

Éditorial

Finance et PME: quels champs pour quels enjeux?

Bernard Belletante and Nadine Levratto

Volume 8, Number 3-4, 1995

URI: <https://id.erudit.org/iderudit/1008357ar>

DOI: <https://doi.org/10.7202/1008357ar>

[See table of contents](#)

Publisher(s)

Presses de l'Université du Québec

ISSN

0776-5436 (print)

1918-9699 (digital)

[Explore this journal](#)

Cite this document

Belletante, B. & Levratto, N. (1995). Éditorial : finance et PME: quels champs pour quels enjeux? *Revue internationale P.M.E.*, 8(3-4), 5–42.
<https://doi.org/10.7202/1008357ar>

Article abstract

The purpose of this paper is to identify how SME's are taking into consideration within the field of financial economics and to propose a state of art. On this basis is then proposed a kind of research agenda. So, after having defined the theoretical challenge in which we are involved, Section 1 shows how the questions about small firms finance may be answered using standard financial analysis, whereas Section 2 aims at explaining the characteristics of financial policies implemented by SME's.

Using firstly industrial demography tools, we examine financial characteristics of firms employing less than 500 workers according to their age, what permits us then to compare the results obtained to available theoretical approaches. Secondly, and as far as financial policy of SME's is concerned, pointing up some fields of analysis authorises us to understand better the measures adopted, as well as the strategic dimension of the policies implemented.

Éditorial

Finance et PME: quels champs pour quels enjeux ?

Bernard BELLETANTE*
Groupe ESC Lyon
Nadine LEVRATTO**
LATAPSES

RÉSUMÉ

Ce travail veut rendre compte d'une manière d'aborder la PME sous un angle financier et dresser un état de la littérature existante, lequel état permet de repérer des axes de recherches. Après avoir situé le positionnement théorique de ce type de questionnement et défini le cadre d'analyse dans lequel il se situe, sont proposés des axes permettant de déterminer la place des PME dans l'économie financière et d'explicitier les déterminants ainsi que les formes prises par les politiques financières de ces entreprises.

Est ainsi suggérée une approche du positionnement financier à partir de la démographie d'entreprise; ce qui permet de procéder à un examen des spécificités financières de la PME au regard des différentes approches théoriques disponibles. En ce qui concerne l'analyse des politiques financières, de l'identification de cadres d'analyse découle une analyse heuristique des différents aspects stratégiques identifiés.

ABSTRACT

The purpose of this paper is to identify how SME's are taking into consideration within the field of financial economics and to propose a state of art. On this basis is then proposed a kind of research agenda. So, after having defined the theoretical challenge in which we are involved, Section 1 shows how the questions about small firms finance may be answered using standard financial analysis, whereas Section 2 aims at explaining the characteristics of financial policies implemented by SME's.

Using firstly industrial demography tools, we examine financial characteristics of firms employing less than 500 workers according to their age, what permits us then to compare the results obtained to available theoretical approaches.

* Bernard Belletante est professeur de finance et coordinateur de l'Observatoire financier des entreprises moyennes. Adresse : Groupe ESC Lyon, 23, avenue Guy-de-Collongue, B.P. 174, 69132 Ecully, cedex, France.

** Nadine Levratto est chargée de recherche au CNRS et chargée de cours aux universités de Nice-Sophia Antipolis et de Corse. Adresse : LATAPSES UMR n° 42 CNRS, 250, rue Albert-Einstein, 06560 Sophia Antipolis, France.

Secondly, and as far as financial policy of SME's is concerned, pointing up some fields of analysis authorises us to understand better the measures adopted, as well as the strategic dimension of the policies implemented.

RESUMEN

Este trabajo quiere desarrollar la manera en que se puede abordar la pequeña y mediana empresa bajo un ángulo financiero y realizar una actualización de la literatura existente sobre la cual se pueden encontrar unas vías de investigación. Después de haber mostrado la posición teórica de sete tipo de reflexión y definido el campo de análisis en el cual se situa, son propuestas unas orientaciones que permiten determinar el lugar que ocupan las PyMEs en la economía financiera y detallar los determinantes igual que la forma tomas par la politica financiera de éstas empresas.

Así se propone un acercamiento a la postura financiera desde un punto de vista de la demografía de la empresa que permite proceder a un examen de los detalles financieros de las PyMEs en comparación a las distintas aproximaciones teóricas disponibles. En lo que concierne al análisis de la politica financiera, identificar unos campos de análisis autoriza a entender mejor tanto las medidas adoptadas como la dimensión estratégica de la politica implantada.

Introduction

Bien connu des gestionnaires, financiers et dirigeants de PME, le problème du financement de cette catégorie de firmes est longtemps resté exclusivement posé par les décideurs. Il ne suscitait qu'une attention limitée de la part des économistes, alors même qu'était déjà reconnu le rôle central occupé par les entreprises de dimension petite et moyenne dans le tissu productif. Le volume considérable de publications et de communications pour colloque observé ces dernières années nous est apparu révélateur d'un changement d'attitude à l'égard de cette question qui, à nos yeux, est loin de ne présenter qu'une dimension appliquée. Ce numéro spécial de la *Revue Internationale PME* sur le thème du financement des PME veut faire le point sur les recherches les plus récentes réalisées dans ce domaine. Il nous est donc apparu opportun de baliser le champ d'analyse ainsi défini afin de dresser un bilan des réalisations et de proposer des voies de recherche à explorer. Aussi, après avoir mis en évidence la place occupée par les PME dans l'analyse financière, nous soulignerons les spécificités du positionnement financier de ces entreprises.

1. Un cadre général d'analyse

La question de l'interface entre le secteur réel et la sphère monétaire a fait l'objet d'études nombreuses et relevant de divers champs de l'analyse économique. Des analyses de causalité ont nourri le débat entre monétaristes et keynésiens; des travaux constituant la «Credit view» voient dans l'affectation de ressources

prêtables par les banques un canal de transmission de la politique monétaire ; des recherches – s’inscrivant dans la lignée de la théorie de la croissance endogène – souvent rattachées à des travaux antérieurement réalisés dans le cadre de l’économie du développement, démontrent que l’affectation de ressources financières détermine le sentier de croissance le long duquel évolue un système économique. Mais tous s’accordent à considérer que réel et monétaire sont loin de constituer des secteurs disjoints. Existeraient au contraire des points d’ancrage, passant notamment par l’affectation de ressources financières aux unités chargées de mettre en œuvre les processus productifs, qui permettent de considérer la finance comme un intrant déterminant des fonctions de production et, par conséquent, du processus de création de valeur, apprécié en termes macroéconomiques.

Ce volet macroéconomique se révèle largement dominant au regard de la littérature abordant cette question de l’interface entre réel et monétaire dans une optique microéconomique. La relative faiblesse de cette dernière, qui s’explique notamment par l’impact considérable qu’a longtemps exercé le théorème d’indépendance de Modigliani-Miller sur la théorie financière, tend cependant à s’atténuer. Ce fait est attesté par l’intérêt démontré pour les travaux de la nouvelle école keynésienne sur l’influence exercée par le rationnement du crédit sur les performances économiques des firmes et par les analyses mettant l’accent sur la manière dont la hiérarchie des financements conditionne les possibilités de réalisation des projets d’investissement des entreprises. Se développent ainsi des recherches mettant l’accent sur l’imperfection de l’information et les difficultés rencontrées par les agents à capacité de financement pour apprécier *ex ante* la probabilité de remboursement d’un emprunteur potentiel ou la rentabilité d’un investissement financier. L’incertitude qui prévaut conduit parfois les bailleurs éventuels à refuser de réaliser une opération plutôt que d’encourir une perte en capital. Dans ce domaine, la vulnérabilité des PME dans leur globalité et, plus particulièrement, des entreprises innovantes (Levratto, 1994) ou en phase de post-entrée (Levratto et Torre, 1995) a souvent été soulignée. Le principal handicap dont souffrent ces entreprises résulte des difficultés qu’elles rencontrent à communiquer une information précise, fiable et homogène aux acteurs intervenant sur les différents segments des marchés financiers.

Néanmoins, excepté quelques contributions déjà anciennes, mais dont certaines demeurent essentielles¹, seules quelques considérations incidentes mettent l’accent sur l’influence exercée par la taille de l’entreprise demandeuse de fonds sur les termes des contrats de financement qui lui sont proposés. Ainsi, Stiglitz et Weiss (1981) soulignent que la probabilité qu’une firme soit soumise à un rationnement du crédit n’est pas indépendante de sa taille ; de

1. Arrow, 1983 et les textes réunis par Horvitz et Richardson Pettit, 1984.

même, Fazzari, Hubbard et Petersen (1988) indiquent, preuves empiriques à l'appui, que l'insuffisance de liquidité tend à s'intensifier au fur et à mesure que l'on descend les classes de tailles d'entreprise, alors qu'Evans et Jovanovic (1989) montrent que les plus petites entreprises sont soumises à des contraintes de financement plus nombreuses que celles assumées par leurs homologues de grande taille. Pour autant, et jusqu'à présent, on ne peut que constater, tout en le déplorant, le faible nombre de travaux consacrés à la question des particularités financières de la PME, cette dernière étant systématiquement appréciée au regard d'une norme qui demeure la grande entreprise.

Or, alors que dans le domaine de l'économie industrielle de nombreuses recherches soulignent les caractéristiques intrinsèques des unités de dimension petite et moyenne² et le rôle positif qu'elles jouent dans le processus d'évolution économique, beaucoup reste à faire – et par conséquent à écrire – sur la place de la PME dans l'analyse et la théorie financières. Aussi, avant de présenter les éléments de réflexion propres à notre démarche, nous souhaitons préciser que notre objectif ne consiste pas à proposer l'élaboration d'un cadre d'analyse dédié à la finance de la PME, une sphère de recherche que nous sommes loin d'assimiler à un domaine d'étude autonome devant faire l'objet d'un traitement indépendant des approches théoriques existantes. Simultanément, nous adhérons à une conception positive de la PME qui se démarque du point de vue, longtemps prédominant, selon lequel les petites entreprises seraient des firmes dans l'enfance destinées à croître et à atteindre une grande taille (Viner, 1932; Galbraith, 1956) au profit d'une approche dite « darwinienne » d'après laquelle les turbulences (Acs et Audretsch, 1989) qui concernent la population des PME seraient essentielles au processus d'évolution économique. Dans une perspective que l'on pourrait qualifier d'intégrée des phénomènes économiques, la distribution de ressources financières aux unités productives apparaît alors comme une étape cruciale du processus de création de valeur, et ce, conformément à une approche de type néo-schumpeterienne telle qu'elle est développée dans les travaux de Blinder (1987; 1988) et Blinder et Stiglitz (1983).

Dans la mesure où les systèmes productifs sont très largement constitués de PME, nous considérons que la question de relation entre la taille des entreprises et leur structure et territoire financiers, dont les retombées concrètes sont évidentes et nombreuses, mérite investigation. En effet, à l'instar d'Audretsch (1994), on peut considérer que les PME ont une fonction équilibrante dans la mesure où, d'une part, elles contribuent à l'érosion des surprofits en augmentant le volume global de l'output et où, d'autre part, elles rendent plus difficile et plus coûteuse la réalisation d'accords collusifs. Mais si, en outre, elles se

2. Acs et Audretsch (1990) ou les contributions réunies dans le numéro spécial de la *Revue d'Économie Industrielle*, 1994.

présentent comme un vecteur essentiel du changement technologique et de l'évolution de l'activité productive, alors le financement de la création de ces entreprises et des programmes d'investissement qu'elles projettent de réaliser apparaît comme l'une des clés du mouvement économique. Assimilé à une condition nécessaire, même si non suffisante, de l'activité réelle, le financement de la PME doit devenir un objet d'étude reconnu dont le traitement a vocation de permettre la prise en considération de la spécificité des relations que les entreprises appartenant à cette catégorie entretiennent avec leurs partenaires financiers et les caractéristiques des processus de décision internes liés à l'affectation des ressources financières.

