

LA CROISSANCE SOUTENABLE DU CHIFFRE D'AFFAIRES DES ENTREPRISES: STRATÉGIES FINANCIÈRES ET EFFET DE TAILLE

Robert BEAUDOIN*

Josée ST-PIERRE**

Université du Québec à Trois-Rivières, Québec

Jacques BOURGEOIS***

HEC Montréal, Québec

RÉSUMÉ

Cette recherche présente un nouveau modèle de détermination du taux de croissance soutenable adapté aux particularités des PME. Nous analysons comment les dirigeants de PME ont utilisé les différents éléments du modèle afin de soutenir la croissance de leur chiffre d'affaires. Nous comparons par la suite les stratégies financières utilisées par les PME en croissance avec celles utilisées par les GE en croissance afin de vérifier l'existence d'un effet de taille. Les résultats de ces comparaisons indiquent que les PME utilisent des stratégies financières différentes de celles des GE pour soutenir leur croissance. Il semble de plus, qu'au cours de la période de croissance, les PME modifient leurs stratégies financières de façon plus importante que les GE et ce, quelque soit leur rythme de croissance. Par ailleurs, les PME en croissance forte ne modifient pas les mêmes paramètres que les PME en croissance faible. Finalement, les PME utilisent plus les sources de financement à court terme qu'à long terme, pour assurer leur croissance.

Mots clés: Croissance soutenable - stratégies financières - effet de taille - PME - GE -

Introduction

Les recherches empiriques des dernières années tendent de plus en plus à confirmer l'affirmation suivante à l'effet que la PME-type n'existe pas (St-Pierre et Beaudoin, 1996a). Il existerait plutôt

* Robert Beaudoin est détenteur d'un doctorat en gestion de l'Université Aix-Marseille III. Ses intérêts de recherche portent principalement sur l'étude des problèmes financiers des PME. Il a oeuvré pendant plusieurs années comme cadre supérieur à l'Université du Québec à Trois-Rivières. Il est membre du GREPME depuis 1994. Adresse: Université du Québec à Trois-Rivières, 3351, boulevard des Forges, C.P. 500, Trois-Rivières (Québec) G9A 5H7.

* Josée St-Pierre est titulaire d'un doctorat en finance (Ph.D.) de l'Université Laval. Elle est l'auteure de plusieurs articles scientifiques dans les domaines de la régie d'entreprises, des offres publiques d'achat et du financement par projet. Ses intérêts de recherche portent également sur l'étude des problèmes financiers des PME. Elle dirige l'ERGEP, une équipe de recherche en gestion de projet, et est membre du GREPME. Adresse: Université du Québec à Trois-Rivières, 3351, boulevard des Forges, C.P. 500, Trois-Rivières (Québec) G9A 5H7. Adresse électronique: josee_st-pierre@uqtr.quebec.ca .

*** Jacques Bourgeois est professeur à l'École des HEC et responsable de l'option finance dans le programme de MBA. Expert en finance et très actif dans les milieux financiers, il s'intéresse en particulier à la cohérence entre les objectifs, les stratégies et les moyens financiers à la disposition des entreprises. Il détient un BAA de l'Université Laval, un DPM de l'Université McGill, un MBA de l'Université Western Ontario et un doctorat de l'Université d'Aix-Marseille (France). Adresse: 3000, chemin de la Côte Ste-Catherine, Montréal (Québec) H3T 2A7 - Tél: (514) 340-6594 - Fax: (514) 340-5632.

un ensemble de petites et moyennes entreprises distinctes, qui subissent l'influence de variables exogènes et qui, pour s'y adapter, se structurent de façon particulière. Par conséquent, toute étude visant à analyser les problèmes financiers de ces entreprises se devra de tenir compte, dans la mesure du possible, de cette particularité et ainsi éviter les comparaisons globales sans distinction entre autres, des éléments suivants: *taux de croissance des firmes, partage du pouvoir du propriétaire-dirigeant avec d'autres partenaires financiers et stade de développement.*

Bygrave et Petty (1991), tout en reconnaissant que la taille, le secteur d'activité et la rentabilité puissent influencer les caractéristiques financières des PME, proposent de les regrouper selon deux grandes catégories afin de mieux caractériser leurs différences:

- Celles qui sont petites et qui le demeureront parce que la nature des activités et le secteur industriel dans lequel elles opèrent favorisent les entreprises de cette taille.
- Celles qui sont petites parce qu'elles sont jeunes et n'ont pas encore traversé les divers stades de leur développement pour les amener à leur maturité. Ces dernières ont le potentiel de devenir grandes et on les qualifie de PME de croissance.

On reconnaît ainsi que toutes les PME n'évoluent pas au même rythme, et que ce ne sont pas toutes les petites qui deviendront grandes (en fait, la plupart des PME demeurent petites).

Dans cette recherche nous nous intéressons aux entreprises faisant partie du deuxième groupe, soit les PME de croissance (PMEC) et aux effets que la croissance peut entraîner sur les résultats financiers. Il semble que celle-ci crée différentes tensions chez les entreprises, lesquelles influencent de façon significative les données financières dont, entre autres, celles concernant les liquidités et la structure de financement. Plusieurs modèles de croissance ont été développés afin de déterminer à quel rythme une entreprise pouvait croître pour réduire au minimum les pressions sur ses liquidités et sa structure de financement. Le principal objectif de cette recherche consiste à analyser les diverses stratégies financières qu'utilisent les PME pour soutenir la croissance de leur chiffre d'affaires.

