

**L'INFLUENCE DE L'INTERPÉNÉTRATION DU DIRIGEANT ET DE  
SON ENTREPRISE SUR L'ENDETTEMENT BANCAIRE DES P.M.E.:  
ÉTAT DE LA QUESTION**

Frank Janssen & Robert Wtterwulghe

Centre Européen de la P.M.E., Institut d'Administration et de Gestion  
Université Catholique de Louvain

Place des Doyens, 1 1348 Louvain-La-Neuve Belgique

Tél: +32 (10) 47 84 30 Fax: +32 (10) 47 84 32 E-mail: [janssen@poge.ucl.ac.be](mailto:janssen@poge.ucl.ac.be)

## **L'INFLUENCE DE L'INTERPÉNÉTRATION DU DIRIGEANT ET DE SON ENTREPRISE SUR L'ENDETTEMENT BANCAIRE DES P.M.E.: ÉTAT DE LA QUESTION**

### **Résumé**

L'existence d'imperfections de marché permet au propriétaire-dirigeant de P.M.E. de poursuivre sa propre fonction d'utilité au travers de son entreprise. Ses objectifs ont non seulement un impact déterminant sur la hiérarchie des sources de financement de l'entreprise, mais également sur les relations entre la P.M.E. et les banques. Les relations problématiques entre ces agents ont généralement été expliquées sur base d'éléments liés à l'offre de crédits. L'objectif de cet article est de montrer, sur base d'une revue sélective de la littérature et des résultats de nos propres recherches empiriques, que ces relations sont toutefois largement déterminées par des facteurs liés à la demande et, principalement, par la fonction d'utilité du dirigeant qui impliquera fréquemment une limitation volontaire la croissance de son entreprise.

Market imperfections allow the S.M.E. owner-manager to pursue his own utility function through his business. His objectives do not only have an impact on the hierarchy of sources of funds of his firm, but also on the relations between the S.M.E. and banks. These difficult relationships have mainly been explained on the basis of supply-side elements. The purpose of this article is to show, on the basis of a selective literature review and of the results of our own empirical research, that these relations are largely influenced by demand-side factors, and mainly by the aims of the manager who will often voluntarily limit the growth of his firm.

La coexistence d'imperfections de marché et de fonctions d'utilité s'éloignant de l'objectif néo-classique de maximisation du profit influe directement sur le financement des P.M.E. La concurrence réelle laisse aux P.M.E. un espace de liberté plus ou moins grand pouvant résulter de l'existence d'interstices dans le marché (Penrose 1972) ou d'échelles optimum-minimum rapidement atteintes (Bain 1966; Scherer et Beckenstein 1975) qui, dans la pratique, permettent la présence simultanée d'entreprises de tailles diverses avec des différentiels de coûts faibles. Les P.M.E. ne sont donc pas inexorablement conduites à la croissance afin de bénéficier d'économies d'échelle et d'atteindre leur dimension optimale sous peine de disparaître. Storey (1994) a observé que, parmi 100 P.M.E., en l'espace d'une dizaine d'années, 50% des emplois sont créés par les 4 entreprises dont la croissance est la plus importante. La majorité des P.M.E. nouvellement créées, si elles ne disparaissent pas<sup>1</sup>, conservera une taille modeste dans le futur. Un processus de croissance substantiel semble plutôt être l'exception (Stanworth et Curran, 1976) et, pour nombre de dirigeants de P.M.E., la croissance n'est pas un objectif en soi (Gibb et Scott 1986).

Fréquemment, le capital de la P.M.E. est lié au patrimoine familial et la séparation entre la propriété et le management est inexistant (Witterwulghé et al. 1994; Duchénéaut 1996). Contrairement à la grande entreprise, les objectifs de la P.M.E. se réduisent donc souvent à ceux du propriétaire-dirigeant. Les imperfections de marché lui permettent de poursuivre des objectifs personnels se démarquant de la maximisation du profit, tels que l'autonomie décisionnelle, le pouvoir, la réalisation de soi, la pérennité de l'entreprise, les prélèvements personnels, etc. Le profit semble plutôt fonctionner comme une contrainte au sein de sa fonction d'utilité (Julien et Marchesnay 1996).

