

DENATURATION DE LA PME ET APPORT DE LA THEORIE FINANCIERE MODERNE : UNE APPLICATION ECONOMETRIQUE SUR DONNEES DE PANEL

INTRODUCTION

La recherche en PME n'a cessé de se développer durant ces vingt dernières années. En effet, le nombre de colloques, de revues et de thèses de doctorat consacrés à la PME augmente de plus en plus ce qui mène bon nombre de chercheurs à parler d'une identité épistémologique de la PME (Torrès,1997). Deux explications peuvent justifier cette recherche exclusive en PME :

La première justification est d'ordre empirique Elle est due à un contexte caractérisé par le ralentissement de la croissance économique et l'augmentation du niveau de l'incertitude sur des marchés globalisés. Les PME sont alors un moyen pour répondre à un besoin d'adaptation radicale des agents économiques en termes de flexibilité et de décentralisation.

La deuxième justification est d'ordre théorique. En effet, les PME sont porteuses de distorsions par rapport à la théorie financière standard et elles sont un champs particulier d'asymétrie d'information (Belletante et Levratto,1995). Ces spécificités financière ont donné aux PME un véritable statut en tant qu'objet de recherche scientifique.

Ces mêmes spécificités sont, selon bon nombre d'auteurs, l'origine des difficultés financières des PME. Il semble que pour celles-ci les choix financiers relèvent moins d'un arbitrage entre des ressources également accessibles qu'ils sont le produit d'un ensemble de contraintes techniques ou institutionnelles. Cet écart dans les possibilités de financement entre les PME et les grandes entreprises (GE), ainsi que les coûts occasionnés par leur statut de PME, crée un écart financier (*finance gap*)¹.

Dans cette étude essentiellement descriptive, notre objectif est de se placer dans ces contextes, théorique et empirique, pour analyser les déterminants de la structure financière des PME et ce en étudiant les relations qui lient ces entreprises à ses différents partenaires. Tout en essayant d'apporter des éléments de réponse aux questions suivantes : *se trouve-t-on en*

¹ C'est la situation selon laquelle une petite entreprise aurait atteint une étape dans son développement où elle aurait fait un usage maximal des sources de financement à court terme, mais n'aurait pas atteint un stade qui lui permet d'accéder au financement à long terme offert par les banques ou par les marchés des capitaux (obligataire ou boursier). Deux écarts sont, selon Colot et Michel (1996), à l'origine du *finance gap*. Le premier est dû aux connaissances et le second est dû à l'offre.

présence de deux conceptions radicalement différentes des choix de financement des GE et des PME ? La spécificité de la PME est-elle un postulat ou une hypothèse ?

Notre travail comporte cinq sections. La première passe en revue quelques théories financières en vue de savoir si elles peuvent être appliquées aux PME. La deuxième consiste à présenter la méthodologie et l'échantillon. La section trois consiste à analyser les résultats des différents tests effectués : *MCO*, *Between*, *Within* ainsi que la spécification de l'effet temporel. Les principaux résultats sont résumés dans la quatrième section. La dernière section reprend le résultat qui caractérise cette étude par rapport à celles effectuées dans d'autres pays, à savoir l'importance du crédit interentreprises, et étudie le rôle que peut jouer cette source de financement dans la réduction des asymétries d'information.

1 REVUE DE LA LITTÉRATURE

C'est à partir du milieu des années 70 que la recherche en PME a commencé à se développer et à considérer ces entreprises comme des organisations particulières. La PME n'est plus une miniature de la grande entreprise. Les premières études menées dans ce sens ont tenté de reprendre les théories déjà existantes et de trouver celles qui peuvent expliquer le comportement financier des PME

Si on part du modèle de Modigliani et Miller (1958), on s'aperçoit que l'une des hypothèses centrales du modèle, l'existence de marchés financiers en concurrence parfaite, s'avère non adaptée aux PME. Celle-ci ne tient pas compte de l'effet de la taille ou du stade de développement sur la structure financière.

Colot et Michel (1996) se fondent sur trois axes de recherche dans la théorie financière : la diversification, le CAPM et la théorie de l'agence et montrent qu'ils ne sont pas les meilleurs outils qui permettent d'expliquer la structure financière des PME. Cependant, la théorie de l'agence révèle un potentiel explicatif important pour traiter de la problématique des PME. Elle est défendue par de nombreux auteurs tels que Ang (1991, 1992) ou Charreaux (1984). Toutefois, quelques études empiriques (Norton 1991), Landstrom (1992) rejettent le bien fondé de cette théorie.

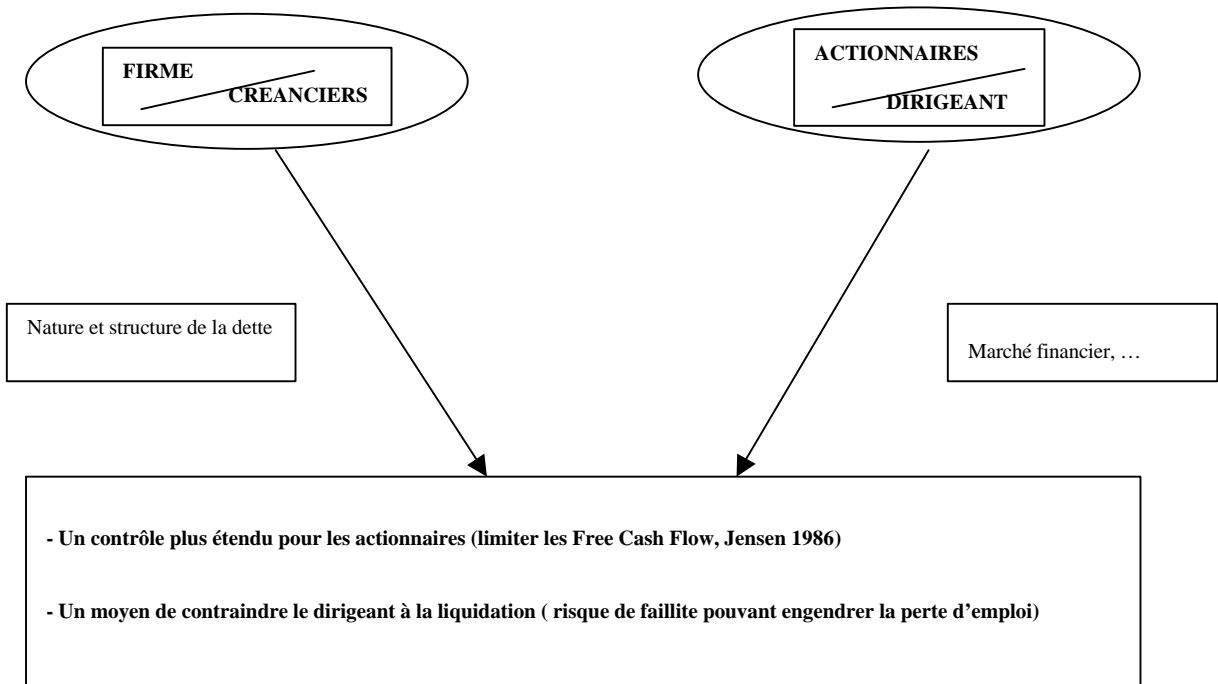
1.1 La théorie de l'agence

La théorie de l'agence admet deux hypothèses comportementales :

- Tous les individus sont supposés agir de façon à maximiser leur fonction d'utilité.
- Ils sont capables d'anticiper, rationnellement et sans biais, l'incidence des relations d'agence sur la valeur future de leur patrimoine.