Après avoir présenté un nouveau modèle de détermination du taux de croissance soutenable adapté aux particularités des PME, nous analysons comment ces entreprises ont modifié les différents paramètres de la croissance soutenable, compte tenu de leur environnement. Finalement, afin d'identifier si les stratégies mesurées sont particulières aux PME, nous les comparons avec un groupe de grandes sociétés ouvertes ayant connu une évolution similaire de leur niveau d'activités.

Résumé de la littérature

Les particularités des PME en croissance

Les PMEC, probablement à cause de leur potentiel de contribution à la croissance de l'économie et à la création d'emploi, ont été l'objet d'un nombre important de travaux par différents chercheurs. Nous résumons ceux qui semblent les plus pertinents en regard de la problématique qui nous intéresse.

Hutchinson et Ray (1986) ont relevé les principales différences entre les petites entreprises en croissance et celles qui ne le sont pas. Les différences les plus significatives résident dans les objectifs des dirigeants ainsi que dans la complexité des systèmes de production des informations:

- 1) L'entreprise en croissance songe plus à maximiser ses profits, opère dans une structure organisationnelle plus formalisée, maintient des relevés d'informations financières qui lui permettent d'évaluer régulièrement sa performance par rapport à certaines normes.
- 2) L'entreprise qui n'est pas en croissance voit son contrôle concentré dans les mains des dirigeants préoccupés davantage par leur indépendance et leur autorité, n'a pas comme objectif de maximiser ses profits, ne maintient pas de bons registres financiers et tend à accepter les prix offerts sur les marchés tel quel.

Baldwin *et al.* (1994), dans une importante étude sur le profil des PME en croissance au Canada, rapportent que le coût du capital et l'accès aux capitaux sont deux facteurs considérés importants pour expliquer la réussite des PME. Ces dernières préfèrent les capitaux à long terme plutôt qu'à court terme, ont davantage recours à des capitaux propres qu'à des capitaux empruntés, et ont également des bénéfices non répartis considérables¹.

Hutchinson et Ray (1986) ont, de leur côté, associé les stades de développement et les stress financiers avec le type de financement utilisé. Ils invoquent le fait que, selon leur niveau de développement, différentes sources de financement deviennent disponibles et peuvent apparaître au bilan des PME.

Étant donné le caractère instable de leur situation et les différentes tensions que celle-ci entraîne sur les résultats financiers, on peut supposer que les PME en croissance vivent différemment que les GE les problèmes financiers que l'on impute habituellement à cette phase de développement. L'accès limité aux ressources financières, le risque financier réel et perçu, l'absence relative d'investisseurs pour des actions de PME et la profitabilité vont exercer une influence significative sur les stratégies financières utilisées par les dirigeants de ces entreprises pour soutenir cette croissance.

Hutchinson et Ray (1986) ont effectivement constaté que certaines caractéristiques financières des PME sont semblables à celles des entreprises en faillite. Elles présentent une faible liquidité, un haut taux d'endettement et de faibles bénéfices réinvestis (conclusion contraire à Baldwin). Ces entreprises éprouvent des problèmes de fonds de roulement et de manque de liquidités et ne se distinguent des entreprises en faillite qu'au niveau de la profitabilité.

Ces différentes tensions pourraient être réduites partiellement ou totalement par une bonne planification financière. Cependant, Grablowsky (1978) et Grablowsky et Rowel (1980) montrent que les PME n'accordent pas une grande importance aux activités de planification, pourtant fondamentales en période de croissance. Et, selon Abdelsamad *et al.* (1977), les PME, ne faisant pas suffisamment de planification financière, adoptent des rythmes de croissance trop élevés en

¹ Cette dernière observation n'est pas étonnante compte tenu que l'étude porte sur des entreprises qui ont connu une augmentation de leur effectif, de leurs ventes et de leur actif entre 1984-1988, et que cela aurait été impossible pour les firmes ne faisant pas de profits!

regard de leurs possibilités de financement. En conséquence, elles se retrouvent souvent face à un choix difficile: *partager le contrôle de leur entreprise ou faire faillite.*

La croissance représente un processus dynamique où les facteurs exogènes exercent une influence significative sur les politiques d'investissement, de financement et de dividendes de l'entreprise. Aussi, selon Olson *et al.* (1992), la détermination du taux de croissance d'une entreprise devrait être considérée comme une variable de décision stratégique au même titre que les dépenses en capital, la structure de capital cible ou la politique de distribution des dividendes.

Ces relations entre le taux de croissance de l'entreprise et les décisions d'investissement, de financement, de distribution de profit, et de profitabilité sont bien documentées dans la littérature (Bourgeois et Lavallée (1993), Davidson et Phillips (1990), Moore (1988), Saint-Pierre (1985), Kyd (1981), Ulrich et Arlow (1981), Higgins (1977, 1981), et Babcock (1970)). Elles ont donné naissance au concept de *croissance soutenable*, qui sera décrit à la section suivante.