Par conséquent, la réalisation de monographies ou d'études exclusivement empiriques ne peut suffire à assurer une bonne compréhension des phénomènes financiers gravitant autour de la PME. Il importe donc de baliser le champ d'investigation afin d'élaborer une analyse positive des phénomènes concrets, capable de déboucher sur des prescriptions normatives destinées à corriger les inégalités si souvent constatées du traitement financier des différentes catégories d'entreprises. Pour ce faire, il nous apparaît nécessaire de procéder d'abord au repérage de faits stylisés au sens de Lawson (1989), sur la base desquels pourront être identifiés des concepts clés, d'une part, et des pans de raisonnements théoriques, d'autre part, permettant d'aborder de manière rigoureuse la question du financement de la PME.

À l'intersection des domaines de l'analyse financière et des relations entre banques et entreprises de petite et moyenne dimension, trois éléments méritent, à notre avis, d'être isolés :

1. L'insuffisance des capitaux stables par nature, qui se traduit par ce qu'on appelle, en général, la faiblesse du haut de bilan des PME, ces dernières manquant chroniquement de fonds propres et de ressources financières d'origine bancaire ou non bancaire à moyen et long terme (Audretsch et Elston, 1994).
2. Le surendettement à court terme, corollaire de la précédente constatation, qui s'illustre notamment à travers le recours massif de cette classe d'entreprise aux crédits de trésorerie, aux découverts ou encore à l'escompte et qui explique l'adoption de normes comportementales dictées davantage par la recherche d'une flexibilité de réaction à court terme que par la mise au point de stratégies relevant de l'acquisition d'une flexibilité d'initiative (Gaffard, 1990).
3. L'étroitesse de la gamme des financements auxquels peuvent avoir effectivement accès les PME dont le territoire financier demeure restreint (Belletante, 1991), en dépit des mesures prises aussi bien à l'échelon national qu'europpéen, et qui restent une clientèle captive

des banques. La faiblesse du pouvoir de négociation qui leur est ainsi conféré se présente alors comme l'un des principaux éléments explicatifs des différentiels de taux assumés par cette classe d'emprunteurs dont les possibilités de recours aux financements désintermédiés sont trop marginales pour être considérées comme des menaces crédibles par les établissements de crédit.

À partir des trois précédents facteurs, la contrainte de financement peut être expliquée en termes de prix et de quantité. Les PME y sont soumises, tant en ce qui concerne leur exploitation que du point de vue de la réalisation de leurs programmes d'investissement à moyen et long terme (Levratto, 1995). Quoique important pour la compréhension du rôle des entreprises de moins de 500 salariés dans des économies nationales, un tel constat demeure insuffisant lorsqu'il s'agit de procéder à une analyse positive des problèmes liés aux prises de décision et d'allocation des ressources financières. Elle seule peut permettre aux PME de trouver une place dans l'analyse économique équivalente à celle qu'elles occupent dans les processus et les faits économiques. Cette problématique, dont l'aspect programmatique se révèle essentiel, a motivé la réalisation de ce numéro spécial de la *Revue Internationale PME* consacré au financement des unités de petite et moyenne dimension.

Doit être recherchée une « boîte à outils » permettant d'apprécier le comportement financier des PME, la manière dont s'effectue la prise de décision dans cette catégorie d'entreprises et les conséquences de l'allocation des ressources sur leurs performances économiques et leur positionnement concurrentiel. Ainsi exprimés, ces questionnements présentent des déterminants qui ne vont pas sans rappeler les éléments clés des approches insistant sur les fondements macro de la microéconomie ou, en d'autres termes, sur le caractère imparfait des marchés et les difficultés de coordination des actions entreprises par les agents de manière décentralisée; ces caractéristiques systémiques conférant un rôle essentiel à la dimension contractuelle des rapports entre agents, ainsi qu'aux processus d'apprentissage et d'accumulation d'informations dans le cadre de relations s'inscrivant dans la durée. C'est donc dans cette perspective que s'inscrivent les contributions rassemblées dans la présente livraison, laquelle vise à jeter les bases d'une analyse financière dédiée à la PME au sens où, à partir de la mise en exergue des caractéristiques financières de cette classe d'entreprise, pourraient être identifiés des cadres d'analyse permettant de procéder à leur rationalisation.

2. Les spécificités financières des PME

Nous partons du principe que déterminer des spécificités revient à déterminer des différences par rapport aux modèles et comportements financiers génériques

à propos desquels nous ferons l'hypothèse qu'ils correspondent au comportement financier des GE cotées sur un marché boursier. Tout en privilégiant les dimensions « prise de décision » et « allocation des ressources », nous rassemblerons les travaux théoriques et études empiriques (McMahon *et al.*, 1993) selon :

- que les PME sont porteuses de distorsions par rapport à la théorie financière standard ;
- qu'elles sont un champ particulier d'asymétrie de l'information.

2.1. Les distorsions par rapport à la théorie financière standard

2.1.1. Au regard de la constitution du risque

La première distorsion dans la constitution du risque est liée au fait que les titres de financement (actions, dettes) des PME ne font pas l'objet de transactions régulières sur un véritable marché. La quasi-totalité des PME ne sont pas cotées et, même quand elles le sont sur des marchés spécifiques³, la liquidité est généralement inférieure à celle des grandes entreprises (GE). Cette illiquidité empêche une évaluation collective par le marché et limite les possibilités de sortie des investisseurs.

Ce risque d'illiquidité pour les propriétaires des PME est d'autant plus fort qu'une des caractéristiques de la propriété du capital est d'être concentrée (environ la moitié des firmes de moins de 500 salariés ont un actionnaire qui détient la majorité des voix à l'assemblée générale des actionnaires). À cela s'ajoute le fait que la logique même de la responsabilité limitée liée aux sociétés de capitaux peut être réduite par le comportement de certains prêteurs exigeant des garanties sur les biens propres des dirigeants-actionnaires au moyen de la mise en place d'un système de cautionnements et de garanties autonomes (*cf.* Conseil National du Crédit, 1993). Cette attitude est souvent motivée par un manque de confiance dans les capacités de management des propriétaires-dirigeants. Le pouvoir étant perçu comme peu délégué, fortement concentré, il est ressenti un risque élevé de mauvaise information, d'incompétence ou de surestimation des capacités (Berryman, 1983 ; Peacock, 1985a et 1985b, 1987). De plus, les fondateurs d'une société sont considérés comme des preneurs de risques élevés, en tout cas généralement supérieurs à ce que les rendements autoriseraient sur un horizon à moyen terme (McMahon *et al.*, 1993).

3. Ex-USM au Royaume-Uni, second marché en France, Belgique, Italie.

2.1.2. *Au regard de la détermination du rendement*

Dans la logique d'allocation des ressources sous-jacente à la théorie financière standard, une des spécificités financières des PME est que leurs propriétaires ne sont pas détenteurs d'un portefeuille d'actifs financiers suffisamment diversifié. Il n'est pas rare de constater que souvent les actions de leur société constituent la quasi-totalité de leur patrimoine financier. Ils ne peuvent donc bénéficier des avantages d'une diversification des risques, et ce, d'autant plus qu'ils investissent dans leur entreprise, leur métier, leur savoir-faire et leur emploi. Cet amalgame financier et humain est un facteur considérable d'accroissement des coûts et de la probabilité de faillite.

Par ailleurs, les PME posent un problème de détermination du rendement réel. D'une part, les dirigeants-propriétaires peuvent avoir une très grande flexibilité dans le versement de leur rémunération. D'autre part, la concentration du pouvoir et la faible formalisation du système d'information peuvent conduire à l'existence d'avantages en nature, de détournement de richesse. Enfin, de nombreuses enquêtes auprès des dirigeants ont confirmé l'importance pour ces derniers de leur statut social, de leur image de réussite, de l'estime qu'ils ont d'eux-mêmes... autant d'éléments indirects non monétaires de rémunération pouvant peser sur une non-optimisation du rendement financier *stricto sensu*. Ce phénomène peut être plus fort dans les PME familiales, qui peuvent être sources de travail ou de revenus pour les membres de la famille moins compétents que des cadres «extérieurs» ou tout simplement en surnombre. Dans ce type d'entreprises, la volonté de transmettre la société peut influencer rendement et valeur. McMahan et Stanger (1993) estime néanmoins que cela est un facteur de maintien de la valeur de la firme.

Le rendement réel de la PME sera également affecté par des considérations fiscales. La fiscalité des salaires, des dividendes et des plus-values dans un contexte où, souvent, l'entreprise constitue un élément essentiel du patrimoine des dirigeants, influencera non seulement la distribution des revenus, mais aussi les choix des structures de financement et de propriété du capital; sans parler des problèmes de fraude fiscale dont l'apparition est favorisée par la difficulté d'exercer un contrôle sur un pouvoir très concentré.

2.1.3. *Au regard de l'efficience informationnelle*

Nous avons déjà mentionné que l'absence de véritable marché organisé (ou si c'est le cas pour les moyennes entreprises cotées, de marché suffisamment large et profond) est un frein à l'évaluation collective des firmes. Nous sommes en présence d'un marché imparfait des capitaux, où les coûts de transaction extrêmement élevés accroissent le coût du capital et rigidifient la structure financière des firmes, les orientant notamment vers les financements à court

terme les plus faciles à monter. C'est sur eux que «l'écart de connaissance» est considéré comme le moins important.

Une dimension spécifique de la finance des PME tient à la dimension informelle de nombreuses relations :

- D'une part, avec les autres actionnaires ne participant pas à la direction des entreprises. Forte dans les entreprises familiales, cette dimension se traduit par l'existence de relations de confiance, d'estime, de réputation réduisant le besoin et la formalisation d'information passant soit par des états financiers, soit par la voie contractuelle.
- D'autre part, avec les fournisseurs, les banquiers et le personnel de l'entreprise. L'impact du capital-réputation est fort et peut contribuer à ne pas justifier un degré élevé de formalisation de l'information, et pas simplement sur le plan financier.
- Cette moins grande formalisation possède deux conséquences managériales importantes. La première est que l'usage du capital-réputation conduit souvent à une vision et à des prises de décision à court terme. La seconde est que la concentration du pouvoir autour du dirigeant se traduit par le développement de relations en tête à tête⁴ qui ont pour conséquence soit de limiter les choix de l'entreprise, soit de renforcer les cas de négociation basés sur le *window-dressing* ou parfois sur la volonté de tromper.
- Nous noterons que ce degré d'informel peut être source d'inégalités entre les différents actionnaires et que son existence explique les problèmes organisationnels que soulève l'entrée au capital d'un partenaire financier (Stephany, 1995).
- L'ensemble des caractéristiques énoncées ci-dessus remet en cause, pour les PME, la référence au marché et à ces taux, notamment dans le processus de décision d'investissement. Nous remarquerons également que certaines peuvent être en contradiction les unes avec les autres et qu'il sera difficile de mesurer réellement leur impact⁵.

2.2. Spécificités financières des PME et asymétrie de l'information

De nombreux travaux théoriques ont confronté la dimension financière de la PME au champ de la théorie de l'agence (Jensen et Meckling, 1976) et mis en évidence plusieurs aspects particuliers.

4. *Two party transactions*.

5. Sur ce point, voir l'article de C. Picory dans le présent numéro.

Alors que certains auteurs estiment que la faiblesse des relations d'agence peut être une justification économique de l'existence des entreprises de petite taille (Hutchinson, 1991), la relation d'agence présente une grande diversité. Elle sera notamment fonction du degré de concentration du capital dans les mains de un ou de quelques actionnaires. Les coûts de surveillance et de justification seront donc fonction non seulement de la concentration de la propriété, mais aussi de la forme juridique de la PME (niveau de responsabilité de ses dirigeants), sans oublier le degré de confiance accordé au dirigeant. Ainsi, il est probable que le dirigeant d'une PME étroitement liée à l'économie régionale sera moins « surveillé » par son banquier si ce dernier a une excellente connaissance de cette dernière (Ang, 1992).