Une relation d'agence est un contrat dans lequel une (ou plusieurs personnes) a recours aux services d'une autre personne pour accomplir en son nom une tâche quelconque, ce qui implique une délégation de nature décisionnelle de l'agent (Jensen et Meckling 1976). Des problèmes surviennent lorsque l'agent satisfait ses intérêts plutôt que ceux de son mandant. La réduction des risques de ces conflits engendrés par un comportement discrétionnaire du dirigeant entraîne des coûts appelés coûts d'agence (Jensen et Meckling 1976) : coûts de surveillance, coûts de dédouanement et coûts résiduels.

Le rôle joué par la dette dans la réduction de ces conflits est schématisé par la représentation ci-dessous :



Un optimum d'endettement sera atteint lorsque les coûts d'agence totaux sont minimaux.

Dans le cas des PME, les problèmes d'asymétrie d'information et de risque moral sont plus importants que dans le cas des grandes entreprises. Ceci est expliqué par le manque de transparence financière et par leur structure de propriété, ce qui engendre une reticence de la part des créanciers à leur prêter à long terme étant donné le risque élevé de substitution des actifs. Ainsi, les plus petites entreprises auront plus recours aux dettes à court terme au détriment de leurs liquidités. Les problèmes d'agence peuvent être réduits en présentant des garanties. Dans ce sens, les entreprises ayant une part élevée d'immobilisations peuvent accéder plus facilement à des financements externes.

1.2 La théorie du financement hiérarchique

La théorie du financement hiérarchique suppose qu'il y a un classement entre les différents modes de financement. Les modèles de départ sont basés sur l'hypothèse d'asymétrie de l'information (Myers et Majluf, 1984, Narayanan, 1988). L'explication fournie par ces modèles est que le dirigeant agit en faveur des actionnaires existants au détriment des

actionnaires futurs. Par la suite, l'hypothèse de l'asymétrie de l'information a été relâchée (Myers, 1990) sans pour autant mettre en cause le principe de hiérarchie.

Par contre, les modèles ayant comme objectif la minimisation des coûts des contrats dans une situation d'incertitude (Cornell et Shapiro, 1987, Williamson, 1988, ...) trouvent un ordre de financement différent de celui trouvé dans le groupe des modèles précédents.

Les deux modèles qui seront présentés dans ce qui suit (Myers et Majluf 1984 et Cornell et Shapiro 1987) sont deux exemples des deux hiérarchies qui se différencient par l'ordre de priorité entre l'augmentation de capital et l'endettement.

Selon Myers et Majluf (1984) les nouveaux actionnaires² interprètent une augmentation de capital comme un signal d'un état défavorable ce qui engendre la réduction de la valeur de la firme. Cependant, les anciens actionnaires préfèrent la situation d'investissement car elle augmente leur richesse (malgré la baisse de la valeur de la firme). Pour éviter la réduction des prix des actions, le dirigeant a intérêt, et ce quelque soit l'état de la nature, à utiliser un autre financement. Ainsi, la hiérarchie choisie est la suivante : autofinancement, dette non risquée, dette risquée et augmentation de capital.

Cette hiérarchie permet de limiter les risques de se trouver dans des situations de sous-investissement et d'émission d'actions à un prix trop bas, de limiter la distribution de dividendes et de réduire les coûts du capital en limitant le recours aux emprunts³ (Myers 1984).

Dans le modèle de Cornell et Shapiro (1987) l'objectif du dirigeant est de maximiser la valeur de la firme. Pour les autres partenaires (prêteurs, clients, ...) l'objectif est de minimiser les risques liés à l'achat ou le financement des investissements spécifiques. La réalisation de ces deux objectifs suppose, selon Cornell et Shapiro (1987), la minimisation des coûts des contrats implicites. Pour minimiser les coûts de ces contrats, la firme a intérêt à ne pas épuiser ses capacités d'autofinancement et d'endettement avant la date à laquelle elle doit honorer ses contrats implicites. En effet, à cette date, l'émission d'actions peut être très coûteuse. La hiérarchie soutenue est donc : autofinancement, augmentation du capital et endettement, en dernier ressort⁴.

La théorie du financement hiérarchique nous permet de conclure à la non séparabilité entre les décisions d'investissement et de financement. Cependant, il y a des problèmes de testabilité des théories du financement hiérarchique rendus encore plus difficiles à cause des conclusions parfois contradictoires de chacun des modèles.

En ce qui concerne les PME, la hiérarchie trouvée par Myers et Majluf (1984) semble être la mieux adaptée à leur choix de financement. En effet, ce n'est pas uniquement les préférences du dirigeant qui décident du classement à adopter mais aussi les possibilités

² supposés avoir des anticipations rationnelles, ils ne connaissent que la valeur de la firme qui sera associée aux différents états du monde, sans connaître celui qui sera réalisé.

³ Aux hypothèses émises par Myers et Majluf, Harris et Raviv (1991) ajoutent une autre condition pour obtenir un équilibre « totalement révélateur », il faut que l'imitation ne soit pas intéressante. La situation dans laquelle toutes les firmes investissent est signe d'une rentabilité élevée du projet.

⁴ Cette hiérarchie se fait au niveau de l'ensemble de la structure financière et non au niveau d'une décision financière particulière. Une structure financière peu endettée est une garantie pour les contractants de l'exécution d'un service dans de bonnes conditions.

d'accéder au marché financier. De plus, ayant un risque élevé de faillite, les banques se méfient beaucoup de leur accorder des emprunts.

L'hypothèse formulée à partir de ce modèle est que les firmes dégagant le plus de profit s'endettent moins, toutes choses égales par ailleurs.

1.3 Le modèle de cycle de vie

Selon la théorie du cycle de vie, la croissance et l'accès au marché financier ont une influence sur la structure financière. Les entreprises dynamiques auront besoin de financements externes pour financer leur croissance. Pendant la période de démarrage la seule source de financement disponible est les fonds propres sous forme de capital avancé par le propriétaire. Toutefois, ces firmes sont caractérisés par un passage rapide à la phase de croissance. Cette phase est généralement financée par les dettes commerciales ou des dettes bancaires à court terme. Ces financements à court terme peuvent engendrer des risques d'illiquidité étant donné les taux de croissance très élevés. A ce stade l'entreprise doit choisir entre la réduction de sa croissance, l'introduction au marché des capitaux ou le recours au capital risque. Ainsi, on peut prévoir que les entreprises caractérisées par un taux de croissance élevé combiné à une difficulté d'accès au marché financier ont un endettement total et à court terme excessif.

Plusieurs études appuient la théorie du cycle de vie de l'entreprise et considèrent qu'elle est l'unique théorie à expliquer la structure du capital et ce par stade de développement Ang (1991).

Maintes travaux ont essayé de valider l'ensemble de ces théories financières dans le cas des PME. L'enquête effectuée par Norton (1991) auprès d'une centaine de dirigeants de PME américaines en croissance montre que les éléments liés aux coûts de faillite, d'agence et d'asymétrie de l'information n'expliquent pas la structure du capital des PME. Cependant, les décisions des responsables financiers semblent être conformes aux conclusions du modèle du financement hiérarchique : fonds internes, fonds externes et financement par fonds propres en dernier recours. D'autres auteurs (tel que Foss 1993) plaident pour une théorie de la firme centrée sur la notion de compétence de l'entrepreneur qui ne peut pas être sujette à contrat.