À partir de ce concept, nous faisons ressortir les différentes stratégies financières susceptibles d'être mises de l'avant pour traverser avec succès la période de croissance, et nous comparons les comportements financiers adoptés par les PME et les GE qui vivent une telle situation.

Les différents modèles du taux de croissance soutenable

Higgins (1977, p. 7) définit et explique la croissance soutenable ainsi:

“[Il s’agit du] pourcentage annuel de croissance du chiffre d’affaires compatible avec les politiques financières actuelles d’une entreprise, qui désire maintenir son taux de versement de dividendes, une structure financière cible sans émettre de nouveaux capitaux permanents”.

Si les ventes augmentent à un rythme supérieur à celui qui est prévu, certains des objectifs financiers devront être relâchés, la plupart du temps au détriment de la santé financière de l'entreprise. Si par contre, les ventes augmentent à un rythme plus lent que le taux de croissance soutenable, l'entreprise pourra augmenter ses dividendes, diminuer sa dette ou améliorer ses liquidités.

Or, il y a parfois incompatibilité entre les objectifs de croissance soutenable, souvent dictés par un donneur d'ordre externe dans le cas des PME de sous-traitance, et les politiques financières de l'entreprise. Dans ces situations les dirigeants se doivent de modifier ces dernières s'ils veulent ou s'ils doivent croître à un rythme supérieur à celui que l'entreprise peut supporter. Ils peuvent modifier leur politique de recouvrement des comptes à recevoir, améliorer leur gestion des stocks, réduire l'importance relative des immobilisations en réduisant le taux d'investissement et en assurant la production accrue par une meilleure utilisation des actifs (optimisation des équipements existants, ajout de quart de travail, location plutôt qu'achat etc.), retarder le paiement de leurs comptes à payer, améliorer leur productivité et leur profitabilité, diminuer la distribution de dividendes, augmenter le taux d'endettement et émettre de nouveau capitaux permanents. Il s'agit en fait pour le dirigeant, d'agir sur un ou plusieurs des paramètres qui permettent de déterminer le taux de croissance soutenable.

Kyd (1981) présente l'expression suivante pour estimer le taux de croissance soutenable du chiffre d'affaires pour une entreprise qui ne désire pas recourir à l'émission de capital-actions:

$$g = \frac{\Delta S}{S} = (1 - D)(1 - T)[ROTA + L(ROTA - r)]$$

où:

g	=	taux de croissance soutenable
ΔS	=	variation dans les ventes au cours de la période prévue
S	=	ventes actuelles
D	=	taux de versement de dividendes cible
T	=	taux d'impôt moyen
ROTA	=	profit d'exploitation /actif total (%)
L	=	dette totale/avoir des actionnaires (cible)
r	=	taux moyen d'intérêt sur la dette

Ce modèle est basé sur une notion de profits plutôt que de flux monétaires. Il suppose que la rotation des actifs ne sera pas modifiée, indépendamment du niveau des dépenses d'amortissement, du rythme de remplacement des immobilisations et des modifications possibles dans le niveau relatif des actifs à court terme. Il ne fait pas non plus de distinction entre les dettes portant intérêt et les comptes-fournisseurs comme sources de financement.

Bourgeois et Lavallée (1993) présentent un modèle de croissance simplifié, qui produit un résultat semblable au précédent:

$$g = RFP - RFP \left[\frac{\text{dividendes}}{\text{bénéfices}} \right]$$

où: RFP = rentabilité des fonds propres.

Ce modèle s'applique davantage à la GE qu'à la PME. Il est basé sur les relations entre les postes du bilan et de l'état des résultats. Il ne tient pas compte des autres éléments qui influencent les liquidités de l'entreprise. Il suppose aussi que la structure de capital demeure stable.

Olson *et al.* (1992) ont formulé certaines critiques des modèles du type des deux précédents, en soutenant que ces derniers étaient basés sur des ratios comptables qui devaient demeurer constants, qu'ils ignoraient la liquidité et qu'ils étaient influencés par l'inflation, le cycle de vie de l'entreprise et d'autres facteurs exogènes. Ils proposent d'utiliser plutôt l'information présentée dans l'état de l'évolution de la situation financière, qui reflète mieux, selon eux, l'ensemble des éléments qui ont une influence sur la croissance. Leur modèle se présente ainsi:

$$g = \left[\frac{(F + D + O + X + W - E + I - S_E)}{PR} \right] - 1$$

où:

F	=	augmentation nette des immobilisations prévue
D	=	versement de dividendes prévu
O	=	mouvements de fonds imputables aux activités d'investissement externes à l'entreprise
X	=	modification prévue dans l'encaisse
W	=	modification prévue dans les actifs à court terme autre que l'encaisse
E	=	dépenses prévues n'engendrant aucune sortie de fonds
I	=	revenus prévus n'engendrant aucune entrée de fonds
S _E	=	sources de fonds externes prévues
P	=	marge de profit nette
R	=	ventes de la période précédente

Les auteurs utilisent une approche basée sur les liquidités. Par contre, ils omettent de lier chacune des entrées et des sorties de fonds au chiffre d'affaires de l'entreprise, ce qui implique le besoin d'estimer, pour chacun des paramètres, un montant prévu d'entrée et de sortie de fonds. Ceci rend le modèle difficile d'application pour les dirigeants de PME.

