierons le rôle de la structure financière. Ensuite nous analyserons l'importance des sources alternatives de financement dans l'efficacité du secteur financier. Finalement nous confirmerons leur rôle dans le contexte marocain.

## 2. Canaux de transmissions

Pagano (1993) définit à travers une analyse théorique trois différents canaux par lesquels le développement du secteur financier stimule la croissance économique : l'augmentation du taux d'épargne, l'augmentation de la proportion de l'épargne réellement mise à la disposition de l'investissement, l'augmentation de la productivité marginale du capital.

Afin de modéliser les canaux par lesquels la finance stimule la croissance économique, Pagano (1993) se base sur le modèle AK de la croissance endogène. Il considère la fonction de croissance de type :

$$Y_t = AK_t \quad (1)$$

$Y_t$  : le niveau de production ;  $K_t$  : le stock de capital ;  $A$  : la productivité marginale du capital.

Il définit également l'investissement par l'équation suivante :

$$I_t = K_{t+1} - (1 - \delta) K_t \quad (2)$$

$\delta$  : le taux de dépréciation du capital.

Dans une économie fermée et en l'absence de gouvernement, l'équilibre du marché des capitaux implique que l'épargne nette  $S_t$  soit égale à l'investissement net  $I_t$ .

En supposant qu'une proportion de l'épargne  $(1 - \emptyset)$  est perdue dans le processus d'intermédiation alors :

$$\emptyset S = I_t \quad (3)$$

Nous pouvons déduire à partir de l'équation (1) que le taux de croissance est égal à :

$$g_{t+1} = \frac{Y_{t+1}}{Y_t} - 1 = \frac{K_{t+1}}{K_t} - 1$$

En introduisant les équations (2) et (3) et en supprimant l'indice temporel, on obtient l'équation du taux de croissance à long terme :

$$g = A\emptyset s - \delta$$

$s$  : le taux d'épargne brute  $\frac{S}{Y}$

Le modèle de Pagano (1993) permet donc de déceler 3 canaux par lesquels le développement financier affecte la croissance économique :

### 2.1. En augmentant le taux d'épargne 's'

Un système financier efficient et développé offre des placements mieux rémunérés et une meilleure diversification des risques. Cependant, Pagano (1993) précise que l'effet du développement financier sur le taux d'épargne reste ambigu : des placements mieux rémunérés et moins risqués incitent à réduire l'épargne de précaution. Il explique que l'effet du développement financier sur le taux d'épargne est négatif si le coefficient d'aversion relative au risque est supérieur à 1, et positif si ce coefficient est inférieur à 1.

Saint Paul (1992), part de la supposition que le coefficient d'aversion relative au risque est inférieur à 1, ce qui implique qu'une meilleure diversification du risque encouragerait l'épargne. En permettant une meilleure diversification du risque, le développement du secteur financier, s'il réduit l'épargne de précaution, permet néanmoins l'augmentation de l'épargne dirigée vers les investissements risqués et les projets innovants.

De plus, si le modèle de Pagano (1993) se base sur l'hypothèse d'économies fermées, la mondialisation financière rend cette hypothèse obsolète et peu pertinente. Ceci impliquerait qu'un développement du système financier national permettrait non seulement de diriger l'épargne domestique vers des projets d'investissement nationaux, mais également d'attirer des investisseurs étrangers en leur offrant une meilleure rentabilité et diversification du risque.

### 2.2. En augmentant la proportion $\emptyset$ de l'épargne réellement mise à la disposition de l'investissement

Une partie de l'épargne récoltée n'est pas transformée en investissement et est perdue dans le processus d'intermédiation financière, sous forme d'écart de taux en ce qui concerne le financement bancaire, ou sous forme de commission et frais pour les sociétés de courtages en ce qui concerne les marchés financiers. Ces coûts intermédiaires traduisent généralement les coûts de la recherche d'information ainsi que les coûts de gouvernance provoqués par l'asymétrie de l'information.

Le développement financier permet de réduire les coûts de recherches d'informations, grâce à l'apparition et au développement d'activités complémentaires, tels que les entreprises de notation de crédit, ou les entreprises d'analyses financières.

Le développement financier permet également de réduire les coûts de gouvernance, grâce au développement du cadre légal régissant les activités financières qui l'accompagne, et qui permet d'assurer l'application des obligations contractuelles.

### 2.3. En augmentant la productivité marginale du capital

Un système financier développé facilite l'allocation optimale des capitaux vers des projets à fort potentiel de croissance, grâce à un meilleur accès à l'information, permettant de mieux évaluer les différentes opportunités d'investissement, et à une mutualisation du risque qui incite les investissements dans des technologies plus risquées, mais également plus productives.

J.Wurgler (2000) étudie empiriquement la relation entre développement financier et productivité du capital. Il démontre que, sur un échantillon de 65 pays, le développement des marchés financiers permettait une meilleure allocation du capital, en augmentant la part de l'investissement allouée aux industries en pleine croissance et en baissant celle des industries en déclin.

Pour pallier le manque d'indicateurs et de données évaluant le développement financier, J.Wurgler (2000) utilise des indicateurs quantitatifs mesurant la taille de l'activité financière. Il calcule un indicateur synthétique, prenant en considération le ratio capitalisation boursière/PIB ainsi que le ratio crédit/PIB, afin d'évaluer le développement financier d'un pays. L'auteur se base sur les suppositions des travaux précédents selon lesquelles plus d'activité financière refléterait une baisse du coût du capital, et donc un système financier plus compétitif avec des institutions financières plus performantes.

