

# LES DÉTERMINANTS DU COMPORTEMENT D'ENDETTEMENT DES PME COTÉES

**Bernard BELLETANTE\***  
**Rémy PALIARD**

Groupe ESC Lyon

## RÉSUMÉ

Il devient, d'une part, traditionnel de considérer que la finance des PME est affectée par l'existence d'un écart financier (écart d'offre et écart de connaissance), écart qui les conduirait à être plus endettées que les grandes entreprises et ce à un coût plus élevé. D'autre part, les entreprises françaises, quelle que soit leur taille, ont entamé depuis 1992 un processus de désendettement. La conjonction de ces deux éléments nous a conduit à proposer un modèle explicatif du comportement d'endettement des PME, et plus particulièrement de celles ayant choisi d'être cotées. L'objectif de cet article sera la présentation de notre modèle. Sa première confrontation à un échantillon de PME cotées montrera l'importance de l'impact des besoins financiers liés à la croissance sur la structure financière et la nécessité de poursuivre notre investigation sur les attitudes des dirigeants vis-à-vis de la dette.

**Mots clés :** endettement, structure financière, écart financier, croissance, cotation

## Introduction

Les discours politiques sur le financement des PME portent souvent sur la difficulté de celles-ci à accéder au marché des capitaux et sur leur insuffisance en fonds propres, cette sous-capitalisation étant le corollaire d'un sur-endettement. Cette approche traditionnelle de la finance des PME s'exprime aujourd'hui dans un contexte de désendettement qui semble plus marqué pour les GE que pour les PME (Laboureix & Laurin, 1994). Mais en dehors des contingences de la conjoncture économique et d'études empiriques ponctuelles, il nous semble opportun de mieux comprendre et de mieux connaître les composantes du processus de décision conduisant à tel ou tel usage de la dette dans les PME, en particulier pour celles d'entre elles qui ont accepté de devenir publiques.

---

\* Bernard Belletante et Rémy Paliard, professeurs de finance, animent l'Observatoire Financier des Entreprises Moyennes, structure d'étude du comportement financier des PME (cf la bibliographie pour les publications), co-financée avec la SBF - Bourse de Paris et le Crédit Agricole. Adresse: 23 Avenue de Collongues - BP 174 - 69132 Ecully Cedex - France.

Tel : (33) 78 33 78 00 - Fax : (33) 78 33 61 69 e mail : belletan@groupe.esc-lyon.fr -  
e mail : paliard@groupe.esc-lyon.fr

L'objet de notre travail est de proposer un modèle identifiant ces composantes. Pour cela, dans une première partie, nous ferons un tour de la littérature afin de dégager quelles ont été les variables jugées ou non pertinentes par les travaux précédant notre recherche. Dans une deuxième partie, nous présenterons notre méthodologie et les études empiriques que nous avons réalisées. Puis dans notre troisième partie, nous montrerons quelles sont les attitudes des dirigeants de PME cotées vis-à-vis de l'endettement et nous proposerons un modèle explicatif de leur niveau d'endettement.

## **1. Les études menées sur l'endettement des PME**

Les structures financières des PME ont fait l'objet de nombreuses réflexions pouvant être schématiquement regroupée en deux courants : le premier travaille plus sur la mesure et l'explication de différences dans les structures de financement entre les grandes et les petites entreprises, le second se réfère principalement aux comportements des dirigeants de PME.

### **1.1 Coût et structure de financement selon la taille des entreprises.**

La mise en évidence de difficultés de financement pour les PME (Tamari, 1980) repose sur l'existence d'un écart financier (*finance gap*) 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 (*supply gap*), faisant référence à un rationnement pour les PME dont la résolution passe une hausse des coûts de financement, notamment par rapport aux grandes entreprises (Saint-Pierre & Beaudoin, 1995). L'existence de cet écart financier devrait 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, par ailleurs, le contrôle par les prêteurs peut également être le plus efficace. Si cela s'avère exact, elles devraient présenter un endettement financier supérieur aux GE.

Plusieurs travaux confirment le fait que les PME sont plus endettées que les GE (Pettit et Singer, 1985; Kent, 1990; Osteryoung, 1992) et qu'elles sont plus utilisatrices de dettes à court terme (Tamari, 1980<sup>1</sup>; Osteryoung, 1992). Ces résultats peuvent être différents par pays, Remmers (1974) confirme que les PME sont plus endettées en France, Norvège, Japon et Hollande et ne le constate pas pour les Etats-Unis. Ils sont même contestés par Dunstan (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 Arnoux (1995) montrent que si les prêts des actionnaires-dirigeants sont considérés comme des quasi-fonds propres, il n'y a pas de liaison entre taille et endettement. Leur travail met bien en évidence le problème posé par les méthodologies, en particulier sur les interprétations comptables. Les études européennes réalisées sur la structure financière des firmes avec une méthodologie unique sont rares. Elles tendent généralement à montrer que le ratio d'endettement couvre un éventail extrêmement large et qu'en ce domaine une norme ou un niveau idéal d'endettement est difficile à identifier. 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-risque européen, contribue à fragiliser les hauts de bilans des

---

<sup>1</sup> Dans cette étude, les dettes à court terme sont essentiellement des dettes d'exploitation.

PME et à perpétuer des structures financières dominées par des ressources courtes (Levratto, 1993)

Les études sur la structure financière et les pratiques ne permettent donc pas d'avoir une vision homogène du sur-endettement ou de la sous-capitalisation des PME, tant au niveau international qu'au niveau d'une comparaison PME / Grande Entreprise. Il semble donc nécessaire de s'orienter vers des études ne se limitant pas simplement à une analyse du passif des firmes. Dans ce cadre, la structure financière des PME semble être essentiellement dépendante :

- de leur niveau de rentabilité. Premièrement, les PME les plus rentables peuvent utiliser davantage l'autofinancement, ce qui définit une liaison négative entre rentabilité et endettement (Constand, 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.