Le degré élevé d'informel dans les relations avec l'ensemble des partenaires conduit Stanger (1992) à identifier de multiples relations d'agence depuis celles existant avec les autres dirigeants-propriétaires jusqu'à celles pouvant exister avec les autres membres de la famille, les clients ou le personnel. Les problèmes d'agence dans les PME sont donc moins concentrés, contrairement aux grandes entreprises, entre les catégories d'actionnaires, mais plutôt entre les acteurs à l'intérieur de l'entreprise et les autres (Pettit et Singer, 1985). Ce sont, par conséquent, ces derniers qui seront plus enclins à mettre en œuvre des procédures de surveillance et, sur le plan financier, plus particulièrement les prêteurs et les créanciers qui font face au risque de détournement de richesse. Il y aurait là une explication aux coûts de financement par dette plus élevés pour les PME. Cela est également possible pour les fonds propres. En effet, l'absence d'un véritable marché financier rend difficiles les sorties d'actionnaires qui pourraient être en désaccord avec la politique suivie. Cela peut donc conduire les actionnaires-dirigeants à ne pas vouloir assumer les coûts d'agence et, de là, à réduire les processus de contrôle et de surveillance. Par ailleurs, des impossibilités de sortie peuvent aboutir à des conflits perturbant le processus de décision et la définition de la politique de la firme. Ainsi, pour Pettit et Singer (1985), le risque spécifique aux PME est constitué, d'une part, de l'asymétrie d'information pouvant prendre les différentes caractéristiques ci-dessus et, d'autre part, de la grande flexibilité des PME qui leur permet de modifier facilement la structure de leurs actifs.

Plusieurs travaux ont voulu tester la réalité de ces coûts d'agence dans les PME. Yazdipour et Song (1991) ont développé un modèle de détermination du niveau optimal de « détournements » en fonction de différents niveaux de contrôle. Landström (1993) tente de repérer la relation d'agence pouvant exister entre des PME et des capitalistes-risqueurs ; il arrive à la conclusion que la théorie de l'agence ne peut expliquer les comportements financiers entre ces deux types d'acteurs. Les principales raisons sont, d'une part, que les dirigeants de PME ne sont pas dans un contexte rationnel de maximisation

économique individuelle. D'autre part, la théorie de l'agence suppose une relation inverse entre les intérêts du principal et de l'agent et Landström estime que ce n'est peut-être pas le cas entre un dirigeant de PME et un capitaliste-risqueur. Enfin, il apparaît que les négociations préalables à l'entrée d'une société de capital-risque sont à même de limiter les comportements opportunistes des dirigeants de PME. Cette faible capacité de la théorie de l'agence à expliquer le comportement financier des PME était partagée par Norton (1991) qui estimait que la structure du capital des PME est davantage expliquée par des considérations fiscales et les préférences des dirigeants que par les coûts d'agence. Suret et Gagnon (1991) ont par contre constaté, à partir des documents comptables, l'importance des coûts d'agence (ces derniers sont d'autant plus élevés que la proportion de capital extérieur est grande) et la difficulté de mettre en évidence l'impact des prélèvements pour raison fiscale.

Parler d'asymétrie d'information nous conduit à envisager les travaux inclus dans le champ de la théorie du signal (Ross, 1977; Leland et Pyle, 1977). La pertinence de cette approche repose sur l'existence de nombreux cas d'asymétrie d'information, déjà analysés dans le cadre de la théorie de l'agence. Dans quelle mesure les PME peuvent-elles émettre des signaux et quels en sont les types? Remarquons tout d'abord que la majeure partie des études concernent des entreprises moyennes cotées. Il semble donc que la présence sur un marché facilite le repérage d'une activité de signalisation. Keasey et McGuinness (1992) ont trouvé des résultats significatifs montrant que la part de capital détenue par les dirigeants-proprétaires, le montant d'une augmentation de capital, le choix des partenaires financiers, ainsi que le niveau de sous-évaluation à l'introduction en Bourse constituent des signaux de la santé future de l'entreprise. Cette position n'est pas partagée par tous les auteurs (Norton, 1991).

Après avoir établi la place des PME dans l'économie financière et mis en évidence leurs spécificités, nous allons nous intéresser à la mise en œuvre des choix financiers des PME.

3. Le positionnement financier des PME

Un triple point de vue est adopté dans cette seconde partie. Dans un premier temps sera privilégié un point de vue analytique, alors que dans un second temps, c'est à la démographie des firmes que nous nous intéresserons pour enfin aborder le troisième et dernier angle d'attaque: la mise en œuvre des politiques financières.

3.1. Le point de vue théorique et analytique

La mise en évidence des spécificités financières de la PME relève soit de travaux descriptifs, soit de confrontations avec des champs théoriques. Elle aboutit

« naturellement » à une interrogation sur le caractère prédictif des résultats obtenus. Plusieurs tentatives de modèles ont vu le jour. Quels que soient leur degré d'incomplétude et leurs limites, leur présentation permet de montrer quelles sont aujourd'hui les visions globales de la finance des PME et quelles sont les pistes de recherche.

3.1.1. Vers une typologie financière des PME

Construire une telle typologie a pour objectif de relever les principales contraintes financières pouvant s'exercer sur une catégorie donnée de PME. McMahon et Stanger (1993 ; 1994) se sont attachés à déterminer les composants d'une fonction-objectif financière des PME. Reprenant l'idée de Petty et Bygrave (1993) selon laquelle l'objectif financier d'une PME est fonction de son niveau de développement et de son activité, ils distinguent :

- les PME traditionnelles contre les PME en croissance ;
- les PME industrielles, commerciales et de service.

En se basant sur les spécificités financières des PME mises en évidence ci-dessus, ils définissent six variables du comportement financier des PME :

- la variable « liquidité » souhaite mesurer et cerner l'origine des problèmes de liquidité que peuvent connaître les PME, aussi bien en termes de pression que de besoins ;
- la variable « diversification » a pour objectif de repérer le degré de diversification du patrimoine financier des dirigeants et de mesurer leur degré d'expertise et de compétence ;
- la variable « transférabilité » permet d'aborder la volonté du dirigeant à envisager la modification du pouvoir, sa propre succession et l'impact de sa réputation ;
- la variable « flexibilité » souhaite mesurer l'autonomie décisionnelle des dirigeants et l'impact de leur style de vie ;
- la variable « contrôle » aborde les conséquences de la concentration du capital, notamment sur les coûts de la faillite ;
- la variable « responsabilité » recouvre les problèmes d'agence et de production d'informations.

Le croisement de ces variables avec les catégories d'entreprises permet de mettre en évidence des comportements financiers spécifiques. Dépassant le stade de la conceptualisation, cette approche a été soumise à 147 experts internationaux dans la finance des PME (McMahon et Stanger, 1994). Il en

ressort que les quatre premières variables sont unanimement reconnues comme fondamentales dans la compréhension des politiques financières. Par contre, des réserves plus fortes sont exprimées au sujet des catégories d'entreprise, jugées insuffisamment pertinentes pour traduire la réalité économique des PME.

3.1.2. *Quid de la théorie financière standard face à la finance des PME ?*

L'existence de spécificités financières pour les PME interdit-elle la logique décisionnelle de la théorie financière standard, et en particulier l'usage du Medaf (Modèle d'évaluation des actifs financiers ou CAPM) ? Dans un premier temps, la question s'est posée de savoir comment le Medaf pouvait être utilisé pour des entreprises non cotées, en particulier des PME. Vos (1990; 1992) propose deux approches pour calculer le bêta :

- l'utilisation de β de remplacement : il s'agit d'utiliser les β du marché pour des entreprises ayant le même type d'activité économique. Cela se justifie par le fait que, par hypothèse, le risque systématique reflète la volatilité des rendements d'une entreprise par rapport au marché en fonction de son activité économique et non de sa taille. Une attention toute particulière doit malgré tout être portée sur les différences potentielles de structure financière.
- l'utilisation de β comptables, où $\beta_j = \Delta ROE_j / \Delta ROE_m$ ⁶. Cette approche suppose bien évidemment la production d'informations comptables fiables par les PME.

Les travaux de Vos (1990; 1992) montrent l'existence, pour les entreprises cotées, d'une liaison positive, statistiquement significative, entre les β de marché et les β comptables. Ces derniers ont une distribution quasi normale, ce qui n'est pas le cas de la distribution des β des sociétés non cotées. Premier problème ! Le second est qu'il n'y a pour les entreprises non cotées aucune relation statistique significative entre la rentabilité financière comptable et le β comptable. De ce fait, le Medaf semble ne pouvoir être appliqué aux PME non cotées. Les raisons sont principalement l'absence de diversification du capital humain et financier des propriétaires-dirigeants, l'absence de mobilité du capital financier et la difficulté des documents financiers à refléter précisément le rendement et le niveau de risque.

6. Avec ΔROE_j = la variation de la rentabilité financière de l'actif j entre deux périodes; ΔROE_m = la variation de la rentabilité financière du portefeuille de marché sur ces mêmes périodes.

À ce constat d'échec, McMahon et Stanger (1993 ; 1994), s'appuyant sur les variables mises en évidence précédemment, répondent qu'il faut adapter le modèle et ils proposent l'équation suivante :

Taux de rendement exigé = taux sans risque + prime liée au risque systématique
+ prime liée à la petite taille⁷

Cette prime liée à la taille reflète un risque non systématique ou, plus exactement, un risque spécifique à l'entreprise, lié aux six variables mises en évidence précédemment. Quant à l'existence concrète de cette prime liée à la taille, les auteurs renvoient les lecteurs aux travaux empiriques réalisés sur différents marchés mondiaux (qu'il s'agisse du marché principal ou d'un «second» marché) (Dimson et March, 1989) mettant en évidence un effet PME (Banz, 1981 ; Reinganum, 1981). Cette justification de la prime liée à la taille nous surprend dans la mesure où l'effet PME est, à notre avis, une contestation forte du Medaf. Non seulement l'existence d'un effet-taille est incompatible avec les hypothèses du Medaf, mais l'effet PME mesure la surréaction des rentabilités des entreprises petites et moyennes cotées par rapport aux résultats prévus par le modèle. Les explications de cet effet PME sont le désintérêt des investisseurs, la faible liquidité des titres, les difficultés pour les investisseurs de mesurer réellement leur rentabilité et le niveau de leur risque (en raison notamment de la faiblesse des transactions, de la prise en compte dans les échantillons de référence que de sociétés ayant évité la faillite et de la reconstitution fréquente des portefeuilles), l'impossibilité de prévoir correctement la croissance et l'existence d'un effet saisonnier sur les transactions des PME cotées, notamment un «effet janvier» (Keim, 1983 ; Lamoureux et Sanger, 1989). Dimson et March (1989) insistent sur la coexistence de ces différentes causes. De nombreux travaux aux États-Unis et en Australie ont depuis 1989 confirmé cet effet PME. La question est alors de savoir s'il remet totalement en cause le Medaf. Il apparaît que le Medaf n'intègre pas, d'une part, les spécificités des PME en ce qui concerne l'information, la liquidité des titres et les coûts de transaction et, d'autre part, le fait qu'il n'y ait généralement aucune diversification des portefeuilles des propriétaires de PME. C'est en fonction de cela que Levy (1990) a proposé un Medaf généralisé (GCAPM) prenant en compte un marché financier segmenté (il existe des coûts de transaction pour passer d'un segment à l'autre), la non-diversification des portefeuilles des propriétaires-dirigeants et l'immobilité de leur capital financier et humain. Le modèle s'écrit $R_{jk} = R_f + \beta_{jk} (R_{mk} - R_f)$ ⁸ et il est démontré mathématiquement que pour les

7. *Small enterprise premium.*

8. Avec R_{jk} = espérance de rendement de l'actif j sur le segment de marché k ; R_{mk} = espérance de rendement du portefeuille de marché du segment k ; β_{jk} = risque systématique de l'actif j sur le segment de marché k .

petites entreprises $\beta_j < \beta_{jk}$ alors que pour les grandes $\beta_j > \beta_{jk}$. De même, pour les segments de portefeuilles composés de PME, Levy démontre que $R_{mk} > R_m$, alors que pour ceux composés de grandes entreprises $R_{mk} < R_m$. Ainsi, pour Levy, l'effet PME constaté sur les marchés n'est que la conséquence d'une mauvaise spécification du modèle.