Afin de montrer les spécificités financières de ces entreprises, certains auteurs (Osteryoung et al. 1992; McMahan et Stanger 1994) ont développé des modèles de fonctions d'utilité du dirigeant de P.M.E.. McMahan et Stanger (1994) proposent une fonction d'utilité intégrant les dimensions d'indépendance et de limitation de la croissance:  $U = U(P, Nt, Nn)$ , où  $P$  représente les revenus pécuniaires (rémunération du capital et salaires),  $Nt$  les bénéfices non pécuniaires relatifs au domaine financier (diversification, liquidité, transférabilité, flexibilité, contrôle et responsabilité) et  $Nn$  les bénéfices non pécuniaires non relatifs au domaine financier (style de vie, estime de soi, bien-être de la famille, ...). Si le dirigeant cherche à préserver son indépendance, il privilégiera  $Nt$  et sera opposé au financement externe. Par contre, s'il veut faire coter son entreprise en bourse, il privilégiera  $P$ . Si la prépondérance est accordée à  $Nn$ , cela reviendra à limiter la croissance de l'entreprise. Il en va de même pour  $Nt$ . Le principal inconvénient de ces modèles réside dans la difficulté de leur vérification empirique (Belletante et Levratto 1995). Ils permettent toutefois de comprendre que les objectifs poursuivis par les P.M.E. peuvent être variés et sont liés à leurs spécificités résultant en grande partie du lien qui unit le dirigeant à son entreprise au point de l'identifier.

Si la fonction d'utilité du propriétaire-dirigeant n'intègre pas la croissance, ce qui sera le plus souvent cas, le besoin de capitaux de la P.M.E. se trouve limité ipso facto. Cela va affecter le choix des sources de financement et les relations de la P.M.E. avec les banques.

Dans la première partie de cet article, nous examinerons donc l'impact de la fonction d'utilité du dirigeant sur les sources de financement de son entreprise. La seconde partie sera consacrée à l'analyse des caractéristiques des P.M.E. qui sont à la source des conflits entre

---

<sup>1</sup>Plus de 40% des P.M.E. dépassent le cap des 5 ans suivant leur création (Julien et al., 1997)

celles-ci et les banques. Nous nous concentrerons sur les principales imperfections du marché du crédit, telles que les fonctions-objectifs antagonistes, le surplus de risque et l'asymétrie d'information. Sur base d'une revue sélective de la littérature et des résultats de nos propres recherches, nous montrerons que les relations entre P.M.E. et banques sont largement tributaires de facteurs liés à la demande de crédits, alors qu'elles sont généralement expliquées au départ de théories centrées sur l'offre.

## **1. L'INFLUENCE DES OBJECTIFS DU DIRIGEANT SUR LES SOURCES DE FINANCEMENT**

### **1.1. La hiérarchie des sources de financement**

On s'accorde à reconnaître que la grande majorité des P.M.E. va privilégier l'autofinancement pour des raisons liées à l'identification du patrimoine familial à celui de l'entreprise, à la flexibilité de cet instrument, à une volonté d'indépendance (Wtterwulghe et Janssen 1998), aux coûts d'agence<sup>2</sup> (Charreaux, 1985) ou à des motifs d'ordre fiscal (Norton 1991). Le dirigeant tâche généralement d'éviter les fonds extérieurs (Calof 1985). Toutefois, si les fonds internes, en ce compris le patrimoine familial, ne suffisent pas, il se tourne en priorité vers l'endettement bancaire. Le recours à l'ouverture du capital demeure l'exception (Wtterwulghe et Janssen 1995; Belletante et al. 1994).