Cette incapacité des théories financières existantes d'expliquer le comportement financier des PME est justifié par les spécificités de ces dernières. En effet, elles sont caractérisées par un risque d'exploitation élevé, l'inexistence d'un marché financier organisé et l'asymétrie d'information. Toutefois, l'affirmation répétée de cette thèse pourrait laisser entendre que toutes les PME sont spécifiques. La spécificité est alors érigée en principe universel (Torrès, 1997), ce qui réduit énormément la variété des PME.

Par opposition à ce courant qui a pour but de définir l'objet-PME, on trouve le courant de la diversité. Il est plus contingent mais de portée théorique limitée, son objectif est de définir le champ-PME.

C'est à partir des années 90 que l'objet-PME devient une forme floue et contingente. La thèse de la spécificité n'est plus considérée comme un postulat mais comme une simple hypothèse de recherche réfutable. Et c'est dans le cadre du courant de la dénaturation que la

PME se constitue en objet de recherche absolue. La référence à la grande entreprise n'est plus nécessaire. En effet, il s'agit de s'interroger sur l'identité de la PME, non par rapport à une classification selon la taille, mais par rapport à ses caractéristiques propres (Guilhon et *al.*, 1993 dans Torrès, 1997).

A partir du développement précédent et dans le cadre de notre recherche, la définition retenue est de considérer que le modèle-PME est un modèle de non-dépendance financière. Dans ces conditions, la constitution d'un échantillon d'entreprises indépendantes et de petite taille est une condition nécessaire, mais pas suffisante pour s'inscrire dans le cadre du paradigme de la spécificité de la PME.

Dans le choix de notre échantillon, nous allons appliquer plus qu'un critère de choix pour s'inscrire dans ce cadre. A côté du critère de la taille (entreprises dont le nombre de salariés est inférieur ou égal à 500) nous allons exclure les PME appartenant à des groupes et garder celles qui sont cotées⁵. En plus, l'ensemble des résultats découlant de ce choix théorique et l'application de certains tests économétriques seront détaillés dans la section suivante.

2 METHODOLOGIE

2.1 ECHANTILLONNAGE

Les données sont issues de la base de données DIANE qui contient les informations comptables, bilans et comptes de résultats, de 300 000 entreprises françaises pour les années 1991 à 1995.

La sélection de notre échantillon s'est opérée selon divers critères :

- les firmes ont un effectif inférieur ou égal à 500,
- leurs données financières sont mises à jour,
- elles appartiennent à l'un des 76 codes APE qui sont repris en annexe1, avec l'indication de leur regroupement en 7 secteurs industriels,
- leurs comptes sont disponibles et les firmes ont publié pour 5 années consécutives des comptes au 31 décembre de l'année, correspondant à 12 mois d'activité,
- date des derniers comptes disponibles 1995,
- date de création après le 31/12/1990,
- les données sont disponibles sur l'ensemble des cinq ans

Compte tenu de l'accessibilité des informations relatives aux effectifs de l'entreprise, ce critère est celui retenu pour classer les entreprises dans l'ensemble de l'étude économétrique de ce travail.

Pour la suite de l'étude, *est PME toute entreprise ayant sa propre structure juridique dont l'effectif est compris entre 0 et 500 salariés* (le critère de structure juridique élimine les établissements).

Après l'application de ces critères, ainsi qu'un travail de nettoyage éliminant les entreprises comportant des fautes dans la saisie des données, la taille finale de l'échantillon est de 1712 entreprises avec pour chacune des données de bilan et des données de comptes de résultat.

⁵ Par manque d'informations, nous n'avons pas pu tenir compte des effets de l'indépendance de gestion ou de l'existence d'un financement par capital-risque.

L'utilisation d'un échantillon cylindré se traduit par l'élimination des entreprises qui ont disparu pendant la période considérée et donc la non prise en compte de leurs spécificités financières.

2.2 CHOIX DES VARIABLES

Les principaux instruments de l'analyse financière sont l'analyse du compte de résultat et l'analyse du bilan. La première se fait à partir des soldes intermédiaires de gestion. Elle est complétée par la méthode des ratios⁶. La seconde se base sur le calcul de l'équilibre bilantiel. Elle est complétée par la méthode des ratios et la méthode du fond de roulement normatif⁷.

Dans le cas de notre étude, nous sommes parti de l'ensemble de ces outils et des développements théoriques pour garder les entreprises pour lesquelles les variables suivantes sont disponibles :

*Secteur *Cotation en bourse *Age *Actif Circulant Net *Total de l'Actif*Effectif moyen du personnel *Dettes Totales *Dettes à Court Terme *Dettes à Long Terme*Chiffre d'Affaires Net*Résultat Courant Avant Impôts*Actif Immobilisé*Crédit Client *Dette Fournisseur *Liquidité Générale.

Par la suite, nous avons utilisé ces variables pour en calculer d'autres. Les variables à expliquer sont choisies de manière à tenir compte des caractéristiques de la structure financière des entreprises (dette à long terme, dette à court terme et dette totale). Ces variables sont calculées comme suit :

Taux d'endettement DT = Dette Totale / Total du Bilan

Taux d'endettement à court terme DCT = Dette à Court Terme / Total du Bilan

Taux d'endettement à long terme DLT = Dette à Long Terme / Total du Bilan

Les variables explicatives sont choisies de manière à tester les différents apports théoriques. Elles tiennent compte des contraintes d'accès aux ressources (taille, secteur, cote, âge), les facteurs liés aux asymétries d'information et aux conflits d'intérêt.

- La **taille (EFF)** est un facteur déterminant de la structure financière. On se pose même parfois la question de l'existence d'une théorie propre aux PME. En effet, ces entreprises n'ont pas les mêmes possibilités d'accès aux sources de financement. La taille est mesurée par le nombre moyen de salariés.

* Le **Secteur (SEC)** peut être un indicateur synthétique du risque lié à l'activité principale de l'entreprise. La variable secteur est mesurée au moyen de 7 indicateurs sectoriels définis au niveau 15 de la nomenclature d'activités (annexe).

⁶ *Un ratio est le résultat d'un rapport entre deux grandeurs homogènes entre elles et permettant d'aboutir grâce à un raisonnement dialectique à des conclusions sur l'objet analysé. Précisons toutefois qu'un ratio n'a que peu de signification par lui-même, pour renseigner utilement il convient de le comparer dans le temps et dans l'espace (J-P THIBAUT, p55).*

Les principaux ratios sont les ratios d'activité, de productivité et de rentabilité.

⁷ Les principaux ratios sont les ratios de structure financière, de besoin de financement, de rotation et de gestion et de liquidité et de solvabilité.

La méthode du fonds de roulement normatif consiste à recalculer quel devrait être le montant théorique du BFR

* L'**âge (AGE)** est une variable qui reflète les difficultés d'accès aux sources de financement pour les jeunes entreprises. Ceci est dû au manque d'informations concernant la vraie situation d'une entreprise qui n'a pas d'historique. Cette variable est mesurée ainsi :

$$\text{AGE} = 1995 - \text{année de création}$$

* La **Cote (COTE)** peut être un indicateur des changements dans les choix en matière de financement après la cotation qui est supposée faciliter l'accès à plus de sources de financement.