Les insuffisances heuristiques du Medaf ont conduit certains auteurs à examiner les pistes offertes par la théorie de l'utilité, notamment à partir des apports de Copeland et Weston (1988). Dans le cadre de PME détenues par leurs dirigeants, Osteryoung *et al.* (1992a) ont proposé une fonction d'utilité de l'investisseur: $U = U(I, P, L, A)$ où I représente le revenu monétaire, P les avantages en nature, L le temps de loisir et à l'estime de soi-même et le désir de succès. I et P étant des mesures quantitatives, ils sont regroupés sous un facteur financier F, L et A sous un facteur non financier N. Ainsi, $U = U(F, N)$. En fonction des comportements de maximisation des propriétaires-dirigeants et des contraintes financières des PME, Osteryoung utilise cette fonction pour expliquer pourquoi certaines PME croissent et d'autres non. Dans la logique de cette approche, McMahon et Stanger (1994) proposent la fonction d'utilité suivante: $U = U(P, Nt, Nn)$ avec P mesurant l'ensemble des revenus pécuniaires (rémunération du capital, salaire représentatif de l'expertise et du temps de travail), Nt prenant en compte des bénéfices non pécuniaires, mais issus du domaine financier (diversification, liquidité, transférabilité, flexibilité, contrôle et responsabilité), Nn mesurant des bénéfices non pécuniaires en dehors du champ financier (style de vie, estime de soi, emplois pour la famille...). Cette fonction d'utilité montre que le propriétaire-dirigeant peut choisir de ne pas maximiser le rendement financier de son entreprise. Selon la variable privilégiée, l'évolution de la firme ne sera pas la même. Ainsi, privilégier Nn revient à limiter le potentiel de croissance. Par contre, pour les PME en forte croissance, Nn devrait avoir un impact négligeable puisque la priorité est donnée au développement de la firme. Reste à connaître dans ce processus de croissance, l'impact de Nt. Plus il prendra de l'importance, plus il sera à même de ralentir, voire de stopper, la croissance. Ainsi, une volonté farouche de conserver le contrôle, d'éviter l'accroissement de la responsabilité vis-à-vis des autres acteurs conduira un dirigeant-propriétaire à limiter l'usage de capitaux « extérieurs », ralentissant ainsi son développement potentiel. À l'inverse, l'acceptation de faire coter son entreprise afin de financer par la Bourse la croissance devrait conduire à privilégier la variable P.

Quel que soit l'intérêt des démarches cherchant à expliciter le comportement financier des PME dans le cadre de la théorie financière standard, le principal problème reste celui de l'opérationnalisation et de la vérification empirique.

3.1.3. *Le territoire financier des PME*

Le modèle d'analyse de McMahon et Stanger (1993) ou l'explicitation de la décision financière dans la PME dans le cadre de la théorie financière standard homogénéise l'entrepreneur, le propriétaire-dirigeant et l'entreprise. Si cela est concevable pour les plus petites firmes, pouvant d'ailleurs ne pas avoir la forme de sociétés de capitaux (ce qui renforce l'homogénéisation), cela est moins acceptable pour des entreprises moyennes pouvant avoir ouvert leur capital, voire être cotées en Bourse. L'analyse des différentes spécificités financières de la PME a montré la grande hétérogénéité des comportements, donc la diversité des acteurs et des outils prenant part à la décision financière. C'est cette hétérogénéité qui est à l'origine d'une recherche d'un cadre d'analyse offrant une vision globale de la finance des PME (Belletante, 1991).

Le point de départ est de considérer que n'importe quelle entreprise, quelle que soit sa taille, fait face à un instant t à une offre financière globale, comprenant des capitaux, des services, des compétences humaines et des outils financiers. À cet instant t , une firme n'utilise qu'une partie de cette offre financière globale, cette appropriation partielle constituant son territoire financier. Ce dernier peut être appréhendé par trois composantes.

- Le centre de décision financière comprenant l'ensemble des participants à la décision financière de l'entreprise. Ce centre peut être étoffé (le dirigeant, le directeur financier, un expert-comptable, voire le conseil d'administration) ou limité à un seul membre (le dirigeant-propriétaire, par exemple) ; en fonction des formations des individus et de leur expérience, son degré de compétence sera plus ou moins élevé.
- Le réseau de partenaires financiers révélera le nombre et la qualité des partenaires fournissant à l'entreprise non seulement des capitaux, mais aussi des services financiers.
- Les outils financiers mis en œuvre par les PME seront étudiés afin de voir quelle est la réalité de « l'écart de connaissance » qui les caractérise et comment il peut être réduit.

Le territoire financier est utilisable dans plusieurs contextes.

- Dans une optique de diagnostic, il est possible pour une firme donnée de repérer l'évolution entre deux périodes de sa performance économique et financière et de la confronter à celle de son territoire financier (Belletante et Paliard, 1992). De la même manière, il est possible de confronter le territoire financier d'une entreprise à un territoire type issu d'un échantillon de référence. Cette optique de

diagnostic peut se prolonger par une approche prévisionnelle. En effet, quand les PME établissent leur stratégie industrielle et commerciale pour les prochaines années, la dimension financière, quand elle existe, est le plus souvent réduite à l'expression de volumes. Sont très généralement ignorées les exigences organisationnelles, les compétences techniques et les difficultés d'accès aux sources de financement. Une réflexion basée sur le territoire financier permet d'envisager des solutions, et ce, d'autant plus efficacement que le territoire d'un échantillon de référence aura été mis en évidence. Il y a là une méthode permettant à notre avis de mieux gérer la dimension financière d'une PME. Ainsi, une étude, visant à tester les capacités heuristiques du territoire financier (Belletante, Paliard et Romanet, 1992), a permis de dégager trois types de stratégie d'amélioration de la performance financière :

- accroître le nombre d'acteurs du centre de décision financière, restreindre le nombre de partenaires financeurs et optimiser l'utilisation d'un nombre limité d'outils bien maîtrisés par l'entreprise ;
 - multiplier les acteurs internes, les partenaires financeurs et faire jouer la concurrence sur un nombre limité d'outils ;
 - utiliser les compétences des partenaires financeurs en les multipliant pour tirer le meilleur parti de la diversité de leur offre, sans mettre en œuvre dans l'entreprise des compétences étendues.
- Dans une optique de mesure, on peut prévoir les impacts d'une décision stratégique déterminante, comme par exemple l'ouverture du capital ou l'introduction en Bourse. Ainsi, une cotation en Bourse est synonyme d'une modification quantitative et qualitative du réseau de partenaires et exige une amélioration des compétences en interne, cette dernière pouvant être réalisée avant ou après l'introduction (Belletante et Desroches, 1993a et 1993b).
- Dans une optique d'intégration dans une démarche globale s'ajoutent :
- Soit des études isolées sur les composantes des axes. De nombreuses études ont lieu, par exemple, sur les impacts de l'entrée au capital d'une société de capital-risque (voir entre autres Muzika *et al.*, 1993a ; Stephany, 1995) ou sur les conséquences d'un changement d'expert-comptable (par exemple, Jeffery, 1995). Intégrer leurs résultats dans l'approche du territoire financier autorise une vision plus globale de la finance des PME. Par ailleurs, sur les entreprises moyennes cotées en France, a été dressée une typologie du gouvernement financier de ces firmes, typologie basée sur un

concept de richesse du centre de décision financière et sur les conceptions et les rôles des conseils d'administration (Belletante *et al.*, 1994; Robitaille et Saint-Pierre, 1993).

- Soit des études ponctuelles sur des éléments théoriques. Ainsi, l'analyse du coût de la transaction financière (coût de recherche de la solution financière, coût de la mise en œuvre et coût du suivi de la solution choisie) ne peut réellement se faire sans prendre en compte une problématique de pouvoir et de dépendance (Belletante, 1991), cette dernière se mesurant en fonction d'un taux de concentration, d'un degré de substituabilité et d'un caractère d'essentialité dans le flux d'échange entre deux agents (Marchesnay, 1990).

Cadre d'analyse riche de potentiel, le territoire financier n'a pour l'instant été l'objet que de travaux de démarrage. Sa multidimensionnalité et la diversité de ses variables qualitatives appellent de nombreuses recherches, dont l'aboutissement représente un enjeu considérable: relier le processus de décision financière des PME à leurs pratiques financières.

4. Le point de vue démographique

La question de la vulnérabilité des jeunes entreprises, largement analysée dans le cadre des recherches consacrées à la post-entrée (Geroski et Schwalbach, 1991), est fréquemment abordée en termes de barrières à l'entrée, voire à la mobilité, ou de pénétration des marchés et tend à mettre en exergue l'influence de la taille sur la vulnérabilité des entrants. Cependant, si les phénomènes d'entrée et de sortie d'entreprises relèvent de procédés industriels, les nombreuses mesures relatives au financement de la création d'entreprises tendent à prouver que l'émergence de nouvelles unités de production est étroitement liée à la disponibilité de moyens financiers. Dans la mesure où, parmi les entreprises nouvellement créées, la plupart sont de très petite dimension, il est légitime de s'intéresser à la manière dont la recherche et la mobilisation de ressources financières accompagnent les PME tout au long de leur cycle de vie.

4.1. Le financement de la création d'entreprises

La principale caractéristique des entreprises en création relève de leur incapacité chronique à couvrir les frais fixes (R-D, frais d'établissement, acquisition d'équipements, dépenses de fonctionnement...) qu'elles ont à assumer à l'aide des ventes réalisées et des capitaux propres, si bien qu'un financement extérieur sera en général nécessaire.

Cependant, l'un des principaux obstacles rencontrés par l'entreprise en phase de création est la réticence de certains bailleurs de fonds à prêter leur concours au financement d'une entreprise qui n'a pas fait ses preuves et sur laquelle peu d'informations sont disponibles. Apparaissent ici les problèmes liés à la présence de divers types d'incertitude dans la mesure où l'engagement de la relation de financement s'accompagne d'une immobilisation d'argent par un prêteur qui, d'une part, sait qu'en cas de doute il ne pourra pas se libérer de sa créance et, d'autre part, ne possède aucune garantie de remboursement. Accentuées lorsque l'emprunteur potentiel est une PME (Green et Shoven, 1983), ces caractéristiques conduisent les banques à adopter un comportement prudent se traduisant fréquemment par la pratique d'un rationnement de la demande. Si ce dernier repose largement sur la facturation de conditions débitrices ou sur l'exigence de garanties plus élevées pour les PME que pour les GE (Bardos, 1991, KPMG-Fiduciaire de France, 1990, Conseil National du Crédit, 1988 et 1993), il peut également revêtir un aspect quantitatif consistant en un refus total ou partiel d'accorder les crédits demandés⁹.

L'insuffisance des ressources externes mises à la disposition des PME en phase de création peut être considérée comme l'une des principales causes d'atonie des phénomènes d'entrée-sortie qui sont pourtant source de renouvellement du tissu productif. La réticence des banques à s'engager dans le financement de la création d'entreprise s'explique cependant par la forte probabilité d'échec caractéristique des premières années d'existence (en moyenne une nouvelle firme sur deux ne passe pas le cap des cinq ans), par la longueur de la durée moyenne du retour d'investissement et par les modalités du processus de décision à l'œuvre dans les établissements de crédit. Les conventions de financement reposent en effet sur un modèle bancaire, dit à l'acte (Rivaud-Danset, 1993), qui exclut toute compréhension personnalisée au profit d'une information standardisée sur le client obtenue et traitée de façon à permettre une approche probabiliste du risque. Les grilles de scoring ou les attributions de cotes par les agences d'évaluation ou les méthodes de scores établies par la Banque de France illustrent parfaitement les prémisses sur lesquels repose la décision des prêteurs soucieux d'optimiser leur rentabilité et qui, de ce point de vue, se comportent comme des investisseurs sur des marchés financiers cherchant à apprécier la qualité d'un émetteur de titres.

La conception statique de l'efficacité qui prévaut ici se traduit par une vue à court terme de la part des bailleurs de fonds (Scherer, 1988) et explique l'insuffisance de prêts à long terme aux entreprises dont l'élaboration de stratégies se trouve contrainte par la faiblesse des hauts de bilans (Brito et Mello, 1994).

9. Sur la question du rationnement dont peuvent faire l'objet les PME, voir l'article de M. Psillaki dans ce numéro.

La taille apparaît bien ici comme un élément essentiel dans la mesure où elle peut être considérée non seulement comme un facteur d'efficacité (Audretsch et Mahmood, 1994a), mais aussi comme l'une des variables déterminant le temps à attendre pour que la firme atteigne le point mort (Audretsch et Mahmood, 1994b; Mata et Portugal, 1994).