Le modèle que nous proposons se distingue de ceux de Kyd (1981) et Bourgeois et Lavallée (1993) puisqu'il est basé sur les liquidités plutôt que sur les profits, qu'il ne suppose pas le maintien de la rotation de l'actif total et qu'il permet des modifications dans la structure de financement². Il se distingue de celui de Olson *et al.* (1992) en maintenant la relation entre les différentes variables et le chiffre d'affaires de l'entreprise. Le taux de croissance soutenable est donc déterminé comme suit:

$$g = \left[\frac{V(\pi + Am + D\pi) - Divid(1 + D)}{V(CC + St + Imm - CF - \pi - Am - D\pi)} \right]$$

où:

V	=	ventes de la dernière année
π	=	profit net en pourcentage des ventes
Am	=	amortissement en pourcentage des ventes
D	=	dette additionnelle portant intérêts en pourcentage des bénéfices réinvestis de l'année
Divid	=	montant des dividendes
CC	=	comptes-clients en pourcentage des ventes
St	=	stocks en pourcentage des ventes
Imm	=	immobilisations brutes en pourcentage des ventes
CF	=	comptes-fournisseurs en pourcentage des ventes

² La définition de croissance soutenable de Higgins présentée plus haut, s'en trouve ainsi enrichie.

La dette est définie en fonction des bénéfices réinvestis de façon à maintenir le ratio dette/avoir à son niveau souhaité. Le tableau 1 illustre quelques exemples de résultats obtenus, à partir de simulations du calcul de la croissance soutenable en utilisant le modèle proposé ci-dessus³, et en faisant ressortir l'influence des principaux paramètres sur le taux de croissance potentiel.

TABLEAU 1

Exemples de simulation du calcul du taux de croissance soutenable, selon diverses hypothèses

Scénario	π	Am	D	Divid	CC	St	Imm	CF	g
1	3	6	0	25000	25	15	50	15	12.9
2	3	6	0	25000	20	15	50	15	13.9
3	3	6	0	25000	25	8	50	15	14.4
4	3	4	0	25000	25	15	25	15	15.1
5	3	6	80	25000	25	15	50	15	16.5
6	4	6	80	25000	25	15	50	15	19.9
7	5	6	80	25000	25	15	50	15	23.5
8	5	4	80	25000	20	8	25	15	48.4

g	=	Taux de croissance soutenable, <i>en supposant un chiffre d'affaires initial de 5 millions de dollars.</i>
π	=	profit net en pourcentage des ventes
Am	=	amortissement en pourcentage des ventes
D	=	dette additionnelle portant intérêts en pourcentage des bénéfices réinvestis de l'année
Divid	=	montant des dividendes
CC	=	comptes-clients en pourcentage des ventes
St	=	stocks en pourcentage des ventes
Imm	=	immobilisations brutes en pourcentage des ventes
CF	=	comptes-fournisseurs en pourcentage des ventes

Le scénario 1 représente la situation initiale de l'entreprise, précédant la période de forte croissance. Si l'entreprise ne modifie aucun des paramètres du modèle, elle pourra croître à un rythme de 12.9% par année sans recourir à du financement externe.

Dans le scénario 2, les dirigeants ont reserré la politique de crédit ce qui a provoqué une réduction du ratio des comptes-clients aux ventes; toutes choses étant égales par ailleurs, cette décision a amené une augmentation du taux de croissance soutenable qui est passé de 12.9% à 13.9%.

Le scénario 3 illustre la situation d'une entreprise qui améliore la gestion de ses stocks en introduisant, par exemple, une philosophie de gestion *juste-à-temps*; toutes choses étant égales par ailleurs, le taux de croissance soutenable augmente de 1.5% par rapport à la situation initiale.

³ Les données servant à définir les valeurs des différents paramètres ont été observées chez un échantillon de PME québécoises en croissance. Elles ont été utilisées d'abord dans le premier scénario, et ont ensuite été modifiées à tour de rôle pour déterminer le taux de croissance des autres scénarios.

Dans le scénario 4, l'entreprise améliore l'utilisation de ses immobilisations. Plutôt que d'accroître sa capacité de production au rythme de son chiffre d'affaires, elle ajoute une équipe de travail; le taux de croissance atteint 15.1%.

Le scénario 5 libère la contrainte qui empêche l'entreprise d'avoir recours à du financement externe. On suppose qu'il est possible d'obtenir du financement additionnel par dette, en fonction des bénéfices qui sont réinvestis dans l'entreprise. Si on ajoute 80\$ de dette pour chaque 100\$ de bénéfices réinvestis, toutes choses étant égales par ailleurs, le taux de croissance soutenable atteint 16.5%.

Dans le scénario 6, l'entreprise réussit à augmenter sa productivité et donc à réduire ses coûts de production. Le profit net passe de 3% des ventes à 4% et, toujours toutes choses étant égales par ailleurs, le taux de croissance soutenable s'accroît à 19.9%. Par ailleurs, une augmentation du taux de profit de 3% à 5%, fait passer le taux de croissance de 16.5% à 23.5% (voir les scénarios 5 et 7).