Pour estimer la qualité de l'allocation du capital dans un pays, il se base sur la régression log-linéaire suivante :

$$\ln \frac{I_{ict}}{I_{ict-1}} = \alpha_c + \eta_c \ln \frac{V_{ict}}{V_{ict-1}} + \varepsilon_{ict}$$

$I_{ict}$  : la formation brute de capital concernant l'industrie 'i' dans le pays 'c' durant l'année 't'.

$V_{ict}$  : la valeur ajoutée de l'industrie 'i' dans le pays 'c' durant l'année 't'.

Le coefficient de pente  $\eta_c$  représente l'élasticité de l'investissement alloué à une industrie par rapport à sa valeur ajoutée. Ce coefficient traduit jusqu'à quel degré le pays 'c' augmente-il ses investissements dans les industries en croissance et baisse-t-il ses investissements dans les industries en déclin.

J.Wurgler (2000) arrivent à la conclusion que ce coefficient est fortement corrélé au niveau de développement du secteur financier des pays étudiés.

## 3. Structure financière : Quel impact sur la croissance ?

### 3.1 Banques vs marché

Pour financer des investissements, les entreprises ont traditionnellement recours à deux sources de financement : l'emprunt bancaire ou les marchés financiers.

Le financement relationnel bancaire présente de nombreux avantages grâce à la relation de confiance instaurée entre le prêteur et l'emprunteur. Cette relation étroite offre aux banques un accès privilégié à des informations privées, ce qui permet une meilleure allocation du capital et une meilleure gouvernance (Ramakrishnan et Thakor, 1984 ; Rajan et Zingales, 2001). Ce type de financement permet aux investisseurs de limiter les problèmes liés à l'asymétrie de l'information et donc de réduire les coûts de sélection adverse (ex-ante) et d'aléa moral (ex-

post), particulièrement lorsque le cadre légal n'est pas assez développé pour assurer le respect des engagements.

Cette relation offre également aux entreprises financées une stabilité financière et une croissance sur le long terme. Les banques peuvent fournir un financement aux entreprises tout au long des différentes étapes de leur développement (Stulz, 2002). Elles peuvent également soutenir les entreprises, avec lesquelles elles entretiennent des relations étroites, en cas de crise. Pour illustrer ce point, Rajan et Zingales (2001) prennent l'exemple d'une entreprise en crise et dont la survie peut s'avérer bénéfique aux employés, aux consommateurs, au gouvernement et aux actionnaires. En cas de dominance des marchés financiers, les potentiels investisseurs demanderont des taux d'intérêt élevés, proportionnels au risque. L'entreprise en question aura donc de fortes chances de manquer de moyens de financement et par conséquent de faire faillite. Cependant, dans le cas du financement relationnel bancaire, la relation qu'entretient la banque avec cette entreprise, et la confiance qu'elle a en son potentiel, lui permet de la financer à un faible taux d'intérêt puis de renégocier ce taux une fois l'entreprise en bonne santé. Par ailleurs, les banques permettent également de financer les investissements des petites et moyennes entreprises (PME) non introduites en bourse.

Toutefois le financement bancaire présente certaines limites, parmi lesquelles nous citons la faiblesse des signaux de prix. En effet, le taux d'intérêt est négocié entre les deux parties et peut ne pas représenter la valeur intrinsèque du risque lié au projet. Les entreprises, en ayant facilement accès au financement bancaire, ignorent les signaux renvoyés par la faiblesse de leurs Cash-flows et continuent d'investir. À long terme, ces entreprises finissent par détruire de la valeur et freinent ainsi la croissance (Rajan et Zingales, 2001). Par opposition, la rencontre entre offre et demande permise par les marchés financiers résulte en un prix se rapprochant de la valorisation intrinsèque de l'investissement. Sur un marché financier, les investisseurs potentiels permettent à l'entreprise d'avoir une appréciation objective des risques et coûts liés à un investissement.

Le financement bancaire se caractérise par l'opacité et le manque de transparence ayant pour but de protéger la relation entre les deux parties de la concurrence. Cette opacité rend l'actif financier très peu liquide (Rajan et Zingales 2001). Dans le cas de la défaillance de la banque, les investisseurs rencontreront des difficultés à recouvrer leurs créances, contrairement au financement par marché où les actifs peuvent être revendus. Ceci peut s'avérer très coûteux pour le système financier.

### **3.2 Structure financière optimale ?**

Le système bancaire et les marchés financiers sont deux sources de financement concurrentes et complémentaires. La structure financière peut donc évoluer selon les besoins et le niveau de développement de chaque pays (Allen et Gale, 2000 ; Song et Thakor, 2010 ; Demirgüç-Kunt, Feyen, et Levine, 2013). Dans les pays en développement par exemple, les marchés d'action, à cause de l'absence de systèmes sophistiqués de contrôle leur permettant de fonctionner de manière optimale, encourageraient le profit à court terme, contrairement aux banques qui offriraient une source stable de financement (Singh et Weisse, 1998).