* La **rentabilité (RE)**, c'est la rentabilité économique qui consiste à diviser le résultat courant avant intérêts et impôts (pour calculer l'usure des matériels et installations en tenant compte de tous autres éléments notamment de coûts de financement) par le chiffre d'affaires net. Elle permet d'analyser la rentabilité de l'activité à structure financière donnée et compte tenu des frais financiers (intérêts sur emprunts et frais sur concours à court terme) liés aux besoins de financement externes des investissements et du besoin en fonds de roulement. Nous avons :

$$\text{RE} = \text{RCAI} / \text{CAN}$$

* La **croissance (CCE)** est calculée à travers un indicateur sur toute la période, elle est égale à

$$\text{CCE} = (\text{CAN}_{1995} - \text{CAN}_{1991}) / \text{CAN}_{1991}$$

* La **structure de l'actif (STRA)**, cette variable reflète l'importance des garanties que l'entreprise peut offrir dans la réduction des coûts d'agence. Elle est calculée par :

$$\text{STRA} = \text{AI} / \text{TB}$$

* Le **crédit InterEntreprises**, la charge brute (avant avances) du crédit interentreprises résulte de la différence entre les montants bruts du crédit client (CC) et de la dette fournisseur (DF)

$$\text{CIE} = \text{CC} - \text{DF}$$

avec :

CC = Clients + effets à recevoir + effets escomptés non échus,

DF = Fournisseurs + effets à payer.

Lorsque CIE est positif, l'entreprise est en situation créditrice ou de distributeur de crédit interentreprises -on dit qu'elle «porte» le crédit-; lorsque CIE est négatif, l'entreprise est en situation débitrice du crédit interentreprises⁸ -on dit qu'elle «bénéficie» du crédit-..

* Une variable composée comportant les entreprises non cotées et ayant un taux de croissance élevé (**DUCCOCCE**)

L'étude de l'évolution de la structure du passif de notre échantillon (voir annexe2) permet d'analyser les différences dans les choix des PME en matière de financement entre 1991 et 1995 mais aussi entre les différentes classes de tailles.

En ce qui concerne le choix entre la dette et les capitaux propres, nous remarquons que le taux d'endettement a diminué de 7 points en médiane de 1991 à 1995. En même temps, l'endettement à long terme a diminué de plus d'un point et l'endettement à court terme de 6 points.

On constate que les TPE sont moins endettées que les plus grandes et surtout celles à plus de 300 salariés :

11,1% en 1991 pour les 0 à 9 salariés et 78,3% pour les plus de 300 salariés,

20,25% en 1995 pour les 0 à 9 salariés et 70,8% pour les plus de 300 salariés.

Même conclusion pour les 10 à 49 et les 50 à 99 salariés.

⁸ Cette charge est nulle pour l'économie toute entière, elle est néanmoins positive pour l'ensemble des sociétés et quasi sociétés. Ceci est dû à l'existence des crédits clients consentis aux autres secteurs de l'économie (ménages, entreprises individuelles et administrations).

Pour les 100 à 199 et les 200 à 299 salariés, la tendance est la même en 1991. Elle s'inverse en 1995 où ces entreprises deviennent plus endettées que les plus de 30 salariés (respectivement 72,4% et 79,85% contre 70,8%).

Pour la dette à long terme, les plus de 300 salariés sont plus endettées. L'endettement à court terme permet de relever deux tendances. Un faible endettement pour les 0 à 9 salariés, un endettement élevé pour les classes suivantes puis une faible baisse pour les plus de 300 salariés. Ces entreprises sont les plus liquides (surtout en 1995).

En ce qui concerne le crédit interentreprises, toutes les classes apparaissent en situation de distributeur de crédit interentreprises (sauf les entreprises de 100 à 199 salariés en 1995).

2.3 APPORT DES DONNEES DE PANEL

Les trente dernières années ont connu une utilisation croissante des modèles statistiques combinant l'effet temps et l'effet individuel et ce suite aux travaux de Zellner (1962), Balestra et Nerlove (1966) et Swamy (1970).

Trois facteurs expliquent le développement de l'économétrie des données de panel : l'existence de bases de données individuelles et non de données agrégées, l'apparition de logiciels informatiques puissants qui rendent plus facile le traitement économétrique et le progrès dans les méthodes théoriques des méthodes statistiques (Matyas et Sevestre, 1992).

Les données de panel font accéder leur utilisateur à une quantité d'information considérable ce qui permet de tester des modèles plus sophistiqués contenant moins d'hypothèses comportementales. Ceci enrichit l'analyse en nous permettant d'identifier des effets qui ne sont pas détectables si on tient compte uniquement d'un seul facteur (temps ou espace).

Les données de panel⁹ permettent de distinguer les différences inter-individuelles des différences intra-individuelles à travers les opérateurs *Between* et N , appelés aussi opérateurs *inter* et *intra*. Ces estimateurs permettent de partager de façon commode la variance des observations en deux composantes : l'une correspondant plutôt aux différences permanentes moyennes entre les individus, l'autre aux fluctuations individuelles autour de ces niveaux moyens. L'opérateur *Within* permet de calculer les moyennes individuelles des différents individus de l'échantillon, quant à l'opérateur *Within*, il conduit aux écarts aux moyennes individuelles.

L'effet individuel reflète surtout le comportement à long terme alors que l'effet temps tient compte des effets à court terme.

Cependant, l'utilisation des données de panel présente quelques difficultés : les données sont extrêmement nombreuses, principalement dans la dimension individuelle, elles ont une grande variabilité et elles présentent d'importantes disparités inter-individuelles.

Ces données brutes et provenant pour des panels d'entreprises, de bilans comptables sont souvent entachées de nombreuses erreurs d'observations. Ceci entraîne l'existence de points aberrants et des W_{it} relativement faibles (dus à la variabilité considérable des observations).

⁹ Le développement théorique se base sur le livre de Dormont, 1986.

Soit un échantillon cylindré (T observations sont disponibles pour chacun des individus) tels que $E(\eta_t) = 0 \forall i, t$, que X_{it} est indépendant de η_t et qu'il n'y a pas de colinéarité entre les variables, le modèle s'écrit

$$y_{it} = X_{it}b + \eta_t$$

avec $\eta_t = a_i + e_{it}$

où a_i et e_{it} sont des perturbations aléatoires non corrélées.

Comme la dimension individuelle de l'échantillon tend vers l'infini, toutes les méthodes convergentes doivent conduire à des résultats proches les uns des autres, des différences notables dans les estimations issues de méthodes convergentes sont dès lors interprétables comme l'expression de biais liés à des erreurs de spécification.

3 ANALYSE

Les estimateurs figurant dans les *tableaux 1, 2 et 3* sont assez caractéristiques de ce qu'on obtient généralement sur des données de panel, les R^2 sont relativement faibles (surtout pour le within) et les écarts types des coefficients témoignent de la très grande précision des estimations. Si l'on compare les estimations obtenues par les différentes méthodes, on constate que les résultats *MCO* et *Between* sont, en fait, similaires. En effet, on remarque que dans les trois tableaux d'estimations, les variables TAILLE, CIE, STRA, AGE et SECTEUR ont pratiquement les mêmes coefficients (-0,171 pour la variable CIE dans le tableau à estimer le taux d'endettement, -0,0005 pour la variable TAILLE dans le tableau à estimer la DCT et 0,38 pour la variable dans le modèle à estimer la DLT). *Cette proximité des résultats de MCO et Between est la traduction, au niveau des estimations, de la prédominance des disparités inter-individuelles dans la variance totale.* En effet, la variance de la variable DT, par exemple, est égale à 0,0652 en total ; à 0,06 en *Between* et 0,0057 en *Within*¹⁰.