Cette hiérarchie des sources de financement spécifique aux P.M.E. est confirmée par une étude portant sur les entreprises moyennes belges que nous avons réalisée en 1994 (Wtterwulghe et al. 1994)<sup>3</sup>. 66% des dirigeants interrogés dans le cadre de cette étude

---

<sup>2</sup>Le potentiel explicatif de la théorie de l'agence dans le cadre de la structure financière des P.M.E. est toutefois mis en doute par certains auteurs (Norton 1991)

<sup>3</sup>Dans l'étude à laquelle nous nous référons principalement, la population à enquêter a été cernée sur base de trois contraintes issues d'une étude française similaire (Belletante et Desroches, 1993):

- une contrainte de taille : le critère du chiffre d'affaires a été utilisé pour identifier les entreprises de taille moyenne. En adaptant les limites de l'étude française au cas belge, nous avons situé notre fourchette de chiffre d'affaires entre 500 millions et 4 milliards de FB. Ces entreprises sont principalement des sociétés anonymes.

- une contrainte d'activité : Nous avons exclu du champ de l'enquête les sociétés strictement financières (holdings sans finalité industrielle, sociétés de participation, banques), les sociétés d'assurance et les sociétés immobilières.

- une contrainte de nationalité : nous nous sommes intéressés aux seules sociétés de droit belge qui ne sont pas filiales d'une société-mère de droit étranger.

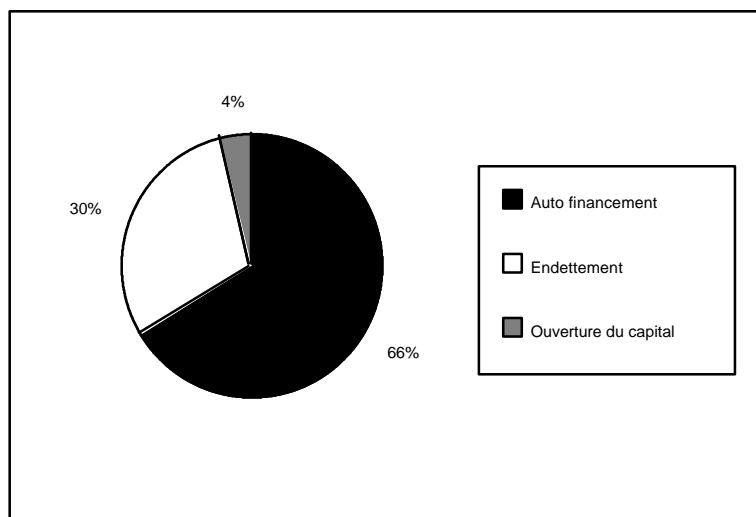
Sur base du Top 5000 édité par le magazine Trends, et par recoupement avec la base de données d'Euro-DB, nous avons cerné notre population, soit 2784 entreprises répondant aux contraintes de taille, d'activité et de nationalité.

Nous avons procédé à la constitution d'un échantillon aléatoire de 395 entreprises. Des questionnaires fermés ont été adressés aux administrateurs-délégués de ces entreprises. Ces administrateurs-délégués étaient, pour la plupart, les propriétaires-dirigeants des entreprises. Ces questionnaires portaient sur trois thèmes: le dirigeant, l'entreprise et la perception par l'entrepreneur de l'environnement financier. Le dernier thème abordait aussi bien l'autofinancement que l'endettement et l'augmentation de capital. Nous avons obtenu un taux de réponse de près de 30%, soit 112. Les données recueillies ont été informatisées et des analyses plus complexes, de type multivarié, ont été effectuées.

Bien que notre population soit composée de P.M.E. de taille assez importante, les résultats que nous avons obtenus démontrent que ces entreprises ont un comportement peu formalisé similaire à celui des entreprises de petite taille, principalement tributaires des objectifs de leur dirigeant. Nos résultats quant à la politique de financement des P.M.E. belges sont par ailleurs confirmés par une étude récente menée sur une population d'entreprises de petite taille dans la région de Charleroi (Bragard et al. 1997)

recourent prioritairement à l'autofinancement, 30%, à l'endettement et 4% seulement, à l'ouverture de leur capital.