Tolina Fufaa et Jaebeom Kim (2018) étudient l'impact de la structure financière sur la croissance économique. En se basant sur la classification de la Banque mondiale, ils séparent les pays étudiés en quatre sous-groupes pour constituer des échantillons plus homogènes : pays européen à revenu élevé, pays non européen à revenu élevé, pays à revenu intermédiaire supérieur et pays à revenu intermédiaire inférieur. Afin d'évaluer le développement des marchés d'action, ils utilisent 3 indicateurs : le taux de rotation, reflétant la liquidité du marché d'action comparée à sa taille, la capitalisation boursière reflétant la taille du marché comparée à l'économie, et la valeur échangée reflétant l'activité du marché comparée à l'économie. Ils utilisent également 3 indicateurs pour évaluer le développement du système bancaire : le crédit

bancaire, le crédit octroyé par les banques et autres institutions financières au secteur privé, et les dettes liquides.

Les résultats de l'étude montrent que : 1) pour les pays à revenu intermédiaire inférieur, seul le crédit bancaire stimule significativement la croissance, 2) le développement du système bancaire et des marchés financiers ont tout les deux un impact positif significatif sur la croissance des pays à revenu intermédiaire supérieur, 3) pour les pays à revenu élevé non européens, le développement des marchés financiers est le seul facteur impactant significativement la croissance, contrairement aux pays européens où le crédit bancaire est le seul facteur.

Nous pouvons en déduire que la structure financière optimale dépend non seulement du niveau de développement du pays, mais également de plusieurs autres facteurs spécifiques à ce dernier, tels que l'aversion au risque, la structure industrielle et la structure technologique (Dezhu Ye, Yunjue Huang, Fanqing Zeng, 2021). Ce qui rend la détermination d'une structure financière optimale très complexe.

Par ailleurs, il existe plusieurs sources de financement, autre que le financement bancaire et les marchés financiers, qu'il faudrait prendre en compte pour évaluer l'efficacité des systèmes financiers.

#### **4. Financement alternatif :**

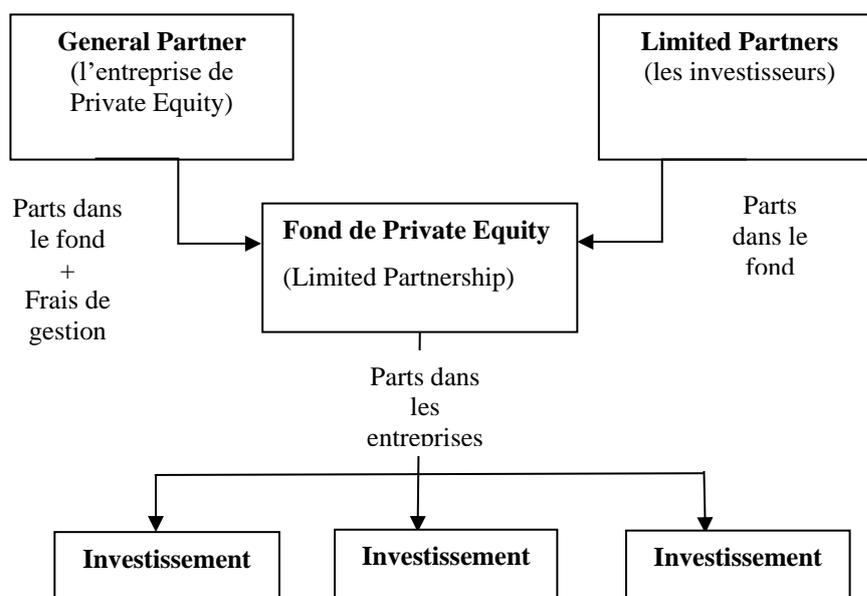
Plusieurs études empiriques ont démontré le rôle des modes de financement alternatifs, tels que la Private Equity (R.P. Pradhan et al., 2018 ; Keuschnigg, 2004 ; Samila et Sorenson, 2011), la microfinance (Ahlin et Jiang, 2008 ; Yusupov, 2012 ; J.M. Banton et A.F. Monsia, 2021) ou la finance participative (Grira et al., 2016), dans la croissance économique. La plupart de ces études soulignent l'investissement et l'allocation optimale des ressources comme principale source de croissance économique. Nous pouvons donc en conclure que les modes de financement alternatifs stimulerait la croissance à travers le canal de transmission qu'est l'augmentation de la productivité du capital (Pagano, 1993)

##### **4.1. Private Equity :**

Le Private Equity constitue un mode de financement alternatif, permettant à des fonds d'investissement d'acquérir des parts dans des entreprises non cotées, ou de racheter des entreprises cotées puis de les retirer du marché d'actions, pour ensuite les introduire/ réintroduire en bourse.

Les entreprises de Private Equity gèrent un ou plusieurs fonds avec une durée de vie allant de dix à douze ans. Le capital de ces fonds provient d'investisseurs passifs majoritaires, Limited Partners, (personnes fortunées et/ou investisseurs institutionnels tels que des assurances, des caisses de retraites...), et d'investisseurs actifs minoritaires, General Partners (l'entreprise de Private Equity). Ces derniers gèrent le capital du fonds en identifiant les investissements attractifs, en conseillant et assistant les entreprises dans lesquelles ils investissent sur toutes les décisions stratégiques (Samila et Sorenson, 2011). Les managers du fonds (General Partners), en détenant une part du capital, ont donc de fortes incitations à choisir des entreprises à forts potentiels et à les accompagner de façon efficace.