Alors que la dimension individuelle tend vers l'infini (N=1712), les résultats sont quand même très différents selon l'estimateur utilisé (pour la variable RE, par exemple, le coefficient se divise par 5 en passant du *MCO* au *Within* dans la régression appliquée sur le taux d'endettement. Le signe s'inverse pour la variable TAILLE dans le modèle expliquant le taux d'endettement à court terme). Un constat s'impose, les estimateurs ne convergent pas vers les mêmes valeurs, le modèle peut comporter une ou plusieurs erreurs de spécification. *Dans cette situation, d'ailleurs généralement rencontrée en économétrie des données de panel, les problèmes d'efficacité deviennent mineurs devant la recherche de l'amélioration de la spécification.*

¹⁰ Ce résultat peut être considéré comme un moyen de vérification du bon fonctionnement du programme de calcul des estimateurs MCO, Between et Within. Les mêmes conclusions sont trouvées pour les autres variables et montrent que $var(y) = var(B_y) + var(W_y)$ (dans les estimateurs, *Between* et *Within* les variances de la variable DLT sont respectivement de 0,0369 ; 0,03 et 0,0062 et pour la variable DCT elles sont respectivement de 0,056 ; 0,053 et 0,0068).

3.1 Analyse des estimations en MCO et Between

Globalement, l'appartenance sectorielle est un facteur de différenciation important. Elle reflète des différences au niveau du traitement fiscal ou d'information des créanciers sur les perspectives de croissance. Le secteur «industrie des biens de consommation courante» se distingue des autres secteurs par un taux d'endettement plus élevé (près de 13 points) par rapport à celui des services marchands.

Les secteurs de «commerce» et de l'industrie ainsi que le secteur des biens de consommation courante paraissent fortement endettés. Le taux d'endettement est supérieur de 2,7 points (au moins) à celui des services marchands.

Le secteur de biens de consommation courante est le moins endetté à long terme par rapport à celui des services marchands (plus faible de 6,7 points). Il est, cependant, le plus endetté à court terme (9,8 points de plus par rapport au secteur des services marchands).

En ce qui concerne la variable âge, nous constatons que les jeunes entreprises sont plus endettées, à la fois en termes de dette totale et de dettes à court ou à moyen et long terme.

Un autre résultat, confirmé par les estimations effectuées sur les trois variables, est que les entreprises appartenant à l'intervalle d'âge 10 à 20 ans ont une structure d'endettement particulière par rapport aux autres firmes. Elles sont, généralement, plus endettées (à la fois en termes de dettes totales ou à moyen et à long terme). Le plus grand écart est réalisé par rapport aux entreprises qui ont moins de 10 ans (15,3%). Cet écart est réduit pour les autres stades de développement et varie entre 6,5 et 9% (dans le cas de l'endettement total).

Les mêmes conclusions sont valables pour l'endettement à court terme (l'écart s'élève à 12,6% par rapport aux entreprises à moins de 10 ans et varie de 6 à 9% pour les autres catégories d'âges).

Pour l'endettement à long terme les entreprises appartenant à l'intervalle [10,20] ans restent les plus endettées, mais l'écart par rapport aux autres entreprises se réduit à 2,5% en moyenne.

Ce résultat peut être expliqué d'une part par la facilité de l'entreprise à accéder à l'endettement après 10 ans de son existence, et d'autre part l'existence de contraintes d'accès aux ressources propres pour les entreprises récemment créées ou de petite taille ou encore (selon la théorie de l'agence) la préférence des dirigeants des PME à conserver le contrôle de leurs firmes et donc une réticence à ouvrir leur capital.

3.1.1 Analyse des résultats concernant le choix entre endettement et augmentation du capital

D'après le *Tableau 1* (annexe3) On constate que l'endettement et la rentabilité sont négativement liés. Ceci confirme la théorie du financement hiérarchique de Myers et Majluf (1984). Les entreprises les plus rentables ont plus recours au financement interne.

On remarque, également, que la taille, la croissance, la structure de l'actif et l'âge sont liées à l'endettement¹¹. Ceci va dans le même sens que l'étude de Constand et col (1991), pourtant effectuée sur un échantillon de 35 PME.

¹¹ Il est à signaler que nous avons effectué des régressions selon la taille des entreprises (TPE, PE et ME). Le seul résultat caractérisant ces régressions est la relation positive entre les TPE et l'endettement.

Les entreprises non cotées ont moins de dettes que celles qui sont cotées (résultat statistiquement non significatif). Ceci peut être attribué à la structure de propriété des PME. En effet, ces entreprises ont en majorité une structure familiale et les dirigeants/propriétaires préfèrent garder leur indépendance. Ces entreprises recourent au crédit interentreprises (résultat significatif et inversement proportionnel à la dette).

Cependant, un résultat inattendu apparaît du *Tableau 1* : le faible taux d'endettement des jeunes entreprises dynamiques (confirmé par la significativité de la dummy composée DUCOCCE). Ce résultat est très particulier à cette étude effectuée sur des entreprises françaises par rapport à celles effectuées au Canada, aux Etats-Unis ou au Royaume-Uni¹². Encore une fois, cette situation peut être expliquée par le recours excessif des entreprises françaises au crédit interentreprises préféré au financement bancaire. Ceci est dû à sa souplesse et la non-ingérence des fournisseurs dans les décisions de l'entreprise. Ainsi qu'au refus des banques de financer des entreprises jeunes qui n'ont pas encore fait leurs preuves sur le marché.

Les banquiers portent principalement leur attention sur les résultats financiers de l'entreprise, contrairement aux fournisseurs de capital à risque qui accordent plus d'intérêt aux considérations d'ordre stratégique. L'étude effectuée par ST-Pierre et Beaudoin (1996) sur un échantillon de 106 PME, ayant fait un premier appel public à l'épargne (APE) au Québec entre 1984 et 1987, confirme que l'APE permet aux entreprises une réduction sensible de leur niveau d'endettement. Ceci explique en partie la raison pour laquelle l'emprunt bancaire n'intervient pas ou peu dans les premières phases de développement d'une PME, faute d'historique sur la santé financière.

On remarque que la cote prise toute seule n'est pas significative, cependant, associée à la croissance elle devient significative. Ces résultats confirment la théorie du cycle de vie : les jeunes entreprises en phase de démarrage ont, en premier lieu, plus de facilité à accéder à la dette commerciale (après avoir épuisé ses capacités à s'autofinancer) et ont recours, en second lieu, à la dette bancaire. Ce classement est le même que celui retenu par la théorie du financement hiérarchique de Myers et Majluf (1984).

3.1.2 Analyse des résultats concernant le choix de la structure de la dette

On remarque, d'après le *Tableau 2*, annexe 3, que le niveau d'endettement à long terme dépend de la structure de l'actif (valeurs immobilisées nettes/total du bilan), de la rentabilité, de la croissance et de l'âge. Contrairement à ce que l'on peut s'attendre sur un marché efficient, l'accès à la dette à long terme est lié à ce que l'entreprise est capable d'offrir comme garanties plus qu'à la rentabilité.

On trouve, aussi, que les entreprises non cotées ont plus de recours à la dette à long terme que celles qui sont cotées. Une explication à ce résultat est donnée dans l'étude de ST-Pierre et Beaudoin (1995) qui trouvent que «les PME les plus grandes ont plus de recours à la dette à long terme deux ans avant et moins après l'appel public à l'épargne».

En ce qui concerne l'endettement à court terme (*Tableau 3*, annexe 3), on remarque que les entreprises non cotées ont moins de dettes à court terme que les entreprises cotées. Les jeunes entreprises ont plus de recours au crédit interentreprises. Les entreprises dynamiques

¹² Voir essentiellement les études de ST-Pierre et Beaudoin (1995) et Chittenden et al (1996).

mais qui ont des difficultés d'accéder au marché financier comptent plus sur l'endettement à long terme.

La taille est inversement liée à la dette à court terme. Elle est plus accessible, car, d'une part, les PME sont dans l'incapacité de fournir des documents prévisionnels ou de présenter des garanties. D'autre part, on peut ajouter un BFR élevé à cause du fort crédit interentreprises.