Graphique n° 1: Classification des sources de financement auxquelles recourent prioritairement les dirigeants



Source: Wtterwulge et al., 1994

## 1.2. Les avantages et l'importance de l'endettement

Le banquier constitue la première source de financement externe des P.M.E. (Observatoire européen des P.M.E. 1995; G.R.E.P.M.E. 1994). Cette situation s'explique par plusieurs facteurs. Le recours direct au marché des capitaux implique des coûts de transaction fixes et variables constituant une barrière à l'entrée pour les P.M.E. (Wtterwulghe et Janssen 1995). En outre, l'emprunt est plus avantageux d'un point de vue fiscal que l'ouverture au capital. Les résultats empiriques aboutissent toutefois à des conclusions contrastées quant à l'influence des facteurs fiscaux sur les choix de financement dans les P.M.E. Cooley et Edwards (1983) estiment que seule une minorité de dirigeants de P.M.E. recourt à l'endettement pour des raisons fiscales, tandis que Norton (1991) conclut que la structure financière des P.M.E. est largement tributaire de considérations fiscales. Les résultats de ces études ne peuvent toutefois être généralisés car ils portent sur des systèmes fiscaux différents selon les pays qui, bien évidemment, expliquent les différences de conclusions.

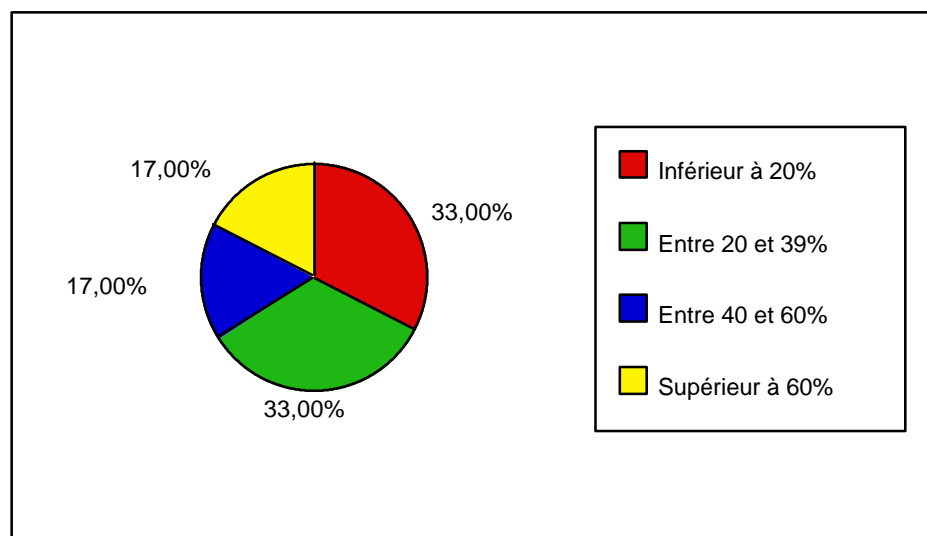
En outre, la majorité des seconds marchés européens, à tout le moins ceux qui ne sont pas réservés aux entreprises de haute technologie à forte croissance, sont considérés comme inefficaces et peu dynamiques (Wtterwulghe et al. 1994). Le manque de liquidité sur ces marchés empêche une véritable évaluation des entreprises et limite la possibilité de sortie des investisseurs. L'accès direct au marché est aussi freiné par la pauvreté de la communication des P.M.E. Le manque de transparence, résultant souvent d'une démarche délibérée du dirigeant crée une asymétrie d'information entre celui-ci et le marché. Cette asymétrie se retrouve à un moindre degré dans les relations de la P.M.E. avec le banquier. Celui-ci peut cependant compenser le manque d'information par une connaissance personnelle du dirigeant et par des garanties qui réduisent son risque. L'endettement semble donc être un instrument financier plus flexible et moins contraignant que l'ouverture du capital, particulièrement si l'entreprise a déjà atteint son stade de maturité, car le prêteur disposera alors d'une information plus complète (Cosh et Hughes 1994). Enfin, aux yeux des dirigeants de P.M.E., l'ouverture du capital est synonyme de perte d'autonomie (Wtterwulghe et al., 1994).