Enfin, dans le scénario 8, on combine les effets d'une meilleure gestion du crédit, des stocks, des immobilisations et des coûts de production, tout en libérant la contrainte relative au financement externe. L'ensemble de ces politiques amène des modifications aux différents paramètres du modèle et le taux de croissance soutenable atteint 48.4%.

Ces différents exemples servent à illustrer qu'une entreprise peut, par des modifications de ses diverses stratégies financières, soutenir un rythme de croissance élevé tout en préservant sa santé.

À partir de cette équation de la croissance soutenable et des particularités financières des PME, nous allons étudier le comportement d'un groupe de firmes en croissance afin d'identifier les paramètres sur lesquelles elles exercent un contrôle pour réaliser le taux de développement souhaité.

Hypothèses de recherche et échantillons

Formulation des hypothèses

L'objectif de cette recherche est de comparer les stratégies financières utilisées par les PME et les GE pour soutenir la croissance de leur chiffre d'affaires. Les différentes tensions subies par les PME dans des situations de croissance devraient entraîner des modifications dans les divers paramètres de l'équation de la croissance soutenable. Aussi, considérant, les comportements des dirigeants des PME, qui préfèrent se financer par le réinvestissement des profits, par les comptes-fournisseurs et par la dette à court terme plutôt que par la dette à long terme, et qui cherchent à éviter de partager le contrôle de leur entreprise avec des investisseurs externes, on peut s'attendre à ce que les changements soient plus nombreux et s'accroissent avec le rythme de croissance que ces entreprises doivent supporter.

Pour ce qui est des grandes entreprises les effets de la croissance se feront sentir principalement sur la structure de financement, étant donné leurs pratiques de gestion financière basées sur la

minimisation des coûts de financement ainsi que sur leur plus grande facilité d'accès à l'ensemble des marchés financiers. Nous formulons donc les hypothèses suivantes:

- H1: La croissance du chiffre d'affaires entraîne pour la PME des modifications sur plusieurs des paramètres de l'équation de la croissance soutenable. Pour ce qui est de la GE, il y aura beaucoup moins d'effets.
- H2: Plus la croissance sera forte, plus les modifications dans les paramètres de la croissance soutenable seront nombreuses chez la PME par rapport à la GE.
- H3: Les modifications dans les paramètres de la croissance soutenable seront plus nombreuses pour les PME en croissance forte que pour les PME en croissance faible.
- H4: Les PME en croissance vont modifier leur structure financière à court terme alors que les GE en croissance vont plutôt modifier leur structure financière à long terme.

Description de l'échantillon

La banque *CanCorp Plus Canada* qui contient cinq années d'informations financières sur plus de 9000 sociétés ouvertes, fermées ainsi que sur des sociétés de la couronne canadiennes a été utilisée pour la création du groupe de PME, alors que le fichier *Stock Guide* qui contient des informations financières sur l'ensemble des sociétés ouvertes dont les titres sont transigés à la bourse de Toronto et à la bourse de Montréal, soit au-delà de 1000 entreprises, a permis la constitution du groupe de GE.

Pour les PME, nous avons retenu les entreprises manufacturières situées au Québec et en Ontario ayant entre 50 et 500 employés et présentant un chiffre d'affaires inférieur à 100 M \$; 158 PME fermées ont été sélectionnées. Pour les GE, nous avons constitué un groupe de 104 entreprises manufacturières dont le nombre d'employés était supérieur à 500 et ayant un chiffre d'affaires supérieur à 100 M \$. De ces groupes d'entreprises, nous avons sélectionné celles qui présentaient des résultats financiers complets pour les années 1990 à 1993 et dont le chiffre d'affaires avait connu une croissance annuelle moyenne positive au cours de cette période⁴; 98 PME et 61 GE furent retenues pour les fins de l'étude. L'actif médian des PME était d'environ 8.8 M \$ en 1990, par rapport à 10.6 M \$ en 1993. Quant aux GE, elles avaient un actif médian de 324.8 M \$ en 1990, par rapport à 407.3 M \$ en 1993.

⁴ Parce que la période étudiée comprend une importante récession qui a réduit de façon significative l'activité économique au Canada, nous avons jugé que les entreprises qui ont réalisé un taux de croissance positif étaient significativement en croissance. La plupart des entreprises ont connu, pendant cette période, un ralentissement de leur volume d'activités.