Le rationnement imposé par les banques aux projets de petite ou moyenne envergure, et dont les perspectives de réussite sont trop incertaines pour justifier un engagement financier, a motivé l'attention portée à d'autres modes de financement parmi lesquels le capital de risque, et notamment le segment capital-crédit, occupe une position clé dans la mesure où la forme d'intermédiation sur laquelle il repose semble à même de permettre une réduction de l'asymétrie informationnelle entre offreurs et demandeurs de ressources (Chan, 1983). Largement promue par la Commission des Communautés européennes, cette forme de financement cherche à favoriser la mobilisation de l'épargne pour contribuer à la création d'unités de production susceptibles d'exercer des effets d'entraînement sur un territoire donné. Son rôle marginal au regard des attentes qui ont pu être exprimées à son sujet fait que le capital de risque ne peut être considéré comme un mode de financement substituable au crédit bancaire; au mieux peut être évoquée une certaine forme de complémentarité, l'entrée de «risqueurs de capitaux» dans le groupe des actionnaires d'une entreprise pouvant rassurer l'établissement bancaire lorsqu'un mode de gestion de type «*hands-on*» est pratiqué par la Société de capital-risque.

4.2. Le financement de la croissance des PME

S'intéresser au financement de la croissance des PME conduit à s'intéresser aux différences pouvant exister avec les GE, mais aussi aux contraintes financières exercées. Un premier axe de recherche travaille sur les différences, tant en termes d'organisation que de politique financière, pouvant exister entre les PME en croissance et celles qui ne le sont pas. Il apparaît que les firmes en croissance entament un mouvement d'extraversion, se traduisant par un centre de décision financière plus riche et moins autocratique, améliorant la quantité et la qualité de l'information et privilégiant la maximisation des profits (Hutchinson et Ray, 1986).

Un deuxième axe de recherche a conceptualisé un cycle de vie financier de l'entreprise, en mettant en évidence des stades de croissance (Hutchinson et Ray, 1986; McMahon et Stanger, 1993). Pour chacun d'entre eux, une typologie des financements utilisés et des problèmes financiers (volume de capitaux, rendement, contrôle) est proposée. Cette grille de lecture nous apparaît incomplète. Premièrement, cette approche tend à faire croire à la linéarité et à l'universalité de la croissance et de son financement; ne recommençons pas la

mystification de Rostow sur la croissance économique des nations ! Pour ce qui est des PME, il semble difficile d'ignorer que les exigences financières de la croissance peuvent être influencées par le secteur d'activité, la localisation¹⁰ ou par la nature des actifs financés¹¹. On ne peut pas non plus nier que le rythme de croissance peut être différent entre les entreprises, et qu'une firme peut ne commencer un processus de croissance qu'après une succession. Cela nous conduit, dans un deuxième temps, à regretter que ne soit pas pris en compte ni la structure et la contribution financière de l'actionariat ni la dimension «territoire financier». Prévoir financièrement la croissance ne peut se résumer à un modèle de croissance n'incluant que des variables financières (Olson *et al.*, 1992) ou à une identification des moyens de financement, même si celle-ci n'est pas sans intérêt (Baldwin, 1994). À notre avis, réside ici un champ non négligeable de la future recherche en financement des PME¹².

4.3. Les faillites de PME

Le taux de mortalité des PME est plus élevé que celui des GE. Bien que cette constatation universellement étendue et répétée soit aujourd'hui, quoique de manière marginale, remise en cause (Watson et Everett, 1995), des interrogations sont nées sur le fait de savoir si ces faillites plus nombreuses étaient dues aux spécificités des PME. Les recherches effectuées avancement deux types de causes spécifiques :

- un manque de compétence en gestion des dirigeants de PME (Berryman, 1983 ; Perry et Pendleton, 1983 ; Hall et Young, 1991) notamment en matière de gestion financière ;
- un manque de capitaux que ce soit à court ou à long terme (McMahon et Stanger, 1993). À ce sujet, un débat est actuellement engagé pour savoir si cette insuffisance de capitaux est une conséquence ou une cause des difficultés de certaines PME (Blazy, 1995). S'il est trivial de faire remarquer que les PME affichant une excellente rentabilité se financent plus aisément que les autres, peut-on conclure que celles qui affichent des résultats insatisfaisants doivent leurs difficultés de financement, voire leur sous-capitalisation (due à l'imputation des pertes sur les fonds propres), uniquement à leur mauvaise rentabilité ?

Il nous semble important d'introduire dans cette analyse le pouvoir économique de la firme dans la mesure où nombreux sont les exemples de

10. Sur ce point, cf. l'article de J.P. Allégret dans ce numéro.

11. Voir le texte d'A. Marion dans la présente livraison.

12. Cf. le travail de J. St-Pierre et R. Beaudoin dans ce numéro également.

manifestations de pratiques discriminantes à l'égard des clients industriels et commerciaux dans lesquelles la taille de l'entreprise se présente comme le critère déterminant. Les travaux mettant l'accent sur le caractère inéquitable des conditions débitrices proposées aux firmes sont nombreux et tous s'accordent en effet à rendre compte de la surfacturation touchant les PME qui assument des charges financières sensiblement plus élevées que leurs homologues de grande taille. Si la prise en considération des risques de non-remboursement et de faillite explique le différentiel de taux débiteur, ce n'est que partiellement (Levratto, 1995) et il s'avère nécessaire de rechercher d'autres causes à ce phénomène. Ces dernières semblent se trouver dans la relation positive existant entre les montants de commissions diverses générés par les entreprises et leur taille, ce rapport permettant de confirmer l'existence d'une péréquation entre les prix pratiqués sur les différents segments de marché pénétrés par l'établissement bancaire.

La mise en évidence de la relation de clientèle conduit à insister sur le préjudice causé par la perte d'un client en termes de gains immédiats, mais également en raison des coûts de remplacement que la recherche d'un nouveau partenaire impose à la banque. Un agent non financier possède en effet pour un établissement bancaire une valeur non rentabilisable en cas de rupture de la relation qui provient du caractère strictement privatif, donc non cessible, de l'information accumulée au cours du temps. Afin de ne pas avoir à assumer un tel manque à gagner, le prêteur peut être incité à consentir des sacrifices soit sur certains produits, soit à court terme, en contrepartie de perspectives de profit futures. Conscient de l'importance qu'il revêt pour son partenaire financier et sensible aux avantages que lui procure sa fidélité en termes de disponibilité et de coût des ressources prêtables, le client détient alors un pouvoir de négociation dont la prise en considération modifie la conception de la distribution des crédits. C'est ainsi que s'explique le fait qu'une GE connaissant des difficultés saura mieux mobiliser autour d'elle ses banquiers (peut-être fortement impliqués dans ses dettes), ses actionnaires (ils sont plus diversifiés), et saura mieux utiliser sa responsabilité sociale, ne serait-ce que par le nombre d'emplois qu'elle représente (*cf.* le travail de D.B. Audretsch et J.A. Elston, lequel traite du cas de l'Allemagne dans ce numéro).

Si les débats concernant le type de clients (fidèle/nouveau, gros déposant/petit déposant ou grande entreprise/PME) prioritairement épargnés a fait l'objet de nombreux travaux (voir entre autres Wood, 1974 et Mason, 1979), c'est essentiellement au problème de l'intensité du rationnement que nous voulons ici nous consacrer. En effet, s'il est communément admis que la contrainte pesant sur les demandeurs potentiels est moins lourde lorsque les effets à terme de rejet d'un client sont pris en compte que lorsqu'ils sont négligés, c'est sur l'identification des causes de cette altération qu'il faut se pencher. L'origine de l'atténuation du rationnement réside dans la recherche

d'un portefeuille optimisant les perspectives de profit des banques pour un niveau de risque donné. Afin d'atteindre un tel objectif, les établissements bancaires peuvent choisir de constituer un portefeuille de crédit finançant des projets risqués à un prix élevé, le risque encouru étant compensé par la détention d'actifs quasi certains. Cependant, si à cette approche statique est substituée une stratégie dynamique, l'établissement bancaire préfère augmenter le montant de crédits distribués afin de retenir non seulement les emprunteurs ordinaires, mais aussi les agents avec lesquels a été construite une relation de clientèle. La courbe d'offre de fonds prêtables atteint alors un niveau supérieur à celui déterminé par les analyses instantanées, l'écart étant d'autant plus élevé que les besoins de services générateurs de commissions sont intenses.

Ainsi, même si le manque de capitaux n'est pas à l'origine des difficultés, il peut devenir une cause aggravante, étant donnée la faible capacité d'une PME à mobiliser son environnement et à recourir à des sources de financement autres que le crédit bancaire. Le champ de recherche reste en fait largement ouvert et dépasse la question de l'appréciation des déterminants financiers des faillites de PME, ainsi que l'atteste l'insatisfaction procurée par les modèles de prédiction de faillite, devant à la fois englober des données financières et non financières (Keasey et Watson, 1991).

5. Le point de vue politiques financières

5.1. La structure financière des PME

Les discours traditionnels sur le financement des PME portent souvent sur leur difficulté à accéder au marché des capitaux et sur leur insuffisance en fonds propres. Ces deux aspects sont même parfois liés, des incitations institutionnelles ayant même eu pour objectif de développer l'accès aux fonds propres soit par des mesures fiscales particulières, comme le programme REA au Québec (Desroches et Jog, 1991), soit par la mise en place de structures boursières particulières, telle la création de plusieurs «second marché» en Europe entre 1978 et 1987 (Dautresme, 1982). Quelle est la réalité de ce discours ?

La mise en évidence des difficultés de financement pour les PME (Tamari, 1980) repose sur l'existence d'un «écart financier» composé d'un écart de connaissance (*knowledge gap*), reflétant l'insuffisance de connaissances et de compétences des dirigeants de PME en matière financière, et d'un écart d'offre faisant référence à un rationnement pour les PME dont la résolution passe par une hausse des coûts de financement, notamment par rapport aux grandes entreprises¹³. La connaissance de cet écart financier devrait

13. Voir l'article de St-Pierre et Beaudoin dans ce numéro également.

conduire les PME à préférer les modes de financement les plus simples et les plus flexibles, c'est-à-dire les dettes à court terme, source de financement où le contrôle par les prêteurs peut également être le plus efficace.

Plusieurs travaux confirment le fait que les PME sont plus endettées que les GE (Pettit et Singer, 1985; Osteryoung *et al.*, 1992b) et qu'elles sont plus utilisatrices de dettes à court terme¹⁴. Toutefois, ces résultats peuvent différer selon les pays. Remmers *et al.* (1974) confirment que les PME sont plus endettées en France, en Norvège, au Japon et en Hollande, mais ne le constatent pas pour les États-Unis. Ces résultats sont même contestés par Dunstan *et al.* (1992) pour lequel il n'y a aucune différence sur le ratio d'endettement entre grande et petite entreprise. Cela était déjà l'avis de Chen et Balke (1979). Suret et Arnoux¹⁵ montrent que si les prêts des actionnaires sont considérés comme des quasi-fonds propres, il n'y a pas de liaison entre taille et endettement.

Les études européennes réalisées sur la structure financière des entreprises avec une méthodologie unique sont relativement rares. Elles tendent en général à montrer que le ratio (fonds propres sur dettes) couvre un éventail extrêmement large et qu'en ce domaine une norme ou un niveau idéal d'endettement est difficile à identifier¹⁶, mais aussi dans la mesure où sont prises en considération les différences d'intégration dans les bilans d'éléments tels que les retraites. Cependant, la relation qui est quasi systématiquement faite entre taille et risque couplée aux barrières à l'entrée sur les marchés financiers et à la faiblesse du capital de risque européen contribue à fragiliser les hauts de bilans et à perpétuer des structures financières dominées par les ressources courtes (Levratto, 1993). C'est vraisemblablement à ces mêmes éléments, aggravés par la faiblesse du pouvoir de négociation des PME par rapport aux banques, qu'il faut se référer pour expliquer le poids du crédit interentreprises, notamment dans les pays de la moitié sud de l'Europe (Dietsch, 1991). Si le poids des créances/fournisseurs et des dettes/clients pose indubitablement des problèmes de trésorerie aux entreprises qui le supportent, on peut également considérer que le crédit interentreprises, grâce au système d'avances sur lequel il repose, permet de pallier les déficiences du secteur bancaire en matière de prêts aux entreprises.

14. Tamari, 1980; Osteryoung *et al.*, 1992b.

15. Voir leur article dans ce numéro.

16. Lorsqu'on calcule ce ratio, on constate que les PME françaises occupent une place intermédiaire, car le renforcement des ressources stables par nature a permis aux entreprises nationales de réduire la faiblesse de leur haut de bilan en regard de leurs homologues d'Europe du Nord et plus particulièrement par rapport aux entreprises allemandes qui bénéficient d'un mode de comptabilisation des fonds propres plus favorable que celui utilisé en France.