Plusieurs études ont tenté d'évaluer l'importance de l'endettement dans les P.M.E. Ainsi, une étude que nous avons réalisée en 1994 conclut à un ratio d'endettement des entreprises de taille moyenne belges relativement peu élevé par rapport à celui des grandes entreprises (Wtterwulghe et al. 1994). Près des deux tiers des entreprises de cet échantillon ont un ratio d'endettement inférieur à 40% du passif, alors que le ratio d'endettement moyen d'une entreprise belge est de 64.40%<sup>4</sup>. Pour 33% de ces entreprises, ce ratio est même inférieur à 20%.

---

<sup>4</sup>Calculé sur base des statistiques du rapport annuel de la Banque Nationale de Belgique pour 1992.

Graphique n° 2: Classification des entreprises sur base de leur ratio dettes / passif total



Source: Wtterwulghe et al., 1994

Cette caractéristique semble toutefois être particulière au contexte du pays concerné et aux entreprises moyennes belges. Celles-ci ont généralement connu une croissance lente, limitée à leur capacité d'autofinancement et leurs besoins en crédits sont donc faibles (Wtterwulghe et Janssen 1998). Une autre analyse récente réalisée sur base des comptes annuels<sup>5</sup> déposés par les P.M.E. belges pour l'exercice annuel 1995, conclut que les entreprises de moins de 50 personnes ont un ratio d'endettement de 67,5% contre 58,9% pour les entreprises de dimension plus importante (Quintart 1997). Cette conclusion peut être faussée par le fait que cette étude incorpore les filiales des grandes entreprises qui obéissent évidemment à la logique financière de ces dernières. Néanmoins, d'autres recherches aboutissent également à affirmer que les P.M.E. sont plus endettées que les grandes entreprises (Petti and Singer 1985; Osteryoung et al. 1992). Cette constatation est vérifiée par Remmers et al. (1974) pour certains pays européens mais non pour les U.S.A. D'autres auteurs considèrent, au contraire, qu'il n'y a guère de différences significatives entre les ratios d'endettement des P.M.E. et ceux des grandes entreprises (Suret et Arnoux 1995). Il est donc difficile de dégager des conclusions claires quant à l'importance de l'endettement des P.M.E., mais l'éventail des possibilités de financement offertes aux P.M.E. étant restreint, celles-ci constituent sans aucun doute une clientèle captive des banques (Belletante et Levratto 1995).

<sup>5</sup> Au sens de l'article 12 de la loi belge du 17 juillet 1975 relative à la comptabilité et aux comptes annuels des entreprises, sont considérées comme P.M.E., les entreprises qui ne dépassent pas plus d'une des limites suivantes:

- un chiffre d'affaires hors T.V.A. inférieur ou égal à 200 millions de BEF
- un total de bilan inférieur ou égal à 100 millions de BEF
- un nombre de travailleurs occupés, en moyenne annuelle, inférieur ou égal à 50 personnes

Si ces entreprises ont plus de 100 travailleurs, elles sont automatiquement considérées comme des grandes entreprises.

## 2. LES RELATIONS ENTRE BANQUES ET P.M.E.

Le marché du crédit aux P.M.E. est caractérisé par son imperfection. Diverses explications sont fournies sur base des fonctions-objectifs antagonistes des banquiers et des dirigeants de P.M.E., du risque plus important entraîné par une décision de prêt à une P.M.E. et du problème d'asymétrie informationnelle existant entre ces agents.