Fig. 1 : Structure du fond de Private Equity



Source : Conroy et Harris, 2007

Les investissements en Private Equity peuvent concerner les différents stades cruciaux de la vie d'une entreprise (Conroy et Harris, 2007). Plusieurs formes de fonds de Private Equity existent selon le niveau de développement des entreprises financées : capital risque, capital développement, capital transmission et capital retournement (Fig. 2). Les entreprises constituant le portefeuille des fonds varient donc d'entreprises très jeunes et innovantes (venture capital) aux entreprises plus matures (buyouts).

Les fonds de capital-risque sont des intermédiaires financiers offrant, grâce à la mise en commun de capitaux provenant de nombreux investisseurs, une source de financement importante pour les jeunes entreprises innovantes n'ayant pas accès, à cause de leur caractère risqué, aux moyens traditionnels de financement. En échange d'une part dans l'entreprise, les fonds de capital-risque mettent à la disposition de cette dernière, en plus du capital, leur expérience, compétence et réseau (R.P. Pradhan et al., 2018).

L'accès au capital constitue l'une des barrières auxquelles sont confrontés les jeunes entrepreneurs. En allégeant cette contrainte, le capital-risque permet de stimuler la croissance économique en offrant aux bonnes idées un moyen d'être financées (Keuschnigg, 2004). Les entreprises de capital risque constituent un canal par lequel le capital est dirigé vers le financement d'idées innovantes et risquées. Contrairement aux investisseurs individuels (business angels), les entreprises de capital risque détiennent une expérience et des compétences qui leur permettent de choisir et d'incuber efficacement ces startups (Samila et Sorenson, 2011). Par ailleurs, le succès d'entreprises financées par le capital-risque peut motiver d'autres jeunes entrepreneurs à lancer leurs entreprises. Le capital-risque stimule donc la croissance grâce à la création d'entreprises et l'innovation.

De la même manière que le capital-risque, les investissements en capital développement permettent d'offrir aux jeunes entreprises, connaissant une très forte croissance, un moyen de développer leurs activités, et d'accéder à de nouveaux marchés.

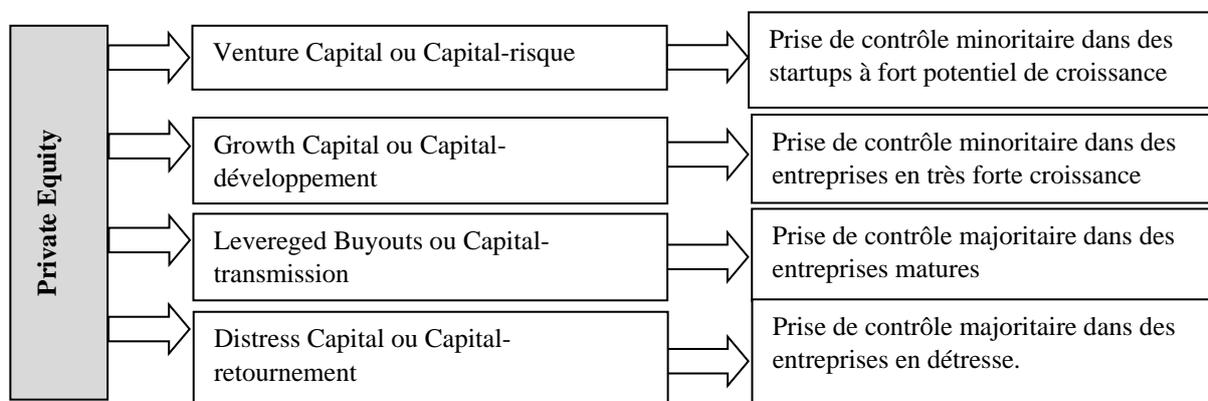
Le capital transmission ou Leverage Buyouts (LBO) est quant à lui défini comme le rachat d'une entreprise mature par une entreprise d'investissement spécialisée, en ayant recours en grande partie au financement par emprunt, entre 60% et 90% associés à une petite part de capitaux propres (Kaplan et Stromberg, 2009). Le recours à ce type d'opération se fait lorsque les actionnaires majoritaires souhaitent quitter l'entreprise. En étant propriétaire majoritaire, le

fond de Private Equity apporte ses compétences et son expérience afin de procéder à une restructuration de l'entreprise cible. De nombreuses études démontrent le rôle des LBO dans l'amélioration de la gouvernance, de la performance et de la productivité des entreprises (Davis et al, 2009 ; Harris et al, 2005 ; Gottschalg, 2007).

Les fonds de capital retournement, quant à eux, permettent de fournir aux sociétés en difficulté les capitaux nécessaires pour financer un plan de redressement. En contrepartie de ce capital le fonds acquiert la majorité de l'entreprise. En période de récession, les investissements en capital retournement permettent d'éviter la liquidation d'un certain nombre d'entreprises en difficulté, participant ainsi au soutien de l'activité économique.

Les investissements en Private Equity permettent donc de financer les idées innovantes, d'offrir des capitaux et leurs compétences aux entreprises afin de soutenir leur développement ou de les soutenir en cas de crise. En favorisant et en accompagnant la création, le développement et la stabilité des entreprises ainsi qu'en encourageant l'innovation, ils permettent donc de stimuler la croissance et le développement de l'économie.