- de leur taux d'accumulation. En effet, l'insuffisance des fonds propres des PME par rapport aux grandes entreprises est jugée non pertinente, notamment en raison de logiques de fonctionnement différentes (Paranque, 1993). Ainsi une analyse dynamique montre que les grandes entreprises ont amélioré leur autonomie financière en raison d'un taux d'accumulation plus faible que celui des PME<sup>2</sup>. Ce serait donc plus la réorganisation de l'actif du bilan des grandes entreprises (restructurations, recentrages, délocalisations) qui serait à l'origine de leur capitalisation plus élevée 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 grandes entreprises (effet défavorable sur la capitalisation), et que leur rentabilité brute est identique voir supérieure. Les PME ne donnent-elles pas une priorité au développement de leur marché des débouchés, ne sont-elles pas dans une logique de développement de leur parts de marché alors que les GE, cotées pour la plupart d'entre elles, privilégient une logique de développement de la valeur de leurs fonds propres ? 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'oeuvre), 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 uniquement un problème de passif du bilan, mais qu'elle doit intégrer les effets de la stratégie et de la croissance sur l'évolution de la structure de l'actif.

## **1.2. Les comportements des dirigeants de PME face à la dette**

Approcher la structure financière des PME par une démarche managériale (Barton & Matthews, 1989) permet d'analyser les comportements d'endettement autour des points suivants :

---

<sup>2</sup> Précisons que Paranque ne travaille que sur des PME industrielles.

- l'aversion au risque des propriétaires-dirigeants affectera la structure du capital. En supposant que la dette est un moyen de financement plus risqué parce qu'accroissant la volatilité des résultats (Vernimmen, 1989), un dirigeant de PME peu averse au risque privilégiera le financement par endettement de façon à maximiser son risque de plus fort gain.

- les objectifs de ces mêmes propriétaires-dirigeants pour leur entreprise auront un effet sur la structure des ressources. La vitesse de croissance voulue par les dirigeants pour leur firme créera un type de contrainte de liquidité, type différent selon les phases de vie de la PME (Hutchinson & Ray, 1986; Vickery, 1989; McMahan & al, 1993; Baldwin, 1994).

- les propriétaires-dirigeants préféreraient financer les besoins de leur entreprise plus par autofinancement que par des prêteurs externes et même que par de nouveaux actionnaires. Cela revient à s'intéresser, dans un premier temps, à la problématique du pouvoir. 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 de capitaux pour les PME (et en particulier des marchés financiers pour celles qui sont cotées), mais plutôt une volonté de ne pas les utiliser (Calof, 1985; Holmes & Kent, 1991). Cette approche, fort dépendante des méthodologies utilisées, doit être approfondie. En effet, tous les travaux reliant la finance des PME et la théorie de l'ordre hiérarchique (*Pecking Order Theory*, Myers, 1984) 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 oeuvre conduisant les chefs d'entreprise à classer ainsi leur préférence : autofinancement, endettement bancaire, endettement obligataire, augmentation de capital (OFEM, 1994, 1995). Il y a dans ces critères l'expression d'une difficulté d'accès au marché, tant du point de vue des volumes que des techniques, ce phénomène illustrant à notre avis l'écart de connaissance.

- la propension à la prise de risque des dirigeants et les caractéristiques économiques de leur entreprise auront un impact sur les montants que les prêteurs voudront bien accorder ainsi que sur les échéances. Se pose ici le problème de la réaction des dirigeants de PME soit au contexte de rationnement du crédit les environnant (Levratto, 1995,1994), soit aux relations d'agence et à toutes les situations d'asymétrie d'information existant entre les propriétaires-dirigeants et les prêteurs (Pettit & Singer, 1985). La réaction des prêteurs va se traduire soit par des coûts de gestion plus élevés, soit par des contraintes plus élevées (en nombre ou en densité) que pour les GE. 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 & Millington, 1992), faut-il encore pour cela que les dirigeants aient la capacité de réduire leur écart de connaissance. Notons avec intérêt que ces comportements concernent plus un risque économique qu'un risque strictement financier.

- les caractéristiques financières de la PME pourront limiter le choix d'une structure financière type par son dirigeant. Une entreprise, quelle que soit sa taille, sera soumise par l'ensemble des apporteurs de capitaux à des comparaisons avec d'autres firmes jugées présenter des caractéristiques similaires. Il se construit ainsi une sorte de savoir global partagé (*common knowledge*, Dupuy, 1992) qui peut être en opposition avec les objectifs du dirigeant. Dans un contexte de désendettement, sera-t-il possible pour un dirigeant d'accroître significativement son endettement, de valider en totalité un signal sur la bonne santé future de sa firme ?

En conclusion, nous retiendrons qu'il est difficile d'expliquer la structure financière des PME par rapport à celle des GE. Non seulement en raison des difficultés méthodologiques, mais aussi parce que cela revient à les considérer comme des "petites grandes", ce que leurs caractéristiques managériales conduit à contester. La compréhension de l'endettement des PME requiert une analyse dynamique de leur activité et de leur système de décision. Les recherches déjà menées nous conduisent à privilégier trois grands types de variables :

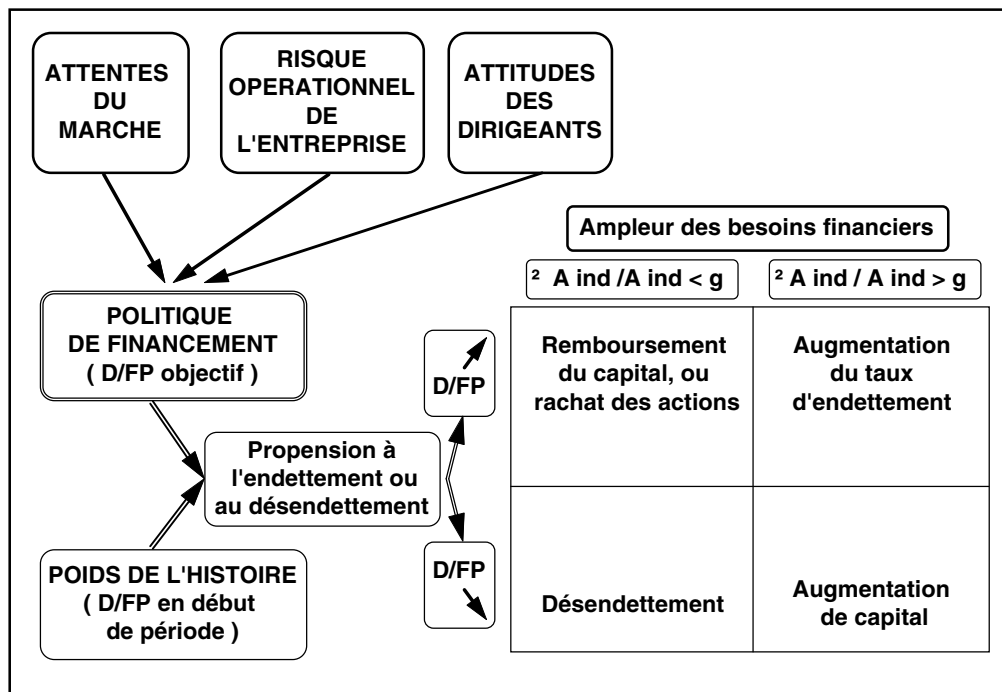
- les attitudes des dirigeants : propension au risque, préférences de financement,...
- les caractéristiques de la firme : vitesse de croissance, risque économique (opérationnel), données financières,...
- le comportement du marché des capitaux : évolution des normes, évolution des coûts de financement, modes de financement privilégiés.