### 2.1. Des fonctions-objectifs antagonistes

Il existe de véritables barrières psychologiques entre les dirigeants de P.M.E. et les responsables des banques. Des problèmes de communication et de conflit d'intérêt ne favorisent pas la rencontre entre l'offre et de la demande. Le problème principal des relations entre banques et P.M.E. consiste à concilier deux rationalités différentes. Les "préoccupations sous-optimales", au sens classique du terme, du dirigeant de P.M.E. se heurtent à la politique optimaliste du prêteur (Colot et Michel 1996).

L'objectif des dirigeants de P.M.E. est rarement le profit tandis que l'analyse des banquiers se centre sur la capacité de remboursement de l'entreprise liée aux résultats financiers de celle-ci (Julien et Paraque 1995). Lors de la création de l'entreprise et durant ses premières phases de développement, les banques sont réticentes à lui octroyer un crédit, faute d'historique économique et financier (Colot et Michel 1996). Pour de nombreux dirigeants, le banquier apparaît comme un conformiste, un sceptique qui ne base son jugement que sur les résultats comptables. Mauge (1983) justifie la prudence du banquier en matière d'allocation de crédit aux P.M.E. par le fait que celui-ci "*est juridiquement un commerçant qui est tenu de gérer son établissement de façon prudente et avisée*". Un banquier doit avant tout assurer la rentabilité de sa propre entreprise et veiller à générer des liquidités suffisantes pour faire face aux éventuels retraits de ses clients. De plus, sa responsabilité juridique peut être engagée en cas de faillite d'une entreprise à laquelle il aurait accordé un prêt à mauvais escient.

Les méthodes d'analyse de risque utilisées par les banques sont toutefois souvent rigides et reposent sur des informations standardisées telles que des grilles de "scoring" devant permettre de probabiliser le risque (Bissiriou 1989; Rivaud-Danset 1993). L'Observatoire européen des P.M.E. (1994) estime que l'évaluation standardisée du risque ne permet pas une prise en compte adéquate du potentiel de la P.M.E. Les dirigeants se plaignent du peu de connaissances qu'ont les banques quant à l'évolution de leur secteur ainsi que de leur incapacité à évaluer la viabilité de leur projet (Snijders 1990). Les banques semblent donc rechercher un profit sans risque à court terme excluant toute compréhension personnalisée (Belletante et Levratto 1995). Cette vision à court terme permet également d'expliquer partiellement la faible importance des prêts à long terme par rapport aux prêts à court terme dans la structure financière des P.M.E. En effet, l'octroi de dettes à court terme permet aux banques d'exercer un contrôle plus fréquent et donc plus efficace sur ces entreprises. Par le biais d'une révision périodique des conditions de l'emprunt, la banque réduit l'asymétrie informationnelle (Charreaux 1985). Cette situation n'est toutefois pas seulement le fruit de la volonté du banquier. Elle résulte également d'un refus de la part du propriétaire-dirigeant de se voir lié à long terme (Bizaguet 1988), ainsi que de l'absence de stratégie à long terme de nombreuses P.M.E. (GREPME 1994). Elle est certainement aussi le résultat d'une absence d'objectif de croissance. Pour Hugues (1992), la prééminence des crédits à court terme constitue une caractéristique persistante des P.M.E.



## 2.2. Le surplus de risque

Par rapport à la grande entreprise, la P.M.E. comporte un surplus de risque. Il résulte notamment de la personnalisation de l'entreprise, des éventuelles carences manageriales du dirigeant, de la taille de l'entreprise elle-même et des asymétries informationnelles. Ce dernier élément a fait l'objet de nombreuses recherches et est sujet à des controverses dépassant la simple évaluation du risque. Il est présenté dans une section distincte.

Les aspects humains sont déterminants dans le cadre des relations entre banques et P.M.E. La rationalité objective des rapports qu'entretiennent les banques avec les grandes entreprises y est remplacée par un rapport du type "intuitu personae". Selon Mauge (1983), l'octroi d'un prêt à une P.M.E. implique un surplus de risque interne par rapport à la même opération avec une grande entreprise. Le surplus de risque interne résulte de la dépendance de la P.M.E. à l'égard d'un seul individu, personnifiant l'entreprise. Ses particularités constituent à la fois les forces et les faiblesses de l'entreprise. La disparition de l'entrepreneur affectera d'ailleurs souvent l'entreprise au point de mettre sa survie en péril.