L'endettement à court terme, même s'il sert à financer des besoins permanents, peut aider à réduire le risque de sous-investissement. Une DCT renouvelable est l'équivalent d'une négociation périodique d'une DLT.

Cette facilité d'accessibilité engendre, en même temps, des coûts supplémentaires dus à :

- des frais fixes qui pèsent d'avantage dans la gestion des crédits à CT,
- un risque de défaillance associé à la demande de crédit interentreprises,
- un coût d'opportunité découlant du risque d'illiquidité (ce coût est fonction croissante de la durée).

Les écarts de taux entre les moyennes et les grandes entreprises sont fonction fortement décroissante de la durée du crédit. Ceux de taux à MLT ont toujours été faibles. Ce fait est dû à l'aide des pouvoirs publics et la rentabilité économique qui est une fonction décroissante de la taille.

On constate que dans l'ensemble des régressions effectuées, la cotation est non significative. Ce résultat, confirme l'étude réalisée par Belletante et Desroches (1996) auprès de 101 sociétés cotées sur le second marché français. Dans cette étude analysant l'influence de la taille sur les effets de la cotation, 67% des entreprises enquêtées ne se prononcent pas sur le fait que la présence en Bourse ait facilité leur accès à de nouveaux produits financiers. En revanche, 27% estiment que la cotation de leur société a eu des effets «très positifs» ou «positifs» sur l'utilisation de nouveaux instruments financiers. Il s'agit majoritairement de sociétés où des fonctions de directeur financier ont été identifiées et essentiellement introduites avant le krach de 1987, et ce, quelle que soit la taille.

La cote n'est pas significative, mais elle le devient quand elle est associée à une croissance élevée. Les entreprises dynamiques et ayant des difficultés d'accéder à des financements sur le marché ont des taux d'endettement total et à long terme plus élevés.

La relation négative entre la croissance et les différents niveaux d'endettement (total, à long terme et à court terme) peut être expliquée par le haut risque lié aux activités de ces firmes qui ont plutôt recours soit au crédit interentreprises ou à des sources spécialisées (telle que le capital risque).

3.2 Analyse des estimations en *Within*

Dans notre échantillon, l'estimateur *Within* perd ses bonnes propriétés parce que c'est uniquement la dimension individuelle, N , qui tend vers l'infini.

La plupart des variables ne sont pas significatives et les R^2 sont très faibles (surtout pour le modèle expliquant la DT où le R^2 est de 2,24%).

Le seul résultat qui caractérise l'estimation de la DT en within (parmi CIE, RE et COCCE, les trois seules variables qui sont significatives) est le signe positif de la variable COCCE.

On peut conclure que sur l'intervalle de temps sur lequel s'étend notre étude, les entreprises ayant des taux de croissance élevés et qui n'ont pas accès au marché financier, sont plus endettées en termes de dettes totales mais aussi en termes de dettes à court terme (pour l'endettement à long terme le résultat n'est pas significatif).

L'estimation de la DCT en within semble avoir plus de variables significatives (8 variables contre 4 en total ou à long terme), elle a aussi le R^2 le plus significatif (7,6% contre 2,24% pour la DT et 7,2% pour la DLT). L'ensemble de ces résultats nous permettent de conclure que les grandes entreprises et qui ont les taux de rentabilité les plus élevés sont plus endettées à court terme.

Ces résultats sont liés à l'écart de fait que constitue le faible nombre d'années observées dans notre échantillon par rapport au nombre d'individus considérés et à la variabilité attribuable à la dimension temporelle.

3.3 Spécification de l'effet temporel

Les différences dans les estimations issues de méthodes convergentes peuvent être dues à un biais lié à des erreurs de spécification.

Dans le cas de notre échantillon, c'est uniquement la dimension individuelle qui tend vers l'infini, la dimension temporelle est limitée à 5 ans. Les résultats des estimations en MCO et en Between sont très proches. Cependant, l'estimation en Within perd ses bonnes propriétés. Dans ce qui suit nous allons introduire la variable «temps» dans l'ensemble des variables explicatives. Elle représente une tendance pour tenir compte de l'effet temporel (Tableau 2, annexe 3).

On remarque que seulement l'estimateur *Within* présente une différence par rapport aux résultats trouvés dans les tableaux 1,2 et 3. On signale une amélioration du R^2 , la variable COTE devient significative pour l'endettement total et à long terme et elle change de signe pour l'endettement à court terme. Ce résultat laisse entendre qu'il peut y avoir d'autres erreurs de spécification.

4 RÔLE DU CIE DANS LE FINANCEMENT DES PME FRANÇAISES

Un résultat fondamental qui se dégage de notre étude est l'importance du CIE dans le financement des PME françaises. Il consiste à un transfert de fonds des entreprises possédant une situation financière solide, moins risquées, plus rentables, plus liquides et un bon accès au crédit bancaire vers des entreprises dont la réputation financière n'est pas aussi établie et qui subissent les effets des pratiques de rationnement ou des mesures de restrictions du crédit. «L'existence d'imperfections des marchés du crédit est donc à l'origine de transferts de fonds de firme à firme» (Dietsch,1986).

A travers l'existence de ce transfert, les entreprises assument une fonction d'intermédiation financière et les relations de crédit commercial définissent ensemble un système de financement interne au secteur des entreprises.

Il est à remarquer que ce déplacement des ressources est accompagné d'un déplacement des risques. Il n'y a donc pas transfert de crédits interentreprises entre les entreprises sans qu'il y ait transfert de risque entre elles. Et comme *l'activité de vente est une activité de recherche d'information sur la solvabilité des acheteurs*, le recours au CIE est limité, par définition, aux acheteurs avec lesquels le vendeur a des relations commerciales régulières, sinon fréquentes. Cette régularité est elle même génératrice d'information sur les garanties présentées par les acheteurs. Elle permet aux entreprises non financières de réduire les coûts d'information inhérents à toute distribution du crédit, ce qui conduit à asseoir leur capacité à exercer la fonction d'intermédiation financière. Ce rôle de réduction du coût de l'information est d'autant plus efficace quand le nombre de vendeurs est limité. *Ils sont ainsi dans de meilleures conditions pour contrôler le risque* que ne peuvent le faire les institutions financières elles mêmes, plus éloignées des marchés de biens que les premiers.

CONCLUSION

Notre objectif était d'étudier les variables déterminantes de la structure financière des PME dans le cadre du courant de la dénaturation. Et ce en se basant sur une étude empirique d'un échantillon de 1712 PME sur la période 1991-1995.

En ce qui concerne le choix entre dettes et fonds propres, les variables déterminantes sont la taille et la rentabilité. Ceci confirme la théorie du financement hiérarchique. En effet, à capacité d'autofinancement égales, les entreprises préfèrent recourir au CIE et en second lieu à l'endettement qu'au financement par émission d'actions. Dans le cas des PME, ces résultats soulignent les difficultés d'accès aux sources de financement. En ce qui concerne la structure de la dette, on constate l'importance des garanties comme variable déterminante dans l'octroi des dettes.

Au total, on a montré que les théories de l'agence, de cycle de vie et du financement hiérarchique sont pertinentes pour expliquer les choix en matière de financement des PME. L'analyse empirique met l'accent sur l'effet de la particularité de la structure de propriété des PME (en effet le niveau de dette est souvent déterminé par la capacité personnelle du dirigeant d'assumer le risque financier) ainsi que l'importance du CIE.