Les travaux consacrés aux questions de la structure et des pratiques financières ne permettent donc pas d'avoir une vision homogène sur le plan international. Une des explications réside dans la diversité des méthodologies suivies, en particulier sur les interprétations comptables. Plus généralement, la structure financière des PME semble être essentiellement dépendante :

- De leur niveau de rentabilité. Premièrement, les PME les plus rentables sont celles qui peuvent avoir le plus recours à l'autofinancement, ce qui fait ressortir une liaison négative entre rentabilité et endettement (Constand *et al.*, 1991). Deuxièmement, des résultats négatifs se traduisent par une baisse de la capitalisation que les PME peuvent moins facilement corriger par un appel au marché que les grandes entreprises. La sous-capitalisation apparaît donc d'abord comme un problème de rentabilité.
- Des préférences de leurs dirigeants. En effet, ces derniers pourraient privilégier l'indépendance de leur entreprise, plus exactement l'autonomie de leur prise de décision et le contrôle de leur firme. Il n'y aurait pas de discrimination et de déficience des marchés financiers pour les PME, mais plutôt une volonté de ne pas les utiliser (Calof, 1985 ; Holmes et Kent, 1991). Cette approche nous semble quelque peu contestable et fort dépendante des méthodologies utilisées. En effet, tous les travaux reliant la finance des PME et la théorie de l'ordre hiérarchique¹⁷ ont confirmé (Calof, 1985 ; Holmes et Kent, 1991) que les dirigeants de PME préfèrent le financement interne aux sources de financement externes. Mais les raisons ne sont pas simplement une volonté d'indépendance, mais aussi des critères de coût, de volumes mobilisables et de facilité de la mise en œuvre conduisant les chefs d'entreprise à classer ainsi leur préférence : autofinancement, endettement bancaire, obligations, augmentation de capital (Belletante *et al.*, 1994). Il y a dans ces critères l'expression d'une difficulté d'accès, tant du point de vue volume que technique, au marché. À cela, il faut ajouter que les coûts de financement des PME sont plus élevés du fait de l'existence des problèmes d'agence entre le dirigeant, les actionnaires extérieurs et les prêteurs (*cf.* la première section). Une gestion dynamique des relations avec une banque permet d'ailleurs de réduire ces problèmes d'agence et de diminuer les coûts de financement (Dietsch, 1989 ; Apilado et Millington, 1992).

L'insuffisance des fonds propres des PME par rapport aux grandes entreprises est par ailleurs jugée non pertinente, notamment en raison de logiques de fonctionnement différentes (Paranque, 1993 ; 1995). En effet, une analyse

17. *Pecking order*, voir Myers, 1984.

dynamique montre que les GE ont amélioré leur autonomie financière en raison d'un taux d'accumulation plus faible que celui des PME¹⁸. Ce serait donc plus la réorganisation de l'actif du bilan des GE (restructurations, recentrages, délocalisations) qui serait à l'origine de la sous-capitalisation relative des PME et non les décisions de financement. Cet impact du bilan et de l'accumulation est d'autant plus important que les rentabilités nettes des PMI sont, en France, inférieures à celles des GE (effet défavorable sur la capitalisation), et que leur rentabilité brute est identique, voire supérieure. Les PME ne donnent-elles pas priorité au développement de leur marché des débouchés, ne sont-elles pas dans une logique de développement de leurs parts de marché, alors que les GE, cotées pour la plupart, privilégient une logique de développement de la valeur de leurs fonds propres¹⁹. Il serait donc compréhensible non seulement que les apporteurs de capitaux soient peu intéressés par la logique des PME, et cela, qu'ils soient actionnaires ou prêteurs, mais aussi qu'ils soient perturbateurs lorsqu'ils acceptent d'intervenir. Réagir à cette perturbation ou à ce non-intérêt conduit les PME à améliorer leur flexibilité (modernisation des équipements, qualité de la main-d'œuvre), afin soit de satisfaire les exigences de rémunération, soit de maîtriser la contrainte de solvabilité. Cela explique la très forte sensibilité de la rentabilité et de la structure financières des PME au niveau de l'activité.

Nous retiendrons de cette approche que la compréhension de la structure financière des PME n'est pas qu'un problème de passif du bilan, mais qu'elle doit intégrer l'évolution de la structure de l'actif, la croissance, ainsi que l'évolution du système financier²⁰.

5.2. L'ouverture du capital et l'introduction en Bourse

Il ressort des travaux précédents que la croissance d'une PME ne peut se faire sans ouverture, un jour ou l'autre, du capital. Une des formes habituelles est l'entrée au capital d'une société de capital-risque (SCR²¹). De très nombreux travaux ont été réalisés sur les critères d'entrée d'une SCR au capital d'une entreprise (Knight, 1992; Muzika *et al.*, 1993a; Fukuda, 1995), les conséquences de l'entrée (Jog *et al.*, 1991) et les caractéristiques et implications de la sortie (Buckland, 1989; Wright *et al.*, 1992; Muzika *et al.*, 1993b). Sur ces différents aspects, il existe aujourd'hui une homogénéité internationale des

18. Précisons que Paraque ne travaille que sur des PME industrielles.

19. La question de la capitalisation des PME est envisagée par J.M Suret et L. Arnoux dans le présent numéro.

20. Cf. le travail de H. Jullien et B. Paraque, édité dans ce numéro.

21. Le terme de SCR est pris dans son sens le plus large, de la création au développement.

comportements et des pratiques. Ainsi, les critères d'investissement suivants sont systématiquement mis en avant: qualités humaines et managériales de l'équipe de direction, information fiable, existence d'une niche et possibilité de construire un accord détaillé. Nous nous apercevons déjà de la volonté des SCR de limiter l'asymétrie d'information. Les conséquences de l'entrée d'une SCR se traduisent par l'existence d'une triple volonté:

- volonté d'un accès privilégié à l'information (accès au bilan, aux comptes intermédiaires, aux prévisions...);
- volonté de contrôle du centre de décision financière (droit de regard sur la nomination d'un nouveau directeur, sur le changement d'expert-comptable...);
- volonté de surveillance des décisions financières (réduction des risques de détournements, contrôle des plans d'intéressement...).

Un partenariat avec une SCR se traduit donc pour une PME par une perte d'indépendance et par la gestion de coûts d'agence qui peuvent s'avérer extrêmement lourds (Stéphany, 1995). Il est donc compréhensible que cela sera plus le fait d'entreprises dont les dirigeants ont choisi de privilégier la croissance. Ce type de PME devrait donc valoriser davantage les fonds propres, mieux formaliser sa structure organisationnelle et produire une information fiable (Hutchinson et Ray, 1986).

Ces dernières conditions se retrouvent au premier rang dès qu'est envisagée la cession de participation de SCR et l'introduction de la PME sur un marché boursier. Très en vogue au début des années 1980 (période de création de nombreux seconds marchés), la cotation des PME a perdu de son importance depuis juillet 1990, en raison notamment de la chute brutale des cours, de la crise économique et des difficultés de fonctionnement de certains marchés. Les succès du Nasdaq (en particulier le «compartiment» des petites capitalisations) ont relancé la volonté de cotation, comme en atteste la création en 1996 de l'AIM au Royaume-Uni et du Nouveau Marché en France. Plusieurs travaux ont montré les attentes et les gains qu'une PME pouvait attendre de sa présence en Bourse (Daigne et Joly, 1986; Jaffeux et Le Guen, 1990; Desroches et Jog, 1991). Les principales raisons, non exclusives, d'une entreprise pour être cotée (devenir publique) sont l'accroissement de la notoriété, la réalisation d'un projet de développement, faciliter la succession, obtenir des capitaux à de meilleures conditions, financer la croissance externe et améliorer l'indépendance financière. Des bilans détaillés conduits sur la cotation des PME en France (Belletante et Desroches, 1993a) et en Belgique (Witterwulghé, 1994) montrent que celle-ci entraîne des changements, moteur d'une nouvelle dynamique.

- Parmi ces changements, l'amélioration de ses conditions de financement : la cotation permet un enrichissement du territoire financier de la PME par des contacts plus fréquents et plus nombreux avec des partenaires de plus grande qualité. Cette amélioration qualitative se traduit par un accès quantitativement et qualitativement meilleur aux ressources financières. Les gains les plus marquants concernent la flexibilité des financements : amélioration sur les volumes et les conditions d'obtention. Il faut toutefois noter une moins grande satisfaction des dirigeants quant au coût des ressources et le fait que pour eux les opérations financières sur le marché restent plus difficiles à monter que les opérations de gré à gré.
- Deuxième changement : l'amélioration de la notoriété et de l'image externe qui s'accompagne d'un saut qualitatif dans les procédures de gestion, évolution favorisée par les possibilités d'attirer un personnel plus compétent.

Toutefois, ces changements ont créé des contraintes. D'une part, l'entrepreneur a eu à faire face à un accroissement de ses activités managériales, lesquelles se sont réorientées davantage vers la finance et la communication au détriment de la production. La nécessité de fournir des informations sur l'évolution et les priorités de l'entreprise pose quelques problèmes de confidentialité et les dirigeants sont à la recherche d'une politique de communication optimisant les objectifs à atteindre (informer le marché pour valoriser correctement la firme et assurer la liquidité du titre) sous contrainte des moyens des PME (en termes de budget et de compétence). Le deuxième pôle de souci des dirigeants interrogés tient à la contrainte du court terme, préoccupation très forte dans les entreprises de taille plus réduite qui ont plus de difficultés à lisser dans le temps leurs investissements et leurs résultats. Enfin, il nous paraît important de signaler qu'en France, les dirigeants de sociétés moyennes cotées estiment avoir conservé un large contrôle sur leur processus de décision et un degré élevé d'autonomie de gestion.

Il apparaît donc qu'aujourd'hui la cotation en Bourse des PME dépend de la volonté des dirigeants d'accepter une plus grande transparence et de la capacité des structures de marché à attirer durablement des investisseurs, conscients des risques de liquidité plus faible et des risques d'activité plus forts ; ces risques expliquant que les PME cotées surperforment l'indice quand le marché est haussier et inversement.

5.3. La politique de dividende des PME

L'existence de spécificités financières des PME induit des particularités dans l'arbitrage entre des profits immédiats et des gains futurs et risqués en capital.

- Dans les PME, existe un plus grand degré de flexibilité à la fois dans le montant et le temps de perception des revenus futurs. Ce n'est pas un problème de taille ; il s'agit tout simplement pour le dirigeant-proprétaire, concentrant le pouvoir entre ses mains, de pouvoir développer une vision à long terme que pourraient contrecarrer des actionnaires extérieurs plus sensibles au court terme et à l'argent liquide...
- La satisfaction des dirigeants de PME peut être liée à d'autres formes que le versement d'espèces.
- La très forte implication entre le patrimoine du dirigeant et celui de l'entreprise accentue l'impact de la dimension fiscale du dividende. En effet, le taux de distribution risque d'être moins sensible aux caractéristiques économiques de la firme qu'à la situation fiscale du dirigeant ou de ses directeurs (Watson, 1990). Cooley et Edwards (1982) ont en particulier montré que le dirigeant-proprétaire pouvait être incité, et pas seulement sur le plan fiscal, à déguiser des dividendes en salaires. La prise en compte de ces éléments a conduit à estimer, d'une part, que la distribution de dividendes dans une moyenne entreprise familiale pourrait relever de l'anormalité et, d'autre part, que « la politique de dividendes, dans ce type d'entreprises, ne reflète pas l'objectif de maximisation de la richesse des actionnaires » (Hirigoyen, 1984).