Cette personnification a des conséquences sur le comportement des banquiers. Lors de l'octroi d'un prêt à un dirigeant de P.M.E., les banques exigent des garanties "personnelles"<sup>6</sup> et assimilent donc le patrimoine du dirigeant et/ou de sa famille à celui de l'entreprise. Cela réduit la logique même de la responsabilité limitée (Belletante et Levratto 1995). Trop souvent, plutôt que d'étudier en profondeur le dossier de l'entreprise, le banquier s'assurera de la consistance des garanties. Selon Storey (1994), l'exigence de garanties constitue, pour les banques, le mécanisme central d'ajustement du risque. Non seulement, elles limitent les pertes de la banque en cas de non remboursement du prêt, mais de surcroît, leur rôle serait d'encourager les "bons" débiteurs à se manifester (Besanko et Thakor 1987). En effet, si le dirigeant est susceptible d'encourir une perte personnelle substantielle, il est probable qu'il se dévouera plus à la réussite de son projet. Comme l'entrepreneur a, en principe, une meilleure information sur son projet que le banquier, l'acceptation par le dirigeant d'une clause prévoyant une garantie personnelle serait perçue comme un signal positif par la banque. Cette vision est contestée par d'autres auteurs qui estiment que seuls les projets plus risqués seraient sujets à l'exigence de garanties personnelles (Berger et Udell 1990). Une enquête que nous avons menée dans la région bruxelloise démontre toutefois que de telles garanties sont exigées dans plus de 70% des opérations de crédit aux P.M.E. (Saint-Louis 1997).

Certains auteurs estiment que la méfiance des banquiers vis-à-vis des demandes de crédit des P.M.E. résulte de leur perception de certaines carences manageriales dans ce type d'entreprises. Les prêteurs reprochent aux dirigeants de P.M.E. une incapacité à déléguer ou une trop forte concentration du pouvoir entraînant un risque de mauvaise information ou d'incompétence (Berryman 1983; Peacock 1985). L'insuffisance de formation financière ou le peu d'intérêt porté à la fonction financière sont également fréquemment évoqués par les banquiers pour expliquer la difficulté de leurs relations avec les P.M.E. (Bissiriou 1989). Une enquête parue en 1985 démontre que les responsables des institutions financières émettent d'importantes réserves à propos des capacités manageriales des entrepreneurs avec qui ils traitent (Watkins et Morton 1985). A leurs yeux, les dirigeants sont souvent de bons techniciens et de bons commerciaux mais accordent trop peu d'importance à la fonction

---

<sup>6</sup>Le terme "personnel" n'est pas utilisé dans le sens juridique du terme. Dans le contexte de cet article, il représente les garanties issues du patrimoine personnel de l'entrepreneur.

financière (Wtterwulghe et al., 1994). Ce manque de formation ou d'intérêt a souvent pour conséquence la présentation d'un dossier incomplet ou mal préparé (Adam et al. 1988). Pour d'autres auteurs, le rationnement financier des P.M.E. provient principalement de l'absence d'experts financiers au sein de ces entreprises (Riding et Swift 1993).