Tableau 2: Description de l'échantillon

	PME				GE				T-Test (comparaison annuelle PME - GE)			
	1990		1993		1990		1993		1990		1993	
	Moy.	Méd.	Moy.	Méd.	Moy.	Méd.	Moy.	Méd.	Stat. T	Prob.	Stat. T	Prob.
Actif total (000 \$)	14682	8778	16659	10643	647366	324845	755173	407255				
Ventes (000 \$)	20715	13374	24627	16908	531320	294669	729892	493391				
Ratio de liquidité	2.89	1.923	2.850	1.682	.858	.740	.979	.800	6.50	.000	6.30	.000
Ratio d'endettement	.521	.526	.513	.502	.546	.550	.549	.580	-0.70	.485	-1.00	.319
Dettes c.t. / actif total	.407	.385	.409	.404	.326	.307	.349	.332	2.89	.005	2.03	.044
Rendement de l'actif	-.167	.041	.038	.050	.026	.019	.032	.033	-0.89	.375	.260	.795
Rendement des fonds propres	.028	.096	.129	.122	.090	.049	.326	.084	-0.22	.826	1.40	.164
Croissance de l'actif (4 ans)	Moyenne: .111 Médiane: .071				Moyenne: -33.17 Médiane: .063						1.00	.322
Croissance des ventes (4 ans)	Moyenne: .209 Médiane: .086				Moyenne: .276 Médiane: .107						-0.51	.610
Comptes clients / ventes	.184	.153	.178	.165	.153	.142	.146	.140	1.90	.060	2.95	.004
Stocks / ventes	.210	.177	.183	.168	.186	.178	.161	.145	1.18	.240	1.47	.144
Immobilisations / ventes	.241	.144	.173	.151	.493	.329	.450	.293	-3.09	.003	-4.11	.000
Comptes fournisseurs / ventes	.113	.090	.125	.109	.136	.135	.142	.136	-1.88	.062	-1.74	.084
Profit net / ventes	-.002	.024	.018	.025	.022	.022	.024	.022	-1.28	.203	-0.50	.615
Amortissement / ventes	.053	.000	.109	.057	.043	.038	.045	.038	0.56	.576	4.00	.000
Dividendes (dollars)	39	0	13	0	10102	3965	13156	2564				

Le tableau 2 décrit les principales caractéristiques financières de l'échantillon pour la première et la dernière année d'observations. On y constate plusieurs différences significatives entre les PME et les GE, quant aux composantes de l'équation de la croissance soutenue: les ratios de liquidité et d'endettement à court terme, les comptes-clients en % des ventes, les immobilisations brutes en % des ventes, les comptes-fournisseurs en % des ventes. Les taux de croissance du chiffre d'affaires et des actifs totaux, le rendement sur les actifs et sur les fonds propres, et le ratio d'endettement total, ne présentent aucune différence significative.

Ces résultats suggèrent que les dirigeants des PME en croissance adoptent des stratégies financières significativement différentes de celles utilisées par les dirigeants de GE qui vivent la même situation vis-à-vis plusieurs des variables du modèle de la croissance soutenue: *comptes-clients, immobilisations, comptes-fournisseurs, dividendes et amortissement pour les années 1990 et 1993.*

Analyse des résultats et conclusion

Vérification des hypothèses de recherche

La première hypothèse suggère que la croissance a des effets sur plus de paramètres de l'équation pour les PME que pour les GE. Nous avons donc effectué des tests de Student sur les différences entre les valeurs moyennes des différents paramètres pour 1990 et 1993 pour les PME d'abord et les GE ensuite. Le tableau 3 présente l'ensemble de ces résultats.

TABLEAU 3

Modification des paramètres de la croissance soutenable de 1990 à 1993 (PME c. GE)

	PME (N=98)		T-Test		GE (N=61)		T-Test	
	1990	1993	Stat. T	Prob.	1990	1993	Stat. T	Prob.
Profit net / ventes	.0000	.0179	1.24	.218	.0225	.0240	0.11	.909
Amortissement / ventes	.0550	.1077	2.39	.019	.0430	.0443	0.64	.522
Comptes-clients / ventes	.1855	.1788	0.46	.647	.1528	.1459	1.13	.264
Stocks / ventes	.2144	.1835	1.94	.055	.1856	.1618	3.15	.003
Immobilisations / ventes	.2369	.1690	1.89	.062	.4933	.4499	1.40	.168
Comptes-fournisseurs / ventes	.1123	.1240	1.02	.312	.1360	.1418	1.03	.308
Dividendes	40.936	12.897	0.68	.496	10102	13156	0.68	.501
Dette totale / Actif total	.5093	.5076	0.08	.938	.5460	.5486	0.12	.905

Si l'on accepte un seuil de tolérance de 10%, on confirme notre première hypothèse. En effet, les résultats du tableau 3 montrent des modifications significatives sur 3 des 8 paramètres pour les PME comparativement à une seule variation significative du côté des GE.

La deuxième hypothèse suggère un lien entre le rythme de croissance de chaque entreprise et l'importance des modifications attendues. On peut penser que les entreprises doivent atteindre un

rythme de croissance assez élevé avant que les différentes tensions financières ne fassent leur apparition et n'entraînent des modifications perceptibles dans les stratégies financières mises de l'avant.

Nous avons vérifié cette hypothèse en comparant les variations des paramètres du modèle pour les PME et les GE en forte croissance, soit les entreprises pour qui le taux de croissance se situait au-delà du 60^{ième} percentile de la distribution de leur échantillon respectif. On obtient ainsi 37 PME qui ont eu plus de 10.7% de croissance annuelle moyenne et 24 GE qui ont obtenu 15.1%.