### 1.3. Proposition d'un modèle d'endettement de la PME cotée

L'objet de ce troisième paragraphe est de décrire le modèle du comportement de financement des PME que nous nous proposons de tester. Comme il a été dit plus haut, la mise en oeuvre de la politique de financement résulte d'une combinaison de facteurs, que nous proposons de regrouper en trois grandes familles: l'attitude des décideurs, qui elle même résulte de plusieurs paramètres, l'ampleur des besoins de financement, qui résulte de la stratégie, et, pour l'entreprise cotée en Bourse, les attentes des marchés financiers.

Nous proposons l'articulation suivante de ces trois familles de variables explicatives :

DIAGRAMME 1  
Représentation du comportement d'endettement



Avant de présenter la méthodologie de construction de nos variables, précisons quelle est l'articulation globale de notre modèle et son rattachement aux éléments théoriques présentés précédemment.

Nous faisons l'hypothèse que les dirigeants de PME sont à même de fixer à leur entreprise un objectif d'endettement<sup>3</sup>, fonction :

- . de leurs attitudes en matière de risque et d'appréciation de la dette,
- . du risque de la firme, que nous proposons de saisir par le risque opérationnel, variable devant mesurer la volatilité des résultats, liés au métier de base,
- . des attentes du marché et de l'éventuelle pression que le sens commun, le mimétisme de ce dernier pourrait engendrer notamment au niveau de PME présentes sur le marché boursier.

Cet objectif d'endettement, confronté à la situation d'endettement de la firme (taux d'endettement constaté), permet d'envisager les politiques de financement potentielles. Mais celles-ci demeurent influencées par les besoins financiers liés à l'activité, besoins que nous proposons de saisir de manière différentielle :

- . d'une part en mesurant le niveau de la croissance liée à l'activité par le taux de croissance de l'actif industriel (voir la construction méthodologique ci-après),
- . d'autre part en tenant compte du taux de croissance interne autofinancée, que nous appelons  $g$  dans le graphique ci-dessus, et qui permettra de prendre en compte la rentabilité et la distribution de dividendes.

Ce positionnement des besoins financiers s'appuie sur le fait que les dirigeants de PME ont plus de propension à privilégier le développement de leurs débouchés (et donc leur actif industriel) que le marché des capitaux (Paranque, 1993), même si les firmes sont cotées (OFEM, 1994 & 1995).

## **2. Méthodologie et données**

### **2.1. Cadre général de notre recherche**

La très grande majorité des travaux référencés ci-dessus développent de manière implicite que les PME ne sont pas des entreprises cotées et que les grandes ont toutes accès au marché financier. L'histoire des années 80 montre que le fait d'être publique ne permet plus de distinguer entre grandes et petites firmes. En effet, le développement aux Etats-Unis du compartiment "petites capitalisations" (*small caps*) du Nasdaq, le relatif succès du Second Marché en France (Belletante & Desroches, 1993 a,b), le lancement en 1996 de l'AIM au Royaume-Uni et du Nouveau Marché en France sont autant de signes que les PME peuvent être cotées, la cotation apparaissant alors comme un moyen de combler l'écart financier (*financial gap*).

L'ensemble de notre recherche porte depuis plusieurs années sur ces entreprises, caractérisées non seulement par une petite capitalisation (inférieure à 2 milliards de FRF), mais aussi par le fait que la cotation n' a supprimé qu'une des caractéristiques financières des PME proposées par Ang (1991,1992), à savoir le caractère non-coté, et que les autres ont été conservées. Ainsi, sur nos échantillons statistiquement représentatifs des sociétés industrielles et commerciales ayant une

---

<sup>3</sup> exprimé par un taux d'endettement (dettes financières/fonds propres)

capitalisation inférieure à deux milliards de FRF, 76% sont dirigées par leur fondateur et/ou par un représentant d'un groupe familial. Cet actionnariat familial exerce un fort degré de contrôle (63% des entreprises interrogées sont contrôlées, directement ou indirectement, par leurs dirigeants avec plus des 2/3 des droits de vote) et les titres de propriété sont dans la quasi-totalité des cas la principale composante de la fortune des dirigeants.

Afin d'étudier le comportement financier des PME cotées, nous avons mis en place un Observatoire Financier des Entreprises Moyennes construit sur une logique de panel. Nous avons déterminé par la méthode des quotas un échantillon représentatif (en termes de taille, de secteur d'activité, de compartiment de cotation) des entreprises moyennes cotées en France. Les 70 firmes sélectionnées, sur une population mère de 320 sociétés,

font l'objet d'un questionnaire annuel (OFEM, 1994, 1995), portant sur les thèmes suivants : le chef d'entreprise et sa vision stratégique, le centre de décision financière (composition, organisation et évolution), le réseau de partenaires financiers (banquiers, sociétés de bourse, commissaires aux comptes, agences de communication financière), les investissements, les opérations financières, l'actionnariat et les dividendes. L'ensemble des informations a été recueilli par questionnaires et une base de données financières a été constituée à partir des documents comptables annuels et officiels depuis 1991.