*Fig. 2 : Les différentes formes de PE*



*Source : Adapté par l'auteur*

Par ailleurs, le private equity est un mode de financement hybride, qui allie les bénéfices du financement bancaire et des marchés financiers. Au même titre que le financement bancaire relationnel, l'entreprise de Private Equity est investie dans l'entreprise cible, en lui fournissant le capital et les compétences nécessaires, tout au long des différents stades de son développement. Toutefois, en introduisant l'entreprise en bourse, ce type de financement règle le problème de liquidité constituant l'un des plus grands défis du financement bancaire (Rajan et Zingales 2001).

#### **4.2. La microfinance :**

La microfinance peut être définie comme « la fourniture d'un ensemble de produits financiers à tous ceux qui sont exclus du système financier formel » (Nicolas Blondeau, 2006). D'après les estimations de la Banque mondiale, en 2011, 2,7 milliards de personnes dans le monde n'ont pas accès aux services financiers formels, et ont recours, en conséquence, à des sources de financement informel plus coûteuses et moins fiables (J.M. Banton et A.F. Monsia, 2021).

En fournissant à ces personnes en situation de précarité des moyens et des sources de financement adaptés, les institutions de microfinance contribuent au développement économique et social. Ces institutions offrent aux citoyens sans revenu ou à revenu faible un capital pour devenir travailleur indépendant, ce qui leur permet par la suite, grâce à l'accumulation du capital (l'épargne), de devenir entrepreneurs, en développant leurs activités (Ahlin et Jiang, 2008 ; Yusupov, 2012 ; J.M. Banton et A.F. Monsia, 2021). Des études empiriques ont été également menées pour analyser l'impact de la microfinance sur la

croissance économique. Lacalle-Calderon et al. (2015), étudient et comparent, dans un panel de 67 pays en développement de 2001 à 2011, l'impact des aides publiques au développement (APD) et de la microfinance sur la croissance. Les résultats de l'étude montrent que la microfinance stimule significativement la croissance à travers l'investissement privé, contrairement aux APD, n'ayant aucun effet sur la croissance.

L'investissement privé et la création de microentreprises sont deux canaux par lesquels la microfinance stimule le développement économique et social. En offrant des sources de financement peu coûteuses et fiables, les institutions de microfinance encouragent les personnes en précarité non seulement à avoir un revenu en créant leur microentreprise, mais également à embaucher d'autres personnes en situation précaire.

Toutefois, Sodokin et Donou-Adonsou (2010), en étudiant un échantillon de 7 pays membres de l'Union Economique et Monétaire des Pays de l'Afrique de l'Ouest sur une période allant de 1999 à 2005, arrivent à la conclusion que des efforts complémentaires entre institutions de microfinance et banques sont nécessaires pour une meilleure allocation des capitaux. La microfinance à elle seule ne peut pas avoir un effet significatif, durable et macroéconomique sur la croissance (Copestake et Williams, 2011 ; Buera et al., 2012).

### **3.3. La finance islamique :**

La finance islamique peut être définie comme les pratiques financières conformes aux lois islamiques ou la Shari'ah. Ces pratiques reposent sur un ensemble de principes tels que l'interdiction de l'intérêt (Riba) et de la spéculation, et le recours à la place au partage des gains et pertes. La finance islamique respecte également l'interdiction d'investir dans des activités considérées comme illicites telles que l'alcool, le tabac ou les jeux de hasard. L'industrie des services financiers islamiques englobe trois secteurs principaux : le secteur bancaire, les marchés de capitaux et le secteur de l'assurance.

Le secteur bancaire propose une panoplie de produits et services adaptés aux différents besoins des individus et entreprises. Ces produits et services peuvent être classifiés en deux catégories : un financement sans participation ayant un caractère commercial, et un financement avec participation sous forme de partenariat.

En ce qui concerne le financement sans participation, la Mourabaha et l'Ijara sont les deux types de contrats les plus utilisés. La Mourabaha est un contrat de vente à crédit conclu entre la banque et le client. Dans ce type de contrat, l'institution financière acquiert l'actif dont le client a besoin, puis le lui revend à un prix de vente égal au coût d'acquisition plus une marge commerciale. Le client procède par la suite au paiement à terme souvent sous forme de versements échelonnés sur une période déterminée. Le prix d'achat, la marge et les modalités de paiement sont préalablement précisés dans le contrat de vente. La Mourabaha diffère de la dette conventionnelle dans le sens où l'institution financière devient propriétaire du bien entre la durée d'achat et de revente, assumant ainsi tous les risques liés à la possession du bien durant cette période. Il ne s'agit donc pas d'un prêt, mais plutôt d'une vente à crédit. Par ailleurs, le financier reçoit une rémunération non pas sous forme d'intérêts, mais sous forme de marge bénéficiaire. L'Ijara quant à elle est un contrat de location ou de location-vente dans lequel la banque, tout en restant propriétaire de l'actif, le loue au client en contrepartie d'un loyer. Dans le cas d'une Ijara wa-Iqtinaa, le contrat comporte une option d'achat permettant au client d'acquérir le bien à échéance, contrairement à l'Ijara simple. À l'inverse du contrat de crédit-bail conventionnel, la banque ne peut ni demander le paiement de pénalités en cas de retard ou défaut de paiement ni modifier le montant du loyer sans la signature d'un nouveau contrat, et doit assumer une partie des risques liés à la possession du bien, notamment en assurant le bien, en garantissant sa maintenance et en s'acquittant des différents impôts et taxes.