TABEAU 4
Modification des paramètres de la croissance soutenable pour les entreprises en forte croissance entre 1990 et 1993
(PME c. GE)

	PME (N=37)		T-Test		GE (N=24)		T-Test	
	1990	1993	Stat. T	Prob.	1990	1993	Stat. T	Prob.
Profit net / ventes	-.0389	.0244	1.90	.066	.0368	.0464	0.82	.422
Amortissement / ventes	.1012	.1081	0.15	.884	.0368	.0388	0.96	.348
Comptes-clients / ventes	.2267	.1782	1.45	.157	.1544	.1464	0.71	.485
Stocks / ventes	.2422	.1796	1.64	.110	.1538	.1411	0.97	.342
Immobilisations / ventes	.3580	.2061	1.70	.098	.2961	.2829	0.44	.662
Comptes-fournisseurs / ventes	.1426	.1467	0.15	.881	.1260	.1392	1.33	.198
Dividendes	1.09	14.5	1.77	.087	4843	4715	0.20	.843
Dette totale / Actif total	.5336	.5175	0.48	.633	.5310	.5117	0.40	.696

Encore une fois, il semble que les PME interviennent davantage que les GE sur les différents paramètres du modèle, confirmant ainsi notre deuxième hypothèse.

La troisième hypothèse suggère que, pour les PME en particulier, le rythme de croissance devrait influencer l'importance des modifications apportées dans les stratégies financières. Pour vérifier cette hypothèse, nous avons séparé notre échantillon de PME selon leur taux de croissance annuel moyen. Les entreprises se situant au delà du 60^{ième} percentile furent considérées de croissance forte (taux de croissance supérieur à 10,7%) et celles se situant en deçà du 40^{ième} percentile de croissance faible⁵ (taux de croissance inférieur à 6,2%). Les résultats sont présentés au tableau 5.

⁵ Nous avons retiré les entreprises se situant entre les 40 et 60^{ième} percentiles pour éviter de comparer des firmes qui ne subiraient que de modestes modifications temporaires. Nous évitons ainsi les sociétés appartenant à une zone indéterminée.

TABLEAU 5

**Modification des paramètres de la croissance soutenable pour les PME
en faible et en forte croissance entre 1990 et 1993**

	Faible croissance (Inférieure à 6.2%) (N=38)		T-Test		Forte croissance (Supérieure à 10.7%) (N=37)		T-Test	
	1990	1993	Stat. T	Prob.	1990	1993	Stat. T	Prob.
Profit net / ventes	.0314	.0143	1.52	.138	-0.389	.0244	1.90	.066
Amortissement / ventes	.0323	.1173	3.06	.004	.1012	.1081	0.15	.884
Comptes-clients / ventes	.1658	.1839	1.87	.069	.2267	.1782	1.45	.157
Stocks / ventes	.2059	.2046	0.11	.912	.2422	.1796	1.64	.110
Immobilisations / ventes	.1447	.1480	0.21	.839	.3580	.2061	1.70	.098
Comptes-fournisseurs / ventes	.0863	.1043	2.87	.007	.1426	.1467	0.15	.881
Dividendes	108.89	12.03	0.88	.385	1.09	14.5	1.77	.087
Dette totale / Actif total	.4671	.5067	1.32	.194	.5336	.5175	0.48	.633

Les résultats indiquent que les PME en croissance forte ne modifient pas les mêmes paramètres que leurs consoeurs qui réalisent une croissance plus faible, confirmant ainsi l'hypothèse que la croissance crée des effets différents chez les entreprises. On constate entre autre que les PME ayant une faible croissance ont répercuté sur leurs fournisseurs l'augmentation des délais de paiement moyens de leurs clients, et n'ont pas modifié l'importance relative de leurs immobilisations. À l'opposé, les PME de forte croissance qui ont vu leur taux de profit s'accroître, ont réduit l'importance relative de leurs immobilisations et ont versé significativement plus de dividendes.

Enfin, la quatrième hypothèse découle des diverses études sur les préférences financières des dirigeants des PME qui choisiraient leur structure de financement selon le modèle de l'ordre hiérarchique de Myers (1984) (voir Holmes et Kent (1991), Norton (1991) et St-Pierre et Beaudoin (1996b)). Il semble en effet que ces derniers préfèrent, dans l'ordre, les sources de financement suivantes: comptes-fournisseurs, bénéfices réinvestis, dettes à court terme et dettes à long terme et, si nécessaire, capital-actions. Nous avons donc vérifié si les PME et les GE ont modifié l'importance relative des différents postes de leur structure de financement, pour assurer leur croissance. Par la suite nous avons mesuré s'il y avait des différences dans les variations des stratégies de financement entre les PME et les GE pour les années 1990 à 1993.

Les résultats, présentés au tableau 6, indiquent que les PME ont diminué de façon significative leur ratio d'endettement à long terme (dette à long terme / actif total) entre 1990 et 1993 et qu'elles ont augmenté leurs comptes-fournisseurs de façon significativement plus importante que les GE au cours de cette période de croissance. Ces résultats sont conformes avec les comportements des dirigeants de PME rapportés dans la littérature. Ils ont en effet tendance à se tourner beaucoup plus vers les sources de fonds à court terme lorsqu'il s'agit de financer la croissance de leur entreprise.