Les échantillons (70 sociétés) sur lesquels nous avons travaillé présentent les caractéristiques suivantes :

TABLEAU N° 1  
**Caractéristiques des échantillons de nos enquêtes<sup>4</sup>.**

| Enquêtes 1994 (données 1993) et 1995 (données 1994) | 1994 |      |      | 1995 |      |       |
|---|------|------|------|------|------|-------|
|   | Q1   | Me   | Q3   | Q1   | Me   | Q3    |
| Capitalisation (MF) <sup>5</sup>                    | 132  | 256  | 655  | 128  | 286  | 543   |
| Chiffre d'affaires (MF)                             | 296  | 684  | 1197 | 242  | 592  | 1008  |
| Rentabilité économique (%) <sup>6</sup>             | 7,3  | 13,5 | 20,9 | 9,7  | 14,3 | 22,8  |
| Taux d'endettement (%)                              | 22   | 66   | 112  | 25,5 | 52,0 | 100,8 |
| Rentabilité de fonds propres (%) <sup>7</sup>       | 3,1  | 10,0 | 17,2 | 5,3  | 11,2 | 18,3  |
| Effectifs   | 260  | 817  | 1447 | 240  | 674  | 1128  |
| Capitaux engagés (MF)                               | 144  | 345  | 582  | 159  | 331  | 528   |
| Flottant disponible (%)                             | 15,1 | 23,4 | 31,5 | 15,2 | 24,8 | 32,7  |

C'est sur les entreprises de ces échantillons que nous avons développé le modèle d'endettement présenté ci-dessus. Nous allons maintenant expliciter la méthodologie de construction des variables qui nous ont permis de mettre ce modèle à l'épreuve.

<sup>4</sup> Q1 : premier quartile; Me : médiane; Q3 : troisième quartile

<sup>5</sup> MF = millions de francs français, en décembre 95 1 CDN \$ = 4,7 FRF

<sup>6</sup> rentabilité économique : (résultat d'exploitation + produits financiers) / capitaux engagés

<sup>7</sup> rentabilité des fonds propres = (résultat courant avant impôts- impôt théorique) / capitaux propres

## 2.2. Méthodologie de construction des variables du modèle<sup>8</sup>

### 2.2.1. Construction des variables explicatives de l'objectif d'endettement

\* La variable attitude des dirigeants

Au niveau actuel de notre recherche, nous ne sommes pas entrés dans l'ensemble des variables explicatives de l'attitude des dirigeants (Matthews & al,1994), mais nous avons mesuré cette attitude, au travers de la réponse à plusieurs questions sur l'intérêt pour la firme d'utiliser la dette, donc sur une attitude plus ou moins favorable à l'endettement :

- deux questions plutôt favorables à la dette :

*"Il ne faut recourir aux augmentations de capital que lorsque toutes les possibilités d'endettement sont épuisées"*

*."Plus une entreprise est rentable dans l'exercice de son métier, plus elle peut s'endetter"*

- deux questions plutôt défavorables à la dette :

*."Le risque de difficultés financières augmente très vite quand l'entreprise s'endette au delà d'un certain seuil"*

*."Plus le métier est risqué, (environnement concurrentiel, difficultés pour prévoir l'activité, niveau des frais fixes,) moins il faut s'endetter"*

Sur ces questions, le dirigeant répondait à partir d'une échelle d'attitude (de 1, pour "tout à fait d'accord", à 4, pour "pas du tout d'accord"). La somme des réponses aux deux premières questions, moins la somme des réponses aux deux dernières a été retenue comme représentant l'attitude du dirigeant par rapport à l'endettement: plus le total obtenu est élevé, plus le dirigeant souligne les inconvénients de la dette, moins il sera tenté de l'utiliser. Cette variable peut prendre des valeurs de moins 6 (intérêt marqué pour la dette), à plus 6, (aversion complète pour l'endettement).

\* la variable attente du marché

Nous n'avons pas pour l'instant dans notre recherche étudié en détail les composantes et l'impact des attentes du marché financier. Nous sommes partis d'un fait contingent : la constatation, par nos propres travaux ou par ceux d'autres chercheurs (Laboureix & Laurin, 1994) d'un mouvement de désendettement affectant les entreprises françaises, cotées ou non. Nous posons donc l'hypothèse que cette tendance est "normalisée" par le marché, et que la connaissance de cette norme influence très vraisemblablement la détermination de la politique d'endettement de la PME.

Nous retiendrons comme indicateur de cette pression exercée par le marché le rapport entre le taux d'endettement de l'entreprise à fin 1991, et la médiane du taux d'endettement du panel à cette même date (52%). Ainsi, si ce rapport est supérieur à 1, nous faisons l'hypothèse que le chef d'entreprise, s'il répond à la pression du marché, aura tendance à afficher un objectif d'endettement conduisant à un désendettement. Et inversement, si cet indicateur est inférieur à 1.

\* construction de la variable risque opérationnel

---

<sup>8</sup> Tous les résultats sont volontairement reportés dans notre troisième partie.



Nous retenons comme indicateur du niveau de risque opérationnel de l'entreprise la moyenne sur 92 à 94 du ratio "variation en % du résultat d'exploitation" sur "variation en % du chiffre d'affaires". La période de crise économique récente permet de bien mettre en évidence l'exposition de l'entreprise aux variations d'activité, ainsi que sa sensibilité à ces variations d'activité.

### 2.2.2. Construction de l'objectif d'endettement

Nous avons demandé au dirigeant quelle est sa politique de financement, en termes d'endettement financier total (à court terme ou à long terme) rapporté aux fonds propres comptables. Le premier test possible de la pertinence de notre modèle consistera à nous assurer de la cohérence entre la variable d'attitude construite ci-dessus, le risque opérationnel estimé par la volatilité du résultat d'exploitation, et les attentes du marché, d'une part, et l'objectif d'endettement que les dirigeants assignent à leur entreprise, d'autre part.

$$\text{objectif d'endettement} = f(\text{attitude, risque opérationnel, attentes du marché})$$

### 2.2.3. Les variables de la politique d'endettement et de la propension à s'endetter

Notre modèle suggère que la propension de l'entreprise à s'endetter ou à se désendetter pendant une période découlera de la comparaison entre l'objectif d'endettement que s'assignent les dirigeants, et le niveau réel de l'endettement en début de période. Pour opérationnaliser ce comportement, nous avons choisi de travailler à partir des niveaux d'endettement réels en 1991, et de l'utilisation de la dette de 1992 à 1994.