Pour ce qui est du financement avec participation, deux instruments financiers sont utilisés : la Musharaka et la Moudaraba. La Musharaka s'apparente à une joint-venture dans laquelle la

banque et l'entrepreneur participent à l'apport en capital et à la gestion de l'entreprise. Le pourcentage de l'apport en capital de chacune des parties, ainsi que la répartition des profits est définie préalablement dans le contrat. Si les profits peuvent ne pas être proportionnels au pourcentage du capital investi, les pertes quant à elles doivent être réparties proportionnellement à ce dernier. L'entrepreneur peut agrandir sa participation dans le partenariat en achetant progressivement les parts de la banque, il s'agit dans ce cas de Musharaka décroissante. L'entrepreneur promet contractuellement d'acquérir l'ensemble des parts de la banque sur une période prédéterminée. Ce type de contrat est utilisé lorsque l'entrepreneur souhaite financer un projet qu'il désire posséder entièrement à terme. À l'inverse, la Moudaraba est un contrat de partenariat passif à travers lequel la banque, considérée comme l'investisseur (Rab-al mal), finance l'intégralité du projet sans participer à la gestion de ce dernier. L'entrepreneur (Moudarib) quant à lui assure la gestion du projet sans aucun apport en capital. Les profits sont distribués selon un pourcentage prédéfini dans le contrat. Toutefois, les pertes sont entièrement supportées par Rab-al mal, sauf en cas de négligence, de mauvaise gestion ou du non-respect des obligations contractuelles par l'entrepreneur.

Les marchés de capitaux islamiques proposent également de nombreux instruments financiers. Parmi ces instruments nous citons les Sukuks, définis par l'organisation internationale d'audit et des normes comptables pour les institutions financières islamiques (AAOIFI) comme étant « des certificats de valeur égale représentant des parts indivises de propriété d'actifs tangibles, d'usufruits ou de services ; ou la propriété d'actif d'un projet particulier ou d'une activité d'investissement spécifique. ». Les Sukuks sont donc des instruments financiers hybrides situés entre actions et obligations. En effet, à l'instar des actions et obligations, les Sukuks sont des titres échangés sur des marchés. Cependant, contrairement aux obligations, les Sukuks ne sont pas des instruments de dettes, mais des titres donnant droit à la copropriété ou à la jouissance sur des actifs tangibles ou des investissements sous-jacents. Ce caractère confère la légitimité participative à ce type d'instrument financier. Par ailleurs, à l'inverse des actions, représentant un droit, indéfini dans le temps, de propriété générale sur l'entreprise, les Sukuks offrent un droit de propriété sur un actif ou un investissement spécifique à échéance fixe. Les Sukuks peuvent être émis aussi bien par les entreprises que par les États.

La finance participative est donc un moyen de financement alternatif offrant une diversité d'instruments financiers pouvant répondre aux besoins spécifiques de chaque entrepreneur tout en respectant ces valeurs et croyances religieuses. Ce type de financement stimule l'investissement et la croissance économique dans les pays musulmans, étant majoritairement des pays en développement. Dans ces pays musulmans, la demande pour la finance participative est de plus en plus importante. En effet, les individus dans ces pays ont besoin de services financiers adaptés à leurs croyances (Girra et al., 2016).

Le développement de la finance participative ne s'est pas restreint aux pays musulmans. Ce type de financement alternatif a connu, partout dans le monde, une croissance annuelle moyenne allant de 15% à 20% (Abedifar et al., 2016). Par ailleurs, durant la crise de 2008, la finance participative s'est avérée plus résiliente que la finance traditionnelle face aux chocs financiers (Bitar et al., 2017). Cette résilience pourrait être liée au principe de partages des gains et pertes et à l'interdiction des opérations de spéculations, intrinsèques à ce mode de financement.

## **5. Un aperçu du contexte marocain :**

Si certaines études se sont intéressées au rôle de la finance islamique dans le contexte marocain (Adil Cherkaoui, 2016), aucune étude n'a analysé l'impact que pourrait avoir une

diversification des sources de financement, grâce au recours aux sources alternatives de financement, sur la croissance économique au Maroc.

Dans une enquête menée en 2019 auprès des entreprises nationales, le Haut-Commissaire au Plan (HCP) fait état des contraintes financières auxquelles font face les entreprises marocaines. Au Maroc, 46% des grandes entreprises (GE) et seulement 18% des très petites, petites et moyennes entreprises (TPME) ont recours au financement externe, dans 93% des cas sous forme de crédit bancaire. Si le crédit bancaire est le mode de financement externe le plus utilisé par l'ensemble des entreprises marocaines quelle que soit leur taille, il reste néanmoins peu adapté aux besoins de ces entreprises. Certaines entreprises ont affirmé éviter de contracter des crédits, notamment à cause des taux d'intérêt élevés dans 40% des cas, des garanties excessives dans 34% des cas, et de raisons religieuses dans 33% des cas. Pour les très petites entreprises (TPE), 28% de celles qui font appel au crédit n'ont pas de réponse favorable.

Le recours aux marchés boursiers ne constitue, quant à lui, que 0,1% des opérations de financement externe, et n'est réservé qu'aux GE qui ne représentent que 7% du tissu des entreprises au Maroc.