Sur ces bases, il est possible de déterminer des conditions favorables :

- à une hausse du taux de distribution des dividendes :
 - plus il y aura d'actionnaires extérieurs par rapport au dirigeant-proprétaire, plus la résolution des problèmes d'agence conduira à accroître le montant des dividendes. Le taux de distribution serait donc plus fonction de la structure de détention du capital que de la taille (Ang, 1992). Ainsi, plus l'entreprise sera petite (et le capital concentré), moins le besoin d'un dividende se fera sentir (Vickery, 1986 ; Hirigoyen, 1984). Dans cette logique, les firmes non cotées verseraient moins de dividendes que les cotées. Cette approche est celle de E.W. Walker et Petty (1978) qui constatent un plus faible taux de distribution des PME, et ce, essentiellement en raison de leurs besoins en capitaux. Ce comportement existerait, selon eux, même lorsque l'entreprise va s'introduire en Bourse et ils concluent que les investisseurs dans les PME cotées doivent plus attendre des plus-values en capital que du rendement. Deux études de D.A. Walker (1989 ; 1991) confirment ces résultats ;

- le manque de liquidité et la concentration du pouvoir inciteront les actionnaires non dirigeants à préférer une vision plus à court terme favorable à la distribution de dividendes.
- à une baisse du taux de distribution des dividendes (Ang, 1992):
 - une discrimination fiscale des dividendes peut conduire des dirigeants à augmenter leurs salaires et leurs avantages, et ce, au détriment du résultat résiduel ;
 - les difficultés d'accès aux sources de capitaux des PME favorisent la rétention des résultats.

Ces différentes approches qui tendent à relativiser le rôle d'une politique de dividende, dans les PME, apparaissent en contradiction avec les travaux de Laporte (1969), pour qui les principales caractéristiques de la politique de dividendes sont dans l'ordre: régularité, stabilité et montant nominal du dividende. Il n'est absolument pas un résidu. Ces résultats se sont trouvés confirmés en France (Belletante, 1995b). Ces comportements semblent peu éloignés de ceux des grandes entreprises. Par contre, il reste une différence significative: que les PME soient ou non cotées, le versement de dividendes est strictement lié à l'existence d'un bénéfice, alors que les grandes entreprises cotées n'interrompent leur distribution de dividende qu'après plusieurs années de perte (De Angelo *et al.*, 1992). Par ailleurs, il est à noter qu'aucune recherche n'a pu confirmer, pour les PME cotées, le rôle de signal sur la santé future de la firme que la théorie de la signalisation confère au dividende.

Conclusion

Cherchant à mettre en évidence les enjeux théoriques des analyses du financement des PME, ce travail nous a permis de montrer que les cadres d'analyse disponibles pouvaient faire l'objet d'amendement de manière à prendre en considération les spécificités de cette classe d'entreprises. C'est pourquoi, après nous être positionné au confluent des démarches en termes de création et d'allocation des ressources, nous avons mis en évidence la place que peuvent occuper les PME dans le cadre de l'économie financière et la manière dont les conceptions de la finance de PME sont susceptibles d'éclairer, voire d'orienter, la mise en œuvre des politiques financières des firmes de moins de 500 salariés.

Encore insuffisamment balisé, ce domaine d'étude semble cependant susciter l'intérêt des chercheurs ainsi que l'atteste le nombre important de travaux consacrés à la question du financement des PME. Un effort de rationalisation reste néanmoins à réaliser. C'est donc dans cette optique que nous nous sommes ici inscrits, sachant que, en tant qu'objet d'analyse, la PME doit être considérée comme l'un des champs d'application de l'économie financière.

Bibliographie

- ACS, Z. et D.B. AUDRETSCH (1989), «Births and firm size», *Southern Economic Journal*, vol. 56, n° 2, p. 467-475.
- ACS, Z. et D.B. AUDRETSCH (1990), *The Economics of Small Firms: An European Challenge*, Boston, Kluwer Academic Publishers.
- ANG, J.S. (1991), «Small business uniqueness and the theory of financial management», *The Journal of Small Business Finance*, vol. 1, n° 1, p. 1-13.
- ANG, J.S. (1992), «On the theory of finance for privately held firms», *The Journal of Small Business Finance*, vol. 1, n° 3, p. 185-203.
- APILADO, V.P. et J.K. MILLINGTON (1992), «Restrictive loan covenants and risk adjustment in small business lending», *Journal of Small Business Management*, p. 38-48s.
- ARROW, J.K. (1983), «Innovation in large and small firms», dans J.I. Ronen (éd.), *Entrepreneurship*, D.C. Heath and Company, p. 15-30.
- AUDRETSCH, D.B. (1994), «Small business in Industrial Economics: the new learning», *Revue d'Économie Industrielle*, 1^{er} trimestre, n° 67, p. 21-39.
- AUDRETSCH, D.B. et J.A. ELSTON (1994), «Does firm size matter? », Miméo, Wissenschaftszentrum Berlin, juillet.
- AUDRETSCH, D.B. et T. MAHMOOD (1994a), «Firm selection and industry evolution: the post entry performance of firms», *Cahier de recherche*, FS IV 92-7, W.Z.B.
- AUDRETSCH, D.B. et T. MAHMOOD (1994b), «The rate of hazard confronting new firms and plants in U.S. manufacturing», *Review of Industrial Organization*, vol. 9, n° 1, p. 41-56.
- BALDWIN, J., W. CHANDLER et T. PAPALIADIS (1994), «Stratégies de réussite : profil des PME en croissance au Canada», *Statistique Canada*, n° 61-523RF, hors série.
- BANZ, R. (1981), «The relationship between return and market value of common stocks», *Journal of Financial Economics*, vol. 9, n° 1, p. 3-18.
- BARDOS, M. (1991), «Liaison entre le risque et la taille: influence de la taille sur le taux d'intérêt», *Cahiers Économiques et Monétaires*, n° 38, p. 49-104.
- BELLETANTE, B. (1991), «Pour une approche des spécificités financières de la PME au travers du concept de territoire financier», *Revue Internationale PME*, vol. 4, n° 1, p. 30-49.
- BELLETANTE, B., R. PALIARD et Y. ROMANET (1992), «Les outils financiers des PME de la région Rhône-Alpes», Groupe ESC Lyon, Étude non publiée, 110 p.
- BELLETANTE, B. et R. PALIARD (1992), «Le territoire financier, un nouvel outil du diagnostic financier», Communication du Congrès de l'Association Française de Comptabilité, Bordeaux.

- BELLETANTE, B. et J. DESROCHES (1993a), *L'opinion des chefs d'entreprises cotées sur le Second Marché sur leur présence en bourse*, Segespar - Société des Bourses françaises, Bourse de Paris, février, Paris, 154 p.
- BELLETANTE, B. et J. DESROCHES (1993b), «The positive impact of going public on entrepreneurs and their firms: evidence from listing on the "Second Marché" in France», *Frontiers of Entrepreneurship Research 1993*, University of Houston, Babson College, p. 466-481.
- BELLETANTE, B., V. CHASTEL, C. DREVET, P. PALIARD et Y. ROMANET (1994), «Le comportement financier des moyennes entreprises cotées», Rapport 1994 de l'Observatoire financier des entreprises moyennes, Paris, SBF-Bourse de Paris, 202 p.
- BELLETANTE, B. (1995a), «Listed medium-sized companies dividend policy: evidence from France», Comptes rendus de la 40^e Conférence internationale de l'ICSB, *Skills for Success in SMEs*, Sydney, 18-21 juin.
- BELLETANTE, B. (1995b), «La politique de dividende des moyennes entreprises», *Cahiers de Recherche du Groupe ESC Lyon*, 4^e trimestre, 35 p.
- BERRYMAN, J. (1983), «Small business failure and bankruptcy: a survey of the literature», *European Small Business Journal*, vol. 1, n° 4, p. 47-59.
- BLAZY, R. (1995), «Causes de défaillance des entreprises et déroulement des procédures collectives», *Note INSEE*, n° 31, juin.
- BLINDER, A.S. et J.E. STIGLITZ (1983), «Money, credit constraint and economic activity», *American Economic Review*, vol. 73, n° 2, p. 297-302.
- BLINDER, A.S. (1987), «Credit rationing and effective supply failures», *Economic Journal*, vol. 97, n° 386, p. 327-352.
- BLINDER, A.S. (1988), «Financing constraint and corporate investment: discussion and comments», *Brookings Papers on Economic Activity*, p. 196-200.
- BRITO, P. et A.S. MELLO (1994), «Financial constraint and firm post-entry performance», Communication à la conférence *The Post-Entry Performance of Firms*, Lisbonne, mai.
- BUCKLAND, R. (1989), «Second-tier equity markets in the UK and France», *British Accounting Review*, vol. 21, p. 3-22.
- CALOF, J. (1985), «Analysis of small business owner's financial preferences», *Journal of Small Business and Entrepreneurship*, vol. 3, n° 3, p. 39-44.
- CHAN, Y.S. (1983), «On the positive role of financial intermediation in allocation of venture capital in market with imperfect information», *Journal of Finance*, vol. 38, n° 5, p. 1543-1568.
- CHEN, K. et T. BALKE (1979), «Scale of operation, industry and financial ratios», *International Journal of Accounting*, vol. 14, n° 2, p. 17-28.

- CONSTAND, R., J. OSTERYOUNG et D. NAST (1991), « Asset-Based financing and the determinants of capital structure in the small firm », *Advances in Small Business Finance*, R. Yazdipour (éd.), p. 29-45.
- COOLEY, P.L. et C.E. EDWARDS (1982), « Ownership effects on managerial salaries in small business », *Financial Management*, vol. 11, n° 4, p. 5-9.
- COPELAND, T.E. et J.F. WESTON (1988), *Financial Theory and Corporate Policy*, Reading, Massachusetts, Addison-Wesley.
- DAIGNE, J.F. et X. JOLY (1986), *Le second marché : un atout pour l'entreprise*, Paris, Les Éditions d'Organisation.
- DAUTRESME, D. (1982), *Le développement et la protection de l'épargne*, Rapport de la commission Dautresme, Paris, La Documentation Française.
- DE ANGELO, H., L. DE ANGELO et D. SKINNERS (1992), « Dividends and losses », *The Journal of Finance*, vol. 47, n° 5, décembre, p. 1837-1863.
- DESROCHES, J.Y. et V.M. JOG (1991), *La PME et le financement public : attrait décision, impact*, Montréal, Institut de recherche politique.
- DIETSCH, M. (1989), « Les PME et les conditions bancaires », *Revue d'Économie Financière*, n° 10, p. 72-85.
- DIETSCH, M. (1991), *Le Crédit Inter-Entreprises*, Paris, INSEE, note 170/E130.
- DIMSON, E. et P. MARCH (1989), « The smaller companies puzzle », *The Investment Analysis*, vol. 91, p. 16-24.
- DUNSTAN, K., D. DWYER et S. HOLMES (1992), « The small business funding debate: an empirical review », *International Research Symposium on Small Firm Finance*, Texas, Baylor University.
- EVANS, D.S. et B. JOVANOVIC (1989), « An estimated model of entrepreneurial choice under liquidity constraints », *Journal of Political Economy*, vol. 97, n° 4, p. 806-827.
- FAZZARI, S., R.G. HUBBARD et B.C. PETERSEN (1988), « Financing constraints and corporate investment », *Brookings Papers on Economic Activity*, n° 1, p. 141-206.
- FUKUDA, M. (1995), « Investment decision process of Japanese and US venture capitalists », Communication au 40^e Congrès international sur le thème *Skills for Success in SMEs*, Sydney, 18-21 juin.
- GAFFARD, J.L. (1990), *Économie Industrielle et de l'Innovation*, Paris, Dalloz.
- GALBRAITH, J.K. (1956), *American Capitalism: The Concept of Countervailing Power*, Nouvelle édition, Boston, Mass., Houghton Mifflin.
- GEROSKI, P. et J. SCHWALBACH (1991), *Entry and Market Contestability*, Oxford et Cambridge, Blackwell.