Nous posons l'hypothèse que les entreprises ayant fin 1991 un niveau d'endettement réel très inférieur à leur objectif d'endettement devraient retenir l'endettement comme outil privilégié de financement de leurs besoins, et que leur taux d'endettement devrait augmenter de fin 1991 à fin 1994. Les entreprises qui au contraire avaient un taux d'endettement réel en 1991 très supérieur à leur objectif devraient avoir pris tous les moyens pour faire baisser ce taux d'endettement de fin 1991 à fin 1994.

### 2.2.4. Les variables mesurant les besoins financiers

Pour les raisons indiquées dans notre premier paragraphe, notre modèle prend en compte la pression exercée par les besoins financiers qui résultent de la stratégie, mesurés par l'écart existant entre :

- la vitesse de la croissance réelle des actifs, que nous proposons de mesurer par le taux annuel de variation de l'actif industriel (A ind) entre 1991 et 1994, en sachant que nous définissons l'actif industriel comme la somme des capitaux propres et des dettes financières à long, moyen ou court terme, moins les placements et disponibilités,
- la mesure de la capacité de développement autonome mesurée par le taux interne de croissance - g -, défini comme la rentabilité des fonds propres (rfp)<sup>9</sup> après distribution des dividendes (mesurée par le taux de distribution d: dividendes sur résultat net) :

$$g = \text{rfp} (1-d)$$

---

<sup>9</sup> rfp = (résultat courant avant impôts - impôt théorique) / capitaux propres

Si nous faisons l'hypothèse que l'entreprise tente d'atteindre l'objectif d'endettement qu'elle s'est fixé, mais qu'elle le fait en fonction des besoins financiers de la période, quatre cas de figure, résumés dans le tableau ci-dessous, sont envisageables :

TABLEAU N° 2  
**Description des comportements de financement attendus**

|                              | Besoins financiers <b>inférieurs</b> à la capacité de développement autonome ( $\bullet A \text{ ind}/A \text{ ind} < g$ ) | Besoins financiers <b>supérieurs</b> à la capacité de développement autonome ( $\bullet A \text{ ind}/A \text{ ind} > g$ ) |
|------------------------------|--|--|
| propension à l'endettement   | Réductions de capital, ou constitution d'un "trésor de guerre" (Hausse des disponibilités)                                 | Augmentation du taux d'endettement   |
| propension au désendettement | Réduction du taux d'endettement, é par par remboursement anticipé si nécessaire  | Financement extérieur majoritairement par augmentation de capital  |

Notre approche estime donc que si l'entreprise connaît un taux de croissance de ses capitaux engagés supérieur à son taux interne de croissance, elle doit faire appel à des capitaux extérieurs pour financer son développement. Dans le cas contraire, elle dégage des excédents de liquidité, qu'il lui faut utiliser d'une façon ou d'une autre, par exemple pour se désendetter ou rembourser une partie du capital, par exemple en versant un super dividende. C'est là que devrait intervenir la propension à l'endettement ou au désendettement, pour obtenir l'un des quatre comportements évoqués ci-dessus.

### 3. Le test du modèle d'endettement proposé

#### 3.1. La détermination de l'objectif d'endettement des dirigeants de PME cotées

##### 3.1.1. Les attitudes des dirigeants face à l'endettement

Nous rappelons que la variable "attitude du dirigeant par rapport à la dette" (cf § 2.2.1) peut prendre des valeurs de - 6 (intérêt marqué pour la dette) à + 6 (aversion forte pour l'endettement). La répartition entre les entreprises de notre échantillon est la suivante :

TABLEAU N° 3  
**Attitude des dirigeants par rapport à l'endettement**

| Valeurs de la variable aversion à l'endettement | $\leq -3$ | -2, -1 | 0, 1 | 2, 3 | $\geq 3$ |
|---|-----------|--------|------|------|----------|
| % de réponses valides                           | 4%        | 12%    | 36%  | 42%  | 6%       |

Nous constatons bien globalement une aversion pour l'endettement, attitude très majoritaire qui devrait se retrouver, au moins partiellement dans l'objectif d'endettement de notre panel.

### 3.1.2. L'objectif d'endettement des dirigeants des PME cotées

Conformément à l'attitude décrite ci-dessus, les dirigeants de notre panel se fixent un objectif d'endettement relativement faible, et en tous cas sensiblement inférieur à l'endettement réel de leur firme, tant en 1991 qu'en 1994:

TABLEAU N° 4  
**Objectif d'endettement et endettement réel du panel**

|                             | médiane | moyenne | écart-type |
|-----------------------------|---------|---------|------------|
| objectif d'endettement 1994 | 50 %    | 55,6 %  | 39,3 %     |
| objectif d'endettement 1995 | 50 %    | 66,4 %  | 77,4 %     |
| endettement réel à fin 1991 | 57,4 %  | 94,7 %  | 194,8 %    |
| endettement réel à fin 1994 | 54,1 %  | 105,2 % | 226,8 %    |

En nous référant aux apports théoriques existants (cf § 1) et à notre méthodologie (cf § 2), nous avons posé que :

$$\text{objectif d'endettement} = f(\text{ attitude, risque opérationnel, attentes du marché})$$

À partir des mesures indiquées précédemment (cf § 22), l'application de ce modèle à notre échantillon ne débouche sur aucun résultat significatif. La mise en place d'une régression multiple ne permet pas d'expliquer l'objectif d'endettement. Par ailleurs, les corrélations linéaires simples montrent clairement l'absence de liaison entre les variables prises deux à deux (tableau n° 5). La seule exception notable est la relation inverse entre l'attitude et le risque opérationnel : il apparaît ainsi que plus le métier est risqué et moins l'aversion à l'endettement est forte. Il semble donc que nous ayons à faire à des dirigeants n'ayant pas la préoccupation d'atténuer par la finance le profil de risque de leur activité. Cela demande un approfondissement de la variable attitude : un tel comportement est-il le résultat d'une propension au risque plus marquée (ce qui rejoindrait les caractéristiques financières des PME relevées par Ang (1991,1992), ou est-il la traduction d'une relation d'agence (le dirigeant étant propriétaire de la majorité du capital, il a intérêt à transférer le risque sur les créanciers) ?