En ce qui concerne les moyens de financement alternatifs, ils ne représentent que 7% des modes de financement externes, avec un pourcentage de 1,4% pour les banques islamiques ou participatives, et 0,6% pour le capital-risque.

Le manque de financement adapté aux besoins des entreprises constitue un réel frein à la croissance marocaine. 74% des entreprises invoquent le manque de financement comme principal frein à l'investissement, et 68% considèrent qu'il nuit au développement de leur activité.

Afin de stimuler l'investissement, l'innovation et la croissance économique, des sources alternatives de financement doivent être proposées aux entreprises. En développant les produits et services de la finance participative, les entreprises soucieuses de la dimension religieuse dans leur choix de financement pourront avoir recours à ce moyen de financement leur offrant des solutions diversifiées et adaptées à leurs besoins ainsi qu'à leurs valeurs, ce qui les encouragerait à investir davantage et à développer leurs activités. En développant des fonds de capital investissement des entreprises innovantes, n'ayant pas accès, à cause de leur caractère risqué, aux moyens traditionnels de financement, nous trouverons des investisseurs qui leur fourniront le capital et savoir-faire nécessaire à leur croissance. Finalement, en mettant en place des produits et services de la microfinance, des individus en précarité pourraient trouver le capital nécessaire à la création de leur microentreprise.

## **6. Conclusion :**

Comme nous avons pu le démontrer auparavant, la taille du marché financier ou la taille du marché du crédit, ne constituent pas des critères pertinents à prendre en compte lors l'évaluation du développement des systèmes financiers. Ces deux indicateurs ne traduisent pas forcément l'efficacité du secteur bancaire ou des marchés financiers quant à l'allocation optimale des capitaux. De plus, dans certaines circonstances, d'autres sources alternatives de financement peuvent s'avérer plus intéressantes pour la stimulation de la croissance économique à travers l'innovation et la création de jeunes entreprises. En effet, de nombreuses entreprises nouvelles, innovantes et donc considérées comme risquées se voient refuser l'accès aux moyens de financement traditionnels. Ceci considère un réel frein au développement d'activités à fortes valeurs ajoutées. D'autre part, plusieurs entrepreneurs dans des pays musulmans, tels que le Maroc, refusent de contracter des crédits pour des raisons religieuses, ce qui limite le développement de leurs activités et donc de la croissance du pays.

L'efficacité d'un système financier dépend donc de sa capacité à fournir des moyens de financement diversifiés, adaptés et spécifiques à chaque besoin, et à allouer les capitaux aux projets les plus productifs.

Analyser le rôle du développement financier dans le développement économique nécessite donc la mise en place, le développement et l'utilisation d'indicateurs traduisant non pas la taille, mais l'efficacité du secteur financier dans l'allocation des capitaux vers des projets innovants et porteurs de croissance. L'une des principales limites du recours à des indicateurs tels que la taille du crédit bancaire et/ou des marchés financiers pour définir et modéliser le développement financier est que ces indicateurs ne permettent pas de prendre en compte les différents mécanismes et canaux par lesquels la finance stimule la croissance économique.

Ce travail de recherche constitue un appel à développer des modèles et indicateurs d'évaluation d'un développement financier au profit de la croissance.

### Références :

- (1) Abedifar, P., Hasan, I., Tarazi, A. (2016) : « Finance-growth nexus and dual-banking systems: Relative importance of Islamic bank », *Journal of Economic Behavior and Organization*, vol. 132, pp. 198–215.
- (2) Adil Cherkaoui (2016) : « La Finance Islamique au Maroc : l'Alternative Ethique », *Finance & Finance Internationale*, vol. 2.
- (3) Ahlin, C., & Jiang, N. (2008) : « Can micro-credit bring development? », *Journal of Development Economics*, vol. 86, pp. 1–21.
- (4) Allen, F., et Gale, D. (2001) : « Comparing financial systems ». MIT press.
- (5) Asli Demirgüç-Kunt, Erik Feyen, Ross Levine (2013) : « The Evolving Importance of Banks and Securities Markets », *The World Bank Economic Review*, Vol. 27, Issue 3, pp. 476-490.
- (6) BAGEHOT, W. (1873). *Lombard Street: A Description of the Money Market*, *History of Economic Thought Books*, McMaster University Archive for the History of Economic Thought
- (7) Bantoa Jean Michel, Monsia Atokê Fredia (2021) : « Microfinance institutions, banking, growth and transmission channel: A GMM panel data analysis from developing countries », *The Quarterly Review of Economics and Finance*, vol.79, pp. 126-150.
- (8) Beck T. et Levine R. (2002) : « Industry Growth and capital accumulation: does having a market- or bank-based system matter? », *Journal of Financial Economics*, vol. 64, pp. 147-180
- (9) Bitar, M., Madies, P., Taramasco, O. (2017) : « What makes Islamic banks different? A multivariate approach. », *Economic Systems* vol. 41, pp. 215–235.
- (10) Blondeau, N. (2006) : « La microfinance : Un outil de développement durable ? », *Études*, vol. 405, pp. 188-198. <https://doi.org/10.3917/etu.053.0188>
- (11) Buera, F., Kaboski, J. P., & Shin, Y. (2012): « The Macroeconomics of Microfinance. » Cambridge, M.A: NBER Working Paper No. 17905.
- (12) Commission Spécialisée sur le modèle de Développement (2021) : « Le nouveau modèle de développement », *Rapport Générale d'Avril 2021*.
- (13) Copestake, J., & Williams, R. (2011): « What is the impact of microfinance, and what does this imply for microfinance policy and for future impact studies? », *Oxford Policy Management*.