On signale ici la non pertinence de la cotation dans l'explication de la structure financière de ces entreprises. Cependant, lorsque la cotation est associée à la croissance elle devient significative. Parfois, on se trouve devant un effet statut et pas seulement taille. Pararque (1994)¹³ affirme que «le niveau pertinent de fonds propres est à évaluer quasiment au cas par cas, à l'aune du dynamisme des PMI et de leurs capacités à répondre à la demande qui leur est adressée».

Ce travail connaît, cependant, des limites dues aux difficultés d'étude des PME ou encore aux outils d'analyse utilisés. En effet on peut citer les problèmes liés à :

- l'utilisation des informations comptables dans les PME,
- la vérification des états financiers,
- la difficulté de mesurer les différentes composantes de la structure,
- l'aspect fragmentaire et peu fourni des données à analyser.

Ang (1992) retient essentiellement la difficulté de séparer les états financiers de la PME de ceux de son propriétaire¹⁴. Colot et Michel (1996) soutiennent que l'utilisation de la régression linéaire est critiquable lorsqu'il s'agit d'étudier un phénomène entrepreneurial.

¹³ Pararque, B(1994), «fonds propres, rentabilité et efficacité chez les PMI : méthodes d'analyse et appréciation des situations financières », *Revue d'Economie Industrielle*, vol.67, n°1, pp.175-190.

¹⁴ Ang ajoute la sous-évaluation de la participation financière réelle du propriétaire, étant donné l'impossibilité de comptabiliser certaines contributions non monétaires telles que le temps, l'utilisation gratuite de certains actifs du propriétaire/dirigeant qui servent à la production dans l'entreprise,...

Annexe 1

Classification des secteurs

La variable secteur est mesurée au moyen de 7 indicatrices sectorielles définies au niveau 15 de la nomenclature d'activités.

Dans le tableau suivant, nous retrouvons les deux premiers chiffres des codes APE répartis selon 7 secteurs, définis en fonction de leur relative homogénéité économique.

Codes APE et regroupements sectoriels

CODAGE	INTITULE	CODES ACTIVITES
1	Industries agricoles et alimentaires, Energie	35 à 42
2	Industries des biens intermédiaires	09 à 17,20, 21, 43, 50, 52, 53
3	Industries des biens d'équipement	22 à 34
4	Industries des biens de consommation courante	18, 19, 44 à 49, 51, 54
5	Bâtiment, Génie civil	55
6	Commerce	57 à 64
7	Services marchands	56, 65 à 67, 69, 71 à 73, 75 à 87

Secteurs exclus : 01, 02, 03, 68, 70, 74, 88, 89, 90, 91, 92, 93, 94, 95, 96, 97, 98, 9.9

Annexe 2

Médianes en %	0 à 9 salariés		10 à 49 salariés		50 à 99 salariés		100 à 199 salariés		200 à 299 salariés		plus de 300salariés		Ensemble	
	1991	1995	1991	1995	1991	1995	1991	1995	1991	1995	1991	1995	1991	1995
Dettes Totales	11.1	20.25	54.4	30.6	53.3	36.6	63.5	72.4	54.3	79.85	78.3	70.8	70.15	62.8
Dettes à Long Terme	15.5	9.85	23.25	9.8	13.3	14.75	18.5	5.25	10	1.5	26.85	29.9	13.25	12
Dettes à Court Terme	9.7	19.7	46.15	51.35	61	35.3	62.5	61.65	67.6	80.1	62.9	56.5	55.15	48.8
Liquidité Générale	115	127.5	131	116	127	131.5	119.5	136	135.5	120.5	123	169	137	150
Crédit Interentr- prises	20.95	3.35	4.9	3.6	0	0.45	0.1	-0.75	1.9	5.4	0.7	1.2	0.2	0.8

Structure du passif des sociétés de l'échantillon selon la taille en 1991 et en 1995

Annexe 3

Tableau 1-Variable expliquée : taux d'endettement

Variables Explicatives	Coefficients		
	Estimateur <i>MCO</i>	Estimateur <i>Within</i>	Estimateur <i>Between</i>
Cote	n.s (+)	n.s	n.s
Taille	-0,00068 (0,00004)	n.s	-0,0006 (0,00044)
Crédit Interentreprises	-0,171 (0,012)	-0,098 (0,011)	-0,171 (0,013)
Rentabilité	-0,231 (0,016)	-0,048 (0,007)	-0,573 (0,025)
Age			
<10ans	-0,153 (0,01)	n.s	-0,152 (0,009)
]20 ; 30]	-0,065 (0,008)	n.s	-0,064 (0,007)
]30 ; 40]	-0,0712 (0,008)	n.s	-0,074 (0,007)
>40ans	-0,089 (0,009)	n.s	-0,088 (0,0083)
]10; 20]	Ref	n.s	Ref
Cote*Croissance	-0,0363 (0,008)	0,007* (0,003)	-0,035 (0,008)
Structure de l'Actif	-0,152 (0,014)	-0,04 (0,015)	-0,169 (0,00003)
Secteur			
Ind. agr et alim, Energie	n.s	n.s	n.s
Ind. des biens interméd	0,0389 (0,0099)	n.s	0,0428 (0,0099)
Ind. des biens d'équipt	n.s	n.s	n.s
Ind. des b consom. coute	0,1129 (0,011)	n.s	0,107 (0,01)
Bâtiment, Génie civil	0,043 (0,009)	n.s	0,039 (0,0092)
Commerce	0,027 (0,01)	n.s	0,0228* (0,009)
Services marchands	Ref	n.s	Ref
Constante	0,773 (0,045)		0,786 (0,042)
R ²	0,187	0,0224	0,24

Tableau 2- Variable expliquée : taux d'endettement à court terme

Variables Explicatives	Coefficients		
	Estimateur <i>MCO</i>	Estimateur <i>Within</i>	Estimateur <i>Between</i>
Cote	-0,078* (0,04)	-0,0046** (0,002)	-0,07* (0,036)
Taille	-0,0005 (0,00004)	0,00023* (0,0001)	-0,0005 (0,00004)
Crédit Interentreprises	-0,192 (0,012)	-0,16 (0,012)	-0,191 (0,011)
Rentabilité	-0,141 (0,014)	0,035 (0,008)	-0,444 (0,022)
Age			
<10ans	-0,126 (0,009)	-0,006** (0,003)	-0,118 (0,008)
]20 ; 30]	-0,061 (0,007)	n.s	-0,06 (0,006)
]30 ; 40]	-0,068 (0,0077)	n.s	-0,067 (0,007)
>40ans	-0,088 (0,008)	n.s	-0,087 (0,007)
]10; 20]2	Ref	Ref	Ref
Cote*Croissance	n.s	0,0064 (0,003)	n.s
Structure de l'Actif	-0,371 (0,014)	-0,28 (0,016)	-0,382 (0,01)
Secteur			
Ind. agr et alim, Energie	-0,056 (0,01)	n.s	-0,058 (0,009)
Ind. des biens interméd	-0,012 (0,009)	n.s	-0,012 (0,009)
Ind. des biens d'équipt	-0,043 (0,01)	n.s	-0,045 (0,009)
Ind. des b consom. coute	0,098 (0,01)	n.s	0,092 (0,009)
Bâtiment, Génie civil	0,006 (0,009)	n.s	0,006 (0,009)
Commerce	0,017 (0,009)	n.s	0,0146 (0,008)
Services marchands	Ref	Ref	Ref
Constante	0,754 (0,041)		0,763 (0,037)
R ²	0,275	0,076	0,33

(.) écart type estimé, * variable significative à 5%, ** variable significative à 10%.