TABLEAU N° 5  
**Corrélations entre les variables explicatives de l'objectif d'endettement**

|                      | Attente du marché   | Risque opérationnel   | Attitude             |
|----------------------|---------------------|-----------------------|----------------------|
| Objectif endettement | 0,0498<br>p = 0,351 | 0,0260<br>p = 0,422   | 0,1714<br>p = 0,142  |
| Attente marché       |                     | - 0,1360<br>p = 0,108 | 0,1235<br>p = 0,201  |
| Risque opérationnel  |                     |                       | -0,4225<br>p = 0,001 |

Cette absence de relation significative entre l'objectif d'endettement et les mesures des variables que nous avons jugées explicatives peut relever de plusieurs faits :

- tout d'abord, de l'existence même dans notre méthodologie d'un biais lié à la chronologie de collecte des données. Les dirigeants se sont exprimés sur leur objectif d'endettement lors de nos enquêtes de 1994 (sur données comptables 1993) et de 1995 (sur données comptables 1994) et nous les confrontons à des données comptables couvrant la période 1991-1994. Nous supposons donc une stabilité de l'objectif d'endettement sur cette période, ce qui constitue une limite à notre approche. Mais nous avons souhaité réaliser un premier test de notre modèle de comportement d'endettement et les prochaines enquêtes de notre observatoire nous permettront de lever ce biais. Par ailleurs nous avons effectivement constaté une certaine stabilité de cet objectif, puisque les deux tiers des réponses de 1995 sont identiques à celles de 1994.

- de l'existence d'autres facteurs, notamment au niveau des attitudes des dirigeants que nous n'avons pas encore pris en compte. Nous pensons en particulier au fait que les comportements des dirigeants de PME cotées puissent être différents de ceux prévus par la théorie. En effet, l'écart de connaissances, mis en évidence dans notre première partie, peut conduire ces dirigeants à des comportements théoriquement "déviant". Nous citerons, simplement à titre d'illustration, le fait que 67% des dirigeants interrogés considèrent que *"remplacer l'endettement par les fonds propres permet de réduire le coût moyen des ressources financières"*. Un travail de précision sur les composantes des attitudes et leur mesure est donc à mettre en oeuvre.

### 3.1.3. La propension à l'endettement des PME cotées

En raison des résultats ci-dessus, la poursuite de notre travail implique que nous posions l'hypothèse suivante : la mesure des composantes de l'objectif d'endettement n'est pas significative, mais nous considérons valides les réponses des dirigeants d'entreprises quant au niveau de leur objectif d'endettement, ce dernier apparaissant d'ailleurs corrélé avec la propension à l'endettement (comparaison de l'objectif d'endettement et du niveau d'endettement en 1991) et à l'attente du marché :

TABLEAU N° 6  
Variables corrélées à la propension à l'endettement

|                            | Objectif endettement | Attente marché      | Propension à l'endettement |
|----------------------------|----------------------|---------------------|----------------------------|
| Objectif endettement       | 1,0000<br>p = .      | 0,0498<br>p = 0,351 | 0,5598<br>p = 0,000        |
| Attente marché             |                      | 1,0000<br>p = .     | - 0,7997<br>p = 0,000      |
| Propension à l'endettement |                      |                     | 1,0000<br>p = .            |

Sur la base des réponses obtenues à la question sur l'objectif d'endettement, et de la situation d'endettement réel à fin 1991, les entreprises se répartissent de la façon suivante, en terme de propension à l'endettement ou au désendettement :

TABLEAU N° 7

**Propension à l'endettement ou au désendettement, sur base d'objectif exprimé**

|                              | nombre de cas | D/FP à fin 1991 | Objectif de D/FP |
|------------------------------|---------------|-----------------|------------------|
| Propension à l'endettement   | 17            | 36,5 %          | 67,5 %           |
| Propension au désendettement | 44            | 45,0 %          | 50,0 %           |

Dans le tableau ci-dessus, les informations sur l'endettement de départ et sur l'objectif d'endettement sont données en médiane. Le plus faible nombre de cas (61 au lieu de 70) résulte du fait que certains dirigeants n'ont pas voulu se prononcer sur leur objectif d'endettement.

En ce qui concerne la couverture de leurs besoins financiers, les entreprises se répartissent de la façon suivante:

TABLEAU N° 8

**Couverture des besoins financiers de 1992 à 1994**

|                     | nombre de cas | Taux interne de croissance (g) | Variation de l'actif industriel |
|---------------------|---------------|--------------------------------|---------------------------------|
| • A ind / A ind < g | 35            | 8,0 %                          | 2,0 %                           |
| • A ind / A ind > g | 35            | 6,5 %                          | 15 %                            |

Si nous croisons les deux variables, nous obtenons le tableau ci-dessous, qui résume la répartition des entreprises selon leur comportement attendu.

TABLEAU N° 9

**Répartition des entreprises selon leur comportement attendu (61 cas)**

|                              | Besoins financiers <b>inférieurs</b> à la capacité de développement autonome ( • A ind / A ind < g ) | Besoins financiers <b>supérieurs</b> à la capacité de développement autonome ( • A ind / A ind > g ) |
|------------------------------|--|--|
| Propension à l'endettement   | Réductions de capital, ou constitution d'un "trésor de guerre":<br><b>8 firmes</b>                   | Augmentation du taux d'endettement:<br><b>9 firmes</b>   |
| Propension au désendettement | Réduction du taux d'endettement:<br><b>30 firmes</b>   | Financement extérieur majoritairement par augmentation de capital:<br><b>14 firmes</b>               |

En confrontant les comportements attendus aux comportements constatés, nous aurons une première idée de la capacité de notre modèle à rendre compte de l'évolution de la structure financière des PME cotées. Dans le tableau ci-dessous, nous indiquons les écarts entre les comportements attendus et les comportements réels.

La lecture du tableau n° 10 montre que notre modèle rend compte du comportement des firmes dans 48 cas sur 61. Il apparaît donc que la confrontation de la propension à l'endettement (ou au désendettement) avec les besoins financiers expliquent l'évolution de la structure financière des moyennes entreprises de notre panel. Le taux d'échec entre le comportement attendu et le comportement constaté est le plus élevé pour les firmes ayant des besoins financiers supérieurs à leur capacité de développement autonome et pour lesquelles nous avons déterminé une propension au désendettement; il n'y en a en effet que 8/14 qui se financent majoritairement par augmentation de capital. Les autres continuent à s'endetter, il s'agit soit de firmes ayant eu à financer d'importants investissements (par exemple, l'équivalent d'une année de chiffre d'affaires) ou ayant connu des pertes.