TABLEAU 6

**Comparaison de l'évolution de la structure de financement entre 1990 et 1993
(PME c. GE)**

<i>Partie a: Comparaison des sources de financement pour les PME</i>	1990		1993		T-Test	
	moy	méd	moy	méd.	Stat. T	Prob.
Comptes-fournisseurs / ventes	.113	.09	.125	.109	1.02	.312
Dette court terme / Actif total	.407	.385	.409	.404	0.39	.700
Dette long terme / Actif total	.134	.026	.103	.018	1.64	.105
<i>Partie b: Comparaison des sources de financement pour les GE</i>	1990		1993		T-Test	
	moy	méd	moy	méd.	Stat. T	Prob.
Comptes-fournisseurs % ventes	.136	.135	.142	.136	1.03	.308
Dette court terme / Actif total	.326	.307	.349	.332	1.29	.201
Dette long terme / Actif total	.220	.205	.200	.188	1.21	.232
<i>Partie c: Variation relative des paramètres entre 1993 et 1990</i>	PME		GE		T-Test	
					Stat. T	Prob.
Comptes-fournisseurs / ventes	.419		.127		2.30	.023
Dette court terme / Actif total	.756		.275		0.97	.335
Dette long terme / Actif total	.475		1.038		0.46	.646

Conclusion

Les résultats de notre recherche indiquent que les PME utilisent des stratégies financières différentes des GE, pour soutenir leur croissance. De plus, conformément aux hypothèses que nous avons posées, il semble que face aux tensions que génèrent la croissance, les PME vont modifier leurs stratégies initiales de façon plus importante que les GE. Ces conclusions sont également valables si l'on tient compte du rythme de croissance des entreprises. Par contre le rythme de croissance affecte le choix des facteurs à modifier, puisque les firmes en croissance forte ne font pas varier les mêmes paramètres que celles en croissance faible. Les PME semblent préférer les sources de financement à court terme aux sources à long terme. Ces constatations peuvent s'expliquer, entre autres, par une absence de connaissances et/ou de préoccupations pour la gestion financière souvent observées chez plusieurs dirigeants de PME et par le fait que les PME peuvent préférer épuiser tous les moyens à leur disposition avant de modifier leur structure de financement à long terme en admettant de nouveaux partenaires.

Bibliographie

- Abdelsamad, M., DeGenero, G. et D. Wood, D. (1977), "14 financial pitfalls for small business", *SAM Advanced Management Journal*, vol. 42, no. 2, p. 15-23.
- Babcock, G.C. (1970), "The concept of sustainable growth", *Financial Analysts Journal*, vol. 26, no.3, p. 108-114.

- Baldwin, J., Chandler, W., Le, C. et T. Papailiadis, (1994), "Stratégies de réussite: Profil des petites et des moyennes entreprises en croissance au Canada" *Statistiques Canada Catalogue* 61-523R F Hors-série.
- Bourgeois, J., et M.F. Lavallée, (1993), "Croissance soutenable: possibilités et contraintes", *Gestion*, vol. 18, no. 4, p. 21-28.
- Bygrave, W.D. et J.W. Petty, (1991), "What does finance has to say to the entrepreneur? some beginning contemplations", paper to the 3rd Annual International Research Symposium on Small Firm Finance, Florida State University, Tallahassee, Florida.
- Davidson, W.N. et T.J. Phillips jr, (1990), "Survivre malgré la croissance du chiffre d'affaires", *Revue CMA, Avril*, p. 24-27.
- Grablowsky, B.J. (1978), "Management of the cash position", *Journal of Small Business Management*, vol.22, no. 3, p.59-65.
- Grablowsky, B.J. et D.R. Rowel, (1980), *Small business financial management: Theory and practice*, Old Dominion University, Norfolk, Virginia.
- Higgins, R.C. (1977), "How much growth can a firm afford?", *Financial Management*, vol. 6, no. 3, p.7-16.
- Higgins, R.C. (1981), "Sustainable growth under inflation", *Financial Management*, vol. 10, no.4, p. 36-40.
- Holmes, S. et P. Kent, (1991), "An empirical analysis of the financial structure of small and large Australian manufacturing enterprises", *The Journal of Small Business Finance*, vol. 1, no.2, p. 141-154.
- Hutchinson, P. et G. Ray, (1986), "Surviving the financial stress of small entreprise growth", dans J. Curran, J. Stanworth et D. Watkins (eds), *The survival of the small firm. Volume 1: The economics of survival and entrepreneurship*, Gower Publishing. Aldershot, England.
- Kyd, C.W. (1981), "Managing the financial demands of growth", *Management accounting* (NAA), vol. 63, no. 6, p. 33-41.
- Moore, D.M. (1988), "Growing broke: sustainable growth as a factor in financial analysis", *Business Credit*, p. 49-51.
- Olson, G.T., Holland, M.M. et J.J. Clark, (1992), "Attainable growth for the small business", paper to the 4th Annual International Research Symposium on Small Firm Finance, Baylor University, Waco Texas.
- Saint-Pierre, J. (1985), "Un signal financier pour la PME: l'état des fonds distribuables", *Gestion*, p. 15-22.
- St-Pierre, J. et R. Beaudoin, (1996a), "La PME bilan et perspective", chapitre 8, *Economica*, Paris, (à paraître).

St-Pierre, J. et R. Beaudoin, (1996b), “L’évolution de la structure de financement après un premier appel public à l’épargne: étude descriptive”, *Revue Internationale PME*, (à paraître).

Ulrich, T. A. et P. Arlow, (1981), “The financial implications of growth”, *Journal of Small Business Management*, vol. 19, no. 2, p. 28-33.