- (14) Davis S, Haltiwanger J, Jarmin R, Lerner J, and Miranda J (2009): "Private equity, Jobs and Productivity," in *The Global Economic Impact of Private Equity Report 2009*, World Economic Forum.
- (15) Dezhu Ye, Yunjue Huang, Fanqing Zeng (2021) : « Does structural matching between finance and the real economy promote economic growth? », *International Review of Economics and Finance*, vol. 73, pp. 11-29
- (16) Fenghua Song, Anjan V. Thakor (2010) : « Financial System Architecture and the Co-evolution of Banks and Capital Markets », *The Economic Journal*, vol. 120, issue 547, pp. 1021-1055.
- (17) GOLDSMITH, R. W. (1969). *Financial Structure and Development*. New Haven, Conn.: Yale University Press.
- (18) Gottschalg O (2007): "Private Equity and Leveraged Buy-outs Study," Study for the European Parliament.
- (19) Grira J., Labidi C. (2021): « Banks, Funds, and risks in islamic finance: Literature & future research avenues », *Finance Research Letters*, vol.41.
- (20) Grira, J. and Labidi, C. (2016) : « How International Standards Apply to Emerging Countries? », Boubaker, S., Buchanan, B. and Nguyen, D.K. (Ed.) *Risk Management in Emerging Markets*, Emerald Group Publishing Limited, Bingley, pp. 587-605. <https://doi.org/10.1108/978-1-78635-452-520161030>
- (21) Harris R, Donald S and Wright M (2005): "Assessing the impact of management buyouts on economic efficiency: plant-level evidence from the United Kingdom," *The Review of Economics and Statistics*, vol.87, pp. 148-153.
- (22) Haut-Commissaire au Plan (2019) : « Enquête nationale auprès des entreprises ».
- (23) Jayaratne. J & Strahan. P (1996). *The Finance-Growth Nexus: Evidence from Bank Branch Deregulation*, *Quarterly Journal of Economics* 111, 639-670.
- (24) KING, R. G., and R. LEVINE (1993). "Finance and Growth: Schumpeter Might Be Right," *Quarterly Journal of Economics* 108: 717–738.
- (25) Lacalle-Calderon, M., Chasco, C., Alfonso-Gil, J., & Neira, I. (2015) : « A comparative analysis of the effect of aid and microfinance on growth. », *Canadian Journal of Development Studies*, vol. 36, pp. 72–88.
- (26) PAGANO M. (1993), « Financial Markets and Growth: an Overview », *European Economic Review*, vol. 37, pp. 613-622.
- (27) Pradhan R.P. et al. (2018) : « Endogenous dynamics between innovation, financial markets, venture capital and economic growth: Evidence from Europe », *Journal of Multinational Financial Management*, vol. 45, pp. 15–34.
- (28) RAJAN R. G. et ZINGALES L. (1998), « Financial Dependence and Growth », *American Economic Review*, vol. 88, n° 3, pp. 559-586.
- (29) RAJAN R. G. et ZINGALES L. (2001) : « FINANCIAL SYSTEMS, INDUSTRIAL STRUCTURE, AND GROWTH », *Oxford Review of Economic Policy*, Vol. 17, No. 4, FINANCE, LAW, AND ECONOMIC GROWTH, pp. 467-482
- (30) Saint-Paul, G. (1992) : « Technological choice, financial markets and economic development », *European Economic Review*, vol. 36, pp. 763–781.
- (31) Sampsa Samila, Olav Sorenson (2011) : « Venture Capital, Entrepreneurship, and Economic Growth. », *The Review of Economics and Statistics* vol. 93, pp. 338–349.
- (32) SCHUMPETER, J. (1911) : « A Theory of Economic Development », Harvard University Press.
- (33) Singh A. et Weisse B. A. (1998): « Emerging stock markets, portfolio capital flows and long-term economic growth: micro and macroeconomics perspectives », *World Dev.*, vol. 26, pp. 607-622.

- (34) Sodokin, K., & Donou-Adonsou, C. (2010) : « Banks, microfinance institutions and economic growth in the West African Economic and Monetary Union. », African Development Review, vol. 22, pp. 495–510.
- (35) Steven N. Kaplan et Per Stromberg (2009): « Leveraged Buyouts and Private Equity», Journal of Economic Perspectives, American Economic Association, vol. 23, pp. 121-46.
- (36) Stromberg, P. (2009) : « The Economic and Social Impact of Private Equity in Europe: Summary of Research Findings »
- (37) Tolina Fufaa, Jaebeom Kim : « Stock markets, banks, and economic growth : Evidence from more homogeneous panels », Research in International Business and Finance, vol. 44, pp. 504-517
- (38) Wurgler, J. (2000) : « Financial Markets and the Allocation of Capital », Journal of financial Economics, vol. 58, pp. 187-214.
- (39) Yusupov, N. (2012) : « Microcredit and development in an occupational choice model. », Economics Letters, vol. 117, pp. 820–823.