TABLEAU N° 10  
Adéquation des comportements avec le modèle (61 cas)

|                              | Besoins financiers <b>inférieurs</b> à la capacité de développement autonome ( $\bullet A_{ind} / A_{ind} < g$ ) | Besoins financiers <b>supérieurs</b> à la capacité de développement autonome ( $\bullet A_{ind} / A_{ind} > g$ ) |
|------------------------------|--|--|
| Propension à l'endettement   | classement adéquat :<br><b>7 firmes</b><br>classement inadéquat :<br><b>1 firme</b>                              | classement adéquat:<br><b>8 firmes</b><br>classement inadéquat :<br><b>1 firme</b>                               |
| Propension au désendettement | classement adéquat:<br><b>25 firmes</b><br>classement inadéquat :<br><b>5 firmes</b>                             | classement adéquat:<br><b>8 firmes</b><br>classement inadéquat :<br><b>6 firmes</b>                              |

Les écarts constatés proviennent du fait que plusieurs éléments ont été volontairement laissés de côté, éléments qui ressortent assez clairement d'une analyse "individuelle" de chaque cas d'entreprise mal classée:

- le comportement opportuniste, qui consiste à lever des fonds sur le marché lorsque celui-ci est favorable, même s'il n'y a pas d'opportunités majeures d'investissement à court terme. Ce comportement est illustré par les opinions suivantes:

- .l'affirmation "*Il faut s'endetter quand l'évolution des taux est favorable, même s'il n'existe pas de projets d'investissement immédiats*" a recueilli 22% d'opinions favorables,

- . l'affirmation "*Il faut émettre des actions sur le marché quand les cours sont élevés, même s'il n'existe pas de projets d'investissement immédiats* " a recueilli 33% d'opinions favorables.

- le coût de sortie de certains contrats d'endettement souscrits dans le passé, qui empêche les entreprises de rembourser par anticipation ces dettes devenues sans objet, et qui les amène à détenir d'importantes liquidités.

- la perception plus ou moins exacte des coûts relatifs de la dette et des fonds propres, ainsi que l'illustrent les réponses, quelque peu surprenantes mais significatives d'un écart de connaissances, aux questions suivantes:

l'affirmation "*Une augmentation de capital augmente le coût moyen des ressources financières de l'entreprise*" recueille seulement 22% d'opinions favorables.

et nous rappelons que l'affirmation "*Remplacer l'endettement par des fonds propres permet de réduire le coût moyen des ressources financières de l'entreprise*" recueille 67% d'opinions favorables.

Ces éléments nous confortent sur la nécessité, si nous voulons améliorer l'efficacité du modèle, de prendre en compte, dans nos analyses, des comportements potentiellement déviants par rapport à la théorie, comportements qui seraient l'une des manifestations de l'écart de connaissance caractérisant la finance des PME.

### 3.2. Analyse globale de l'évolution de l'endettement des PME

Nous avons poursuivi notre analyse de l'endettement des PME cotées en ne nous limitant pas aux quatre catégories définies ci-dessus et en essayant de capter l'ampleur du mouvement de désendettement caractérisant notre panel (cf l'évolution du taux d'endettement, tableau 1). En retenant les variables explicatives mises en évidence précédemment<sup>10</sup>, nous avons tenté d'expliquer par une régression multiple (*stepwise method*) l'évolution du taux d'endettement de notre panel entre 1991 et 1994. Nous obtenons les résultats suivants<sup>11</sup>, sur la base de 55 cas :

TABLEAU N° 11  
Régression sur la variation du taux d'endettement

| Variables | Coefficient | SE Coeff  | Beta       | T      | Sign T |
|-----------|-------------|-----------|------------|--------|--------|
| BESFINE X | -2,262711   | 0,682090  | - 0,375397 | -3,317 | 0,0017 |
| PROPDET   | 0,328730    | 0,102281  | 0,322056   | 3,214  | 0,0023 |
| Rfp 94    | -3,232215   | 1,135152  | -0, 322819 | -2,847 | 0,0063 |
| Constante | 43,217969   | 14,460324 |            | 2,989  | 0,0043 |

Cette analyse globale met bien en évidence :

- l'existence et le poids effectif d'un objectif d'endettement. Si cela se confirmait dans nos prochaines enquêtes, avec une meilleure liaison temporelle entre l'objectif en année N et l'évolution de l'endettement de N+1 à N+3, par exemple, une partie des polémiques sur la politique d'endettement serait levée.

<sup>10</sup> BESFINEX : besoins de financement extérieurs; PROPDET : la propension à l'endettement; Rfp 94 : rentabilité des fonds propres 1994.

<sup>11</sup> Multiple R : 0,70086; R square : 0,49120; F = 16,41222; Sign F = 0,0000.

- le poids des besoins financiers dans la stratégie financière des PME cotées; en effet la tendance au désendettement est contrecarrée par l'ampleur des besoins de financements extérieurs. Celle-ci peut trouver son origine soit dans une réduction de la rentabilité, ou dans une accélération de la croissance de l'actif industriel. Cela nous semble significatif de la volonté des dirigeants des PME, même cotées, de privilégier leur métier et leur activité et non une politique financière rigoureuse.

- le lien inverse entre rentabilité et endettement, lien révélant l'absence de prise en compte par les dirigeants des impacts de l'effet de levier. Cela confirme que la priorité n'est pas donnée à la valorisation des fonds propres et ce même pour des firmes ayant une partie de leur capital sur le marché financier.

Au fond tout fonctionne comme si les dirigeants jouaient de l'endettement comme d'un "jokari"<sup>12</sup>: ils ont bien un objectif, mais au gré des circonstances, le taux d'endettement s'éloigne de la cible : en "plus", si une opportunité de croissance se présente, ou en "moins" si l'entreprise n'a pas d'opportunités d'investissements à la hauteur des flux de trésorerie qu'elle génère. Toutefois, la balle (le taux d'endettement réel) revient naturellement dans la direction de la cible (l'objectif d'endettement), dès que la pression des événements extérieurs se relâche.