- GREEN, J.R. et J.B. SHOVEN (1983), «The effects of financing opportunities and bankruptcy on entrepreneurial risk bearing», dans J.I. Ronen (éd.), *Entrepreneurship*, D.C. Heath and Company, p. 49-74.
- HALL, G. et B. YOUNG (1991), «Factors associated with insolvency amongst small firms», *International Small Business Management*, vol. 9, n° 2, p. 4-63.
- HIRIGOYEN, G. (1984), «Peut-on parler d'une politique des dividendes dans les moyennes entreprises familiales non cotées ? », *Revue Banque*, n° 436, février, p. 207-210.
- HOLMES, S. et P. KENT (1991), «An empirical analysis of the financial structure of small and large Australian manufacturing enterprises», *Journal of Small Business Finance*, vol. 1, n° 2, p. 141-154.
- HORVITZ, P.M. et R. RICHARDSON PETTIT (éd.) (1984), *Small Business Finance: Problems in the Financing of Small Business*, Greenwich, Conn., JAI Press.
- HUTCHINSON, P. et G. RAY (1986), «Surviving the financial stress of small enterprise growth», *The Survival of the Small Firm, Vol 1: The Economics of Survival and Entrepreneurship*, Aldershot, Gower Publishing, p. 53-71.
- HUTCHINSON, P. (1991), «Issues in small business finance and accounting», *Cahier de recherche*, n° 91-6, Department of Accounting and Financial Management, University of New England, Armidale, NSW, Australia.
- JAFFEUX, C. et M. LE GUEN (1990), «La partition des sociétés sur des critères psycho-financiers est-elle rationnelle ? », *Analyse financière*, 1^{er} trimestre.
- JEFFERY, R. (1995), «Skills required by the professional accountant to add value to SMEs», Communication au 40^e Congrès international sur le thème *Skills for Success in SMEs*, Sydney, 18-21 juin.
- JENSEN, M. et W. MECKLING (1976), «Theory of the firm: managerial behavior, agency costs and ownership structure», *Journal of Financial Economics*, vol. 3, n° 4, p. 305-360.
- JOG, V.M., W.M. LAWSON et A.L. RIDING (1991), «The venture capitalist / entrepreneur interface; expectations, conflicts and contracts», *Journal of Small Business and Entrepreneurship*, vol. 8, p. 5-20.
- KEASEY, K. et R. WATSON (1991), «The state of the art of small firm failure prediction: achievements and prognosis», *International Small Business Journal*, vol. 9, n° 4, p. 11-29.
- KEASEY, K. et P. MCGUINNESS (1992), «An empirical investigation of the role of signalling in the valuation of unseasoned equity issues», *Accounting and Business Research*, vol. 22, n° 86, p. 133-150.
- KEIM, D.B. (1983), «Size-related anomalies and stock return seasonality», *Journal of Financial Economics*, vol. 12, n° 1, p. 13-22.

- KNIGHT, R.M. (1992), «Criteria used by venture capitalists: a cross cultural analysis», *Cahier de recherche*, University of Western Ontario, 18 p.
- KPMG-Fiduciaire de France, (1990), *Étude des conditions de crédit aux PMI*, Paris.
- LAMOUREUX, C.G. et C.G. SANGER (1989), «Firm size and turn-of-the-year effects in the OTC/Nasdaq market», *Journal of Finance*, vol. 44, n° 5, p. 1219-1245.
- LANDSTRÖM, H. (1993), «Agency theory and its application to small firms: evidence from Swedish venture capital market», *Journal of Small Business Finance*, vol. 2, n° 3, p. 203-218.
- LAPORTE, L. (1969), *Dividend Policy in the Smaller Company*, The Conference Board, New York.
- LAWSON, T. (1989), «Abstractions, tendencies and stylised facts: a realist approach to economic analysis», *Cambridge Journal of Economics*, vol. 13, n° 2, p. 59-78.
- LELAND, H.E. et D.H. PYLE (1977), «Informational asymmetries, financial structure and financial intermediation», *Journal of Finance*, vol. 32, n° 2, p. 371-387.
- LEVRATTO, N. (1993), «L'impact des conditions financières sur les performances des PME», 1^{er} Congrès international francophone de la PME, Carthage, octobre.
- LEVRATTO, N. (1994), «Le financement de l'innovation dans les PMI», *Revue d'Économie Industrielle*, 1^{er} trimestre, n° 67, p. 191-210.
- LEVRATTO, N. (1995), «Small firms finance in France», *Small Business Economics*, vol. 7, p. 1-17.
- LEVRATTO, N. et A. TORRE (1995), «How financing constraint influences the post-entry performances of firms (the French case)», 22nd EARIE Conference, Sophia-Antipolis, septembre.
- LEVY, H. (1990), «Small firm effect: are there abnormal returns in the market? », *Journal of Accounting, Auditing and Finance*, vol. 5, n° 2, p. 235-276.
- MARCHESNAY, M. (1990), «La transaction, outil d'analyse stratégique», dans *Mélanges en l'honneur du Professeur Lassègue*, Paris, Economica.
- MASON, J.H. (1979), *Financial Management of Commercial Banks*, Boston, Mass., Warren, Gorham et Lamont.
- MATA, J. et P. PORTUGAL (1994), «Life duration of new firms», *Journal of Industrial Economics*, vol. 42, n° 3, p. 225-241.
- MCMAHON, R.G.P. et A.M.J. STANGER (1993), «Formulating the small enterprise financial objective function», *Accounting, Finance and Management Research Paper, 93/2*, The Flinders University of South Australia.
- MCMAHON, R.G.P. et A.M.J. STANGER (1994), «The small enterprise financial objective function: an exploratory study using informed scholarly opinion», *Accounting, Finance and Management Research Paper, 94/2*, The Flinders University of South Australia.

- MCMAHON, R.G.P., S. HOLMES, P. HUTCHINSON et D. FORSAITH (1993), *Small Enterprise Financial Management: Theory and Practice*, Sydney, Harcourt Brace, 488 p.
- MUZIKA, D., B. SUE, B. LELEUX, R. GERDA et B. FINN (1993a), «Financial structure and decisions of venture capital firms: a Pan-European study», *Frontiers of Entrepreneurship Research*, Babson College, p. 538-552.
- MUZIKA, D., W. BYGRAVE, B. LELEUX et M. HAY (1993b), «Entrepreneurs' Perceptions about realizing enterprise value: a Pan-European perspective», *Frontiers of Entrepreneurship Research*, Babson College, p. 270-285.
- MYERS, S.C. (1984), «The capital structure puzzle», *Journal of Finance*, vol. 39, n° 3, p. 575-592.
- NORTON, E. (1991), «Capital structure and small growth firms», *Journal of Small Business Finance*, vol. 1, n° 2, p. 161-177.
- OLSON, G.T., M.M. HOLLAND et J.J. CLARK (1992), «Attainable growth for the small business», 4th Annual International Research Symposium on Small Firm Financing, Waco, Texas, Baylor University.
- OSTERYOUNG, J.S., R.J. BEST et D.A. NAST (1992a), «On the size difference of small business», *Cahier de recherche*, Tallahassee, Florida, Florida State University.
- OSTERYOUNG, J.S., R.L. CONSTAND et D.A. NAST (1992b), «Financial ratios in large public and small private firms», *Journal of Small Business Finance*, p. 35-46.
- PARANQUE, B. (1993), «Fonds propres, rentabilité et efficacité chez les PMI: méthodes d'analyse et appréciation des situations financières», *Observatoire des entreprises de la Banque de France*, Banque de France, septembre, 19 p.
- PARANQUE, B. (1995), «Equity and rate of return», Communication au 40^e Congrès international sur le thème *Skills for Success in SMEs*, Sydney, 18-21 juin.
- PEACOCK, R.W. (1985a), «Corporate failure-effects and causes», *Professional Administrator*, vol. 37, n° 5, p. 43-48.
- PEACOCK, R.W. (1985b), «Finding the causes of small business failure», *Management Forum*, vol. 11, n° 2, p. 77-89.
- PEACOCK, R.W. (1987), «The financial effects of business bankruptcy», *Accounting Forum*, vol. 10, n° 3, p. 67-82.
- PERRY, C. et W. PENDELTON (1983), *Successful Small Business Management*, Sydney, Pitman Publishing.
- PETTIT, R.R. et R.F. SINGER (1985), «Small finance business: a research agenda», *Financial Management*, automne, p. 47-60.
- PETTY, W. et W. BYGRAVE (1993), «What does Finance have to say to the Entrepreneur», *Journal of Small Business Finance*, vol. 2, n° 2, p. 125-137.

- REINGANUM, M.R. (1981), « Misspecification of CAPM: empirical anomalies based on earnings' yields and market values », *Journal of Financial Economics*, vol. 9, p. 19-46.
- REMMERS, L., A. STONEHILL, R. WRIGHT et T. BEEKHUISEN (1974), « Industry and size as debt ratio determinants in manufacturing internationally », *Financial Management*, vol. 36, n° 3, p. 879-888.
- RIVAUD-DANSET, D. (1993), « La pluralité des conventions de financement », X^{es} Journées internationales d'économie monétaire et bancaire, Bordeaux, juin.
- ROBITAILLE, L. et J. ST-PIERRE (1993), « Le conseil d'administration dans la PME québécoise: une description préliminaire », dans *Compétitivité des PME et Marchés sans Frontières*, GREPME, octobre, p. 474-486.
- ROSS, S.A. (1977), « The determination of financial structure: the incentive-signalling approach », *Bell Journal of Economics*, p. 23-40.
- SCHERER, F.M. (1988), « Corporate takeovers: the efficiency arguments », *Journal of Economic Perspectives*, vol. 2, n° 1, p. 156-179.
- STANGER, A.M. (1992), « The need for a modified theory of financial management for small business: an agency perspective », *Accounting and Finance Research Paper n° 92/4*, Adelaide, Australia, The Flinders University.
- STÉPHANY, E. (1995), « Étude de l'impact du suivi financier d'un capital-risqueur sur l'organisation comptable et financière des PME familiales », *Actes du Congrès de l'Association française de comptabilité*, Montpellier, p. 623-642.
- STIGLITZ, J.E. et A. WEISS (1981), « Credit rationing in markets with imperfect information », *American Economic Review*, vol. 71, n° 3, p. 393-410.
- SURET, J.M. et J.M. GAGNON (1991), « Coûts d'agence, fiscalité et PME: aspects théoriques et tests empiriques », *Revue PMO*, vol. 5, n° 2, p. 28-38.
- TAMARI, M. (1980), « The financial structure of the small firm: an international comparison of corporate accounts in the USA, France, UK, Israël and Japan », *American Journal of Small Business*, vol. 4, n° 4, avril, p. 20-34.
- VICKERY, L. (1986), « Equity financing in small firms », dans P. Burns et Dewhurst, *Small Business and Entrepreneurship*, 2^e édition, London, Macmillan, p. 204-285.
- VINER, J. (1932), « Cost curves and supply curves », *Zeitschrift für Nationalökonomie*, n° 3, p. 23-46.
- VOS, E.A. (1990), « Is small business risk in the relevant range of the CAPM? A test of New Zealand case », in Renfrew et McCosker (éd.), *The Growing Small Business: Proceedings of the 5th National Small Business Conference*, Newcastle, NSW, Australia, Institute of Industrial Economics, p. 259-272.
- VOS, E.A. (1992), « Differences in risk measurement for small unlisted businesses », *Journal of Small Business Finance*, vol. 1, n° 3, p. 255-267.

- WALKER, E.W. et J.W. PETTY (1978), «Financial differences between large and small firms», *Financial Management*, vol. 7, n° 4, p. 61-68.
- WALKER, D.A. (1989), «Financing the small firm», *Small Business Economics*, vol. 1, n° 4, p. 285-296.
- WALKER, D.A. (1991), «An empirical analysis of financing the small firm», dans R. Yazdipour, *Advances in Small Business Finance*, Boston, Kluwer Academic Publishers, p. 47-61.
- WATSON, R. (1990), «Employment change, profits and director's remuneration in small and closely-held UK companies», *Scottish Journal of Political Economy*, vol. 37, n° 3, p. 259-274.
- WATSON, J. et J. EVERETT (1995), «Do small business have a higher failure rate?», Communication au 40^e Congrès international sur le thème *Skills for Success in SMEs*, Sydney, 18-21 juin.
- WITTERWULGHE, R. (1994), *Le financement des croissances des entreprises moyennes par le recours au capital-risque*, Université de Louvain, Centre européen de la PME, 170 p.
- WOOD, J.H. (1974), «A model of commercial bank loan and investment behavior», dans H.G. Johnson et A.R. Nobay (éd.), *Issues in Monetary Economics*, Oxford University Press, p. 402-453.
- WRIGHT, M., K. ROBBIE, Y. ROMANET, S. THOMSON, R. JOACHIMSSON, J. BRUINING et A. HERST (1992), «Realizations, longevity and the cycle-life of MBO and MBI: a four country study», *Efer 92 Forum*, London Business School, 12-14 décembre.
- YAZDIPOUR, R. et M.H. SONG (1991), «Optimum management contracting, agency problems and the size of the firm: a background analysis», dans R. Yazdipour (éd.), *Advances in Small Business Finance*, Boston, Kluwer Academic Publishers, p. 109-119.