Tableau 3-Variable expliquée : taux d'endettement à long terme

Variables Explicatives	Coefficients		
	Estimateur <i>MCO</i>	Estimateur <i>Within</i>	Estimateur <i>Between</i>
Cote	n.s	n.s	n.s
Taille	-0,00008 (0,00003)	-0,00034 (0,0001)	-0,000065 (0,00003)
Crédit Interentreprises	n.s	0,107 (0,0119)	n.s
Rentabilité	n.s	n.s	n.s
Age			
<10ans	-0,023 (0,007)	-0,0079 (0,003)	-0,014* (0,006)
[20 ; 30]	-0,0228 (0,006)	n.s	-0,024 (0,005)
[30 ; 40]	-0,019 (0,006)	n.s	-0,018 (0,005)
>40ans	-0,029 (0,006)	n.s	-0,03 (0,005)
[10; 20]	Ref	Ref	Ref
Cote*Croissance	n.s	n.s	n.s
Structure de l'Actif	0,238 (0,01)	0,308 (0,016)	0,236 (0,01)
Secteur			
Ind. agr et alim, Energie	-0,025 (0,008)	n.s	-0,026 (0,009)
Ind. des biens interméd	-0,028 (0,007)	n.s	-0,028 (0,007)
Ind. des biens d'équipt	-0,039 (0,008)	n.s	-0,039 (0,007)
Ind. des b consom. coute	-0,067 (0,007)	n.s	-0,065 (0,0069)
Bâtiment, Génie civil	-0,039 (0,007)	n.s	-0,04 (0,006)
Commerce	-0,019 (0,007)	n.s	-0,02 (0,006)
Services marchands	Ref	Ref	Ref
Constante	0,115 (0,032)		0,12 (0,028)
R ²	0,118	0,072	0,14

Tableau 4- Résultats des estimations en Within

Variables Explicatives	Coefficients		
	Estimateur <i>Within (DT)</i>	Estimateur <i>Within (DLT)</i>	Estimateur <i>Within (DCT)</i>
Cote	0,035 (0,003)	0,006* (0,0033)	0,025 (0,0033)
Taille	-0,000014 (0,0001)	-0,00034 (0,0001)	0,00023 (0,0001)
Crédit Interentreprises	-0,00008 (0,00003)	0,11 (0,0119)	-0,15 (0,011)
Rentabilité	-0,056 (0,007)	n.s	0,028 (0,007)
Age			
<10ans	n.s	-0,0079 (0,003)	-0,006** (0,003)
[20 ; 30]	n.s	n.s	n.s
[30 ; 40]	n.s	n.s	n.s
>40ans	n.s	n.s	n.s
[10; 20]	Ref	Ref	Ref
Cote*Croissance	0,008 (0,003)	n.s	0,007* (0,003)
Structure de l'Actif	-0,038 (0,01)	0,309 (0,016)	-0,277 (0,016)
Secteur			
Ind. agr et alim, Energie	n.s	n.s	n.s
Ind. des biens interméd	n.s	n.s	n.s
Ind. des biens d'équipt	n.s	n.s	n.s
Ind. des b consom. coute	n.s	n.s	n.s
Bâtiment, Génie civil	n.s	n.s	n.s
Commerce	n.s	n.s	n.s
Services marchands	Ref	Ref	Ref
Temps	-0,012 (0,0006)	-0,003 (0,0006)	-0,009 (0,0006)
R ²	0,0815	0,075	0,107

(.) écart type estimé * variable significative à 5% ** variable significative à 10%

BIBLIOGRAPHIE

Ang, J.S., 1991, «Small Business Uniqueness and the Theory of Financial Management», *Journal of Small Business Finance* 1(1), 1-13.

Ang, J.S., 1992, «On the Theory of Finance for Privately Held Firms», *Journal of Small Business Finance*, 1(3), 185-203.

Belletante, B et J. Desroches., 1996, «Cotation en Bourse et Effets sur le Comportement Financier des Moyennes Entreprises : la Taille a-t-elle une Importance ? », *Revue Internationale des PME*, 103-121.

Belletante, B. et N. Levratto, 1995, «Finance et PME : quels champs pour quels enjeux ?», *Revue Internationale des PME*, 8(3-4),5-42.

Charreaux, G., 1984, «Le Dilemme des PME :ouvrir son capital ou s'endetter », *Revue Française de Gestion*, janvier-février, 59-72.

Chittenden, F., G. All, et P. Hutchinson., 1996, « Small Firm Growth, Access to Capital Market and Financial Structure : Review of Issues and Empirical Investigation», *Small Business Economics*, 8, 59-67.

Colot, V et P-A. Michel., 1996, « Vers une Théorie Financière Adaptée aux PME. Réflexion sur une Science en Genèse», », *Revue Internationale des PME*, 143-166.

Constand, R.L., J.S. Osteryoung et D.A. Nast., 1991, «Asset-Based Financing and the Determinants of Capital Structure in the Small Firm », dans R.Yazdipour (éd.), *Advances in Small Business Finance*, 29-45.

Cornell et Shapiro., 1987, « Corporate Stakeholders and Corporate Finance », *Financial Management*, été, 5-14.

Dietsch, M., 1986, « Le Crédit Interentreprises», *Les Collections de l'INSEE*, Série E (103).

Dormont, B., 1986, «Introduction à l'Econométrie des Données de Panel», éd. CNRS.

Foss, N.J., 1993, «Theories of the Firm : Contractual and Competence Perspectives », *Journal of Evolutionary Economics*, 3, 127-144.

Harris , M., et A. Raviv, 1991, « The Theory of Capital Structure», *Journal of Finance* 44(3), 297-355.

Jensen, M.C. et W.H. Meckling, 1976, «Theory of the Firm : Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure », *Journal of Financial Economics*, 3(2), 305-360.

- Landstrom, H., 1993 «Agency Theory and its Application to Small Firms : Evidence from the Swedish Venture Capital Market», *Journal of Small Business Finance*, 2(3), 203-217
- Matyas, L., et P. Sevestre, 1992, «The Econometrics of Panel Data», Kluwer Academic Publishers.
- Modigliani, F. et M. Miller, 1958, «The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment », *American Economic Review* , 48, 261-297.
- Myers, S.C., 1984, «The Capital Structure Puzzle », *Journal of Finance* 34(3), 575-592.
- Myers, S.C., 1990, «Still Searching for Optimal Capital Structure», HEC International Conference.
- Myers, S.C et N.S. Majluf, 1984, «Corporate Financing and Investment Decisions When Firms Have Information That Investors Do Not Have», *Journal of Financial Economics*, 13, 187-221.
- Narayanan, M-P., 1988, « Debt Versus Equity Under Asymmetric Information », *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 23, 39-51.
- Norton, E., 1991, «Capital Structure and Small Growth Firms», *Journal of Small Business Finance*, 1(2), 161-177.
- Paranque, B., 1994, «Fonds Propres, Rentabilité et Efficacité chez les PMI : Méthodes d'Analyse et Appréciation des Situations Financières», *Revue d'Economie Industrielle*, 67(1), 175-190.
- ST-Pierre, J. et R. Beaudoin, 1994, «L'évolution de la structure de financement après un appel public à l'épargne : une étude descriptive», *Revue Internationale des PME*, 181-203.
- Thibaut, J-P., 1994, « Analyse Financière de la PME », éd. Liaisons.
- Torrès, O., 1994, «Pour une approche contingente de la spécificité de la PME», *Revue Internationale des PME*, 10(2), 9-43.
- Williamson, O.E., 1988, «Corporate Finance and Corporate Governance», *Journal of Finance*, 43(3), 567-591.