## Conclusion

En conclusion de cette étape de notre recherche sur le comportement d'endettement des PME cotées, nous souhaitons mettre en avant le fait que leurs dirigeants soumettent leur politique financière à l'existence ou non d'une opportunité de croissance. Le financement apparaît contraint par le développement du métier. Cette absence de véritable stratégie financière ne nous semble pas compatible avec une volonté de maximisation de la valeur des fonds propres. Cette attitude est généralement reconnue comme caractéristique de la finance des PME (McMahon, 1993) et il semblerait que leur cotation en bourse, qui ne se traduit que très exceptionnellement par une perte du contrôle par les dirigeants-proprétaires, ne modifie pas fondamentalement ce comportement. Cela nous conduit à la nécessité d'approfondir dans la détermination des attitudes des dirigeants afin de mieux expliquer la manière dont ils fixent, pour leur firme, un objectif d'endettement, variable déterminante de la propension à l'endettement ou au désendettement. C'est le travail qui nous reste à accomplir pour conférer à notre modèle quelques vertus prédictives.

## Bibliographie

- ANG J.S. (1991) : « Small business uniqueness and the theory of financial management », *The Journal of Small Business Finance*, vol 1, n° 1, pp 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, pp 185-203.
- APILADO V.P. & MILLINGTON J.K. (1992),« Restrictive loan covenants and risk adjustment in small business lending », *Journal of Small Business Management*, pp 38-48.

---

<sup>12</sup> jeu consistant à frapper une balle reliée par un élastique à un socle fixe.



- BALDWIN J., CHANDLER W., Le C. & PAPAILIADIS T. (1994) : *Stratégies de réussite : profil des PME en croissance au Canada*, Statistique Canada, Catalogue 61-523RF, Hors série.
- BARTON & MATTHEWS (1989), « Small firm financing : Implications from a strategic management perspective », *Journal of Small Business Management*, 27(1), pp 1-7.
- BELLETANTE B. & DESROCHES J. (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. & DESROCHES J. (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, pp 466-481.
- BELLETANTE B. & LEVRATTO N. (1995), « Finance et PME : quels champs pour quels enjeux », *Revue Internationale de la PME*, n° 3-4, vol 8.
- CALOF J. (1985), « Analysis of small business owners' financial preferences », *Journal of Small Business and Entrepreneurship*, 3 (3), pp 39-44
- CHEN K. & BALKE T. (1979), « Scale of operation, industry and financial ratios », *International Journal of Accounting*, 14 (2), pp 17-28
- CONSTAND R., OSTERYOUNG J., & NAST D. (1991), « Asset-Based financing and the determinants of capital structure in the small firm », *Advances in Small Business Finance*, Editor : R. Yadzipour, pp 29-45.
- DIETSCH M. (1989), « Les PME et les conditions bancaires », *Revue d'Economie Financière*, n° 10, pp 72-85.
- DUNSTAN K., DWYER D. & HOLMES S. (1992), « The small business funding debate : an empirical review », *International Research Symposium on Small Firm Finance*, Baylor University, Texas.
- DUPUY J.P. (1992), *Introduction aux sciences sociales, logique des phénomènes collectifs*, X Ecole Polytechnique, 297 p.
- HOLMES S. & KENT P. (1991), « An empirical analysis of the financial structure of small and large Australian manufacturing enterprises », *Journal of Small Business Finance*, 1 (2), pp 141-154.
- HUTCHINSON P. & RAY G. (1986), « Surviving the financial stress of small enterprise growth », *The survival of the small firm, Vol 1 : The economics of survival and entrepreneurship*, Gower Publishing, Aldershot, pp 53-71.
- LABOUREIX D. & LAURIN A. (1994), « Le risque PME », *Bulletin de la Banque de France*, 4° trimestre, Supplément Etudes, pp 93-122.
- LEVRATTO N. (1995), « Small firms finance in France », *Small Business Economics*, 7, pp 1-17.
- LEVRATTO N. (1994), « Le financement de l'innovation dans les PMI », *Revue d'Economie Industrielle*, 1er trimestre, n° 67, pp 191-210.
- LEVRATTO N. (1993), « L'impact des conditions financières sur les performances des PME », *I Congrès International Francophone de la PME*, Carthage, Octobre.

- MATTHEWS C.H., Vasudevan D.P., Barton S.L. & Apana R. (1994),« Capital structure decision making in privately held firms : beyond the Finance paradigm », *Family Business Review*, 7 (4), pp 349-367.
- MCMAHON RGP & Stanger AMJ (1993),« 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,Adelaide.
- MCMAHON RGP, Holmes S., Hutchinson P. & Forsaith D. (1993), *Small Enterprise Financial Management, Theory and Practice*, Harcourt Brace, Sydney, 488 p.
- MYERS S.C (1984),« The Capital Structure Puzzle », *Journal of Finance*, 39(3), pp 575-592.
- OFEM (1994) : *Le comportement financier des moyennes entreprises cotées*, Rapport 1994 de l'Observatoire Financier des Entreprises Moyennes (OFEM), SBF-Bourse de Paris, Paris, 202 p.
- OFEM (1995) : *Performances et politiques financières des entreprises moyennes cotées*, Rapport 1995 de l'Observatoire Financier des Entreprises Moyennes (OFEM), SBF-Bourse de Paris, Paris, 202 p.
- OSTERYOUNG J.S, CONSTAND R.L. & NAST D.A (1992),« Financial ratios in large public and small private firms », *Journal of Small Business Finance*, pp 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.
- PETTIT R.R. & SINGER R.F. (1985),« Small Finance Business : A research Agenda », *Financial Management*, Autumn, pp 47-60
- RAY G. & HUTCHINSON P. (1983) : *The financing and financial control of small enterprise development*, Gower Publishing, Aldershot, England.
- REMMERS L., STONEHILL A., WRIGHT R., BEEKHUISEN T. (1974),« Industry and size as debt ratio determinants in manufacturing internationally », *Financial Management*, 36 (3), pp 879-888.
- SAINT-PIERRE J. & BEAUDOIN R. (1995), « Les problèmes financiers des PME : l'état de la question », Grepme, Université du Québec à Trois-Rivières, à paraître dans ouvrage collectif.
- 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*, 4 (4), April, pp 20-34.
- VERNIMMEN P.(1989), *Finance d'entreprise : logique et politique*, 3° ed, Dalloz, Paris, 469 p
- VICKERY L. (1989), « Equity financing in small firms », in Burns P. & Dewhurst, *Small business and Entrepreneurship*, 2nd edition, Macmillan, London, pp 204-285.
- WATSON A.J. (1986), « Small business finance gap and the role of the second board markets : a case study », *Management Forum*, n° 12, pp 87-100.