Les techniques de l'analyse financière, au même titre que de nombreuses autres techniques de gestion, sont largement inutilisées par les P.M.E.. Leurs stratégies sont trop souvent basées sur la réaction plutôt que sur l'action, leur politique relevant du court terme (GREPME 1994). La décision du dirigeant de faire appel à des capitaux externes intervient généralement dans une optique de croissance externe ponctuelle et non pas dans le cadre d'une politique planifiée (Wtterwulghe et Janssen 1995). Bien que la force des P.M.E. réside fréquemment dans leur flexibilité, cette stratégie réactive empêche toutefois une planification à long terme des investissements (Cieply 1995). Les P.M.E. innovantes, ou schumpeteriennes (Fernandez et al. 1985), dont les activités se situent dans des marchés fondamentalement neufs et exigent en principe une planification, éprouveront également des difficultés à déterminer une stratégie à long terme crédible du fait de l'absence de références sectorielles préexistantes (Cieply 1995). Les cash flows anticipés des P.M.E. sont donc plus incertains. En outre, l'octroi d'un prêt à une P.M.E. implique des coûts de gestion de dossier proportionnellement plus importants qu'un prêt à une grande entreprise, ces coûts étant largement fixes. Ces risques accrus sont à l'origine des taux d'intérêt plus élevés demandés aux P.M.E. L'Observatoire Européen des P.M.E. (1994) confirme que le coût d'emprunt pour les P.M.E. de la plupart des pays européens serait d'un ou deux points supérieur à celui des grandes entreprises.

En dehors du surplus de risque, tant interne qu'externe, la différence de taux est également liée au pouvoir de négociation moins important des P.M.E. résultant de la faiblesse de leur pouvoir économique. Une solution à ce problème réside dans le développement d'économies d'échelle grâce au "pooling" des demandes de crédit de plusieurs P.M.E. (Observatoire Européen des P.M.E. 1995).

### **2.3. L'asymétrie informationnelle**

Une des principales difficultés que rencontrent les P.M.E. consiste à communiquer une information fiable et précise au marché. Même lorsque les dirigeants sont en mesure de le faire, ils hésitent à fournir des informations sur leur entreprise, que ce soit pour des raisons fiscales, concurrentielles ou liées aux coûts qu'engendrent leur production (Observatoire européen des P.M.E. 1995).

Notre étude portant sur les moyennes entreprises belges révèle que même une proportion importante de celles-ci n'alloue pas ou peu de ressources à la communication en général, ou du moins à la planification de celle-ci (Wtterwulghe et al. 1994). Plus de 37% des entreprises interrogées ne disposent pas d'un service de communication interne et près de 48% n'ont pas de service de communication externe. Malgré leur taille moyenne, 56% de ces entreprises ne mettent pas en oeuvre de plan de communication interne et 65% n'ont pas de plan de communication externe. Ces résultats confirment ceux d'une étude réalisée en France sur un échantillon similaire par Belletante et Desroches (1993). Cette étude conclut que l'intérêt des dirigeants de ces entreprises pour la communication financière est marginal.

Il y a donc une distorsion entre l'information dont dispose le dirigeant et celle qu'il met à la disposition des tiers. Pour Williamson (1975), une entreprise est toujours mieux informée que

le marché car elle a accès à des informations internes. Toutefois, ce phénomène est moins marqué pour une grande entreprise. Sa dimension, et notamment le fait d'être admise à une cotation boursière, lui impose une communication externe développée. Outre les obligations légales de publicité, elle fait l'objet d'analyses financières publiques réalisées par des intermédiaires financiers. Une entreprise cotée est donc soumise à une plus grande transparence. Les dirigeants des P.M.E. recourant moins aux marchés financiers ne ressentent pas la nécessité de diffuser des informations. Il existe donc une asymétrie informationnelle plus grande entre l'entreprise et la banque.

Cette constatation ne peut cependant pas être généralisée. Les entreprises nouvellement créées, par exemple, ne connaissent pas les coûts auxquels elles devront faire face et ignorent donc leur efficacité relative (Jovanovic 1982). Elles ne pourront connaître celles-ci que sur base des performances postérieures à l'entrée. Plus particulièrement, le dirigeant n'a vraisemblablement qu'une idée imprécise de ses qualités entrepreneuriales et manageriales et, partant, de ses chances de succès. Par contre, le banquier, surtout s'il est expérimenté dans le domaine du crédit aux P.M.E., sera plus à même d'évaluer ses chances de succès (Storey 1994). Au fur et à mesure de la croissance de l'entreprise, le dirigeant acquiert une connaissance plus précise de ses qualités par le biais du processus d'apprentissage, tandis que le banquier ne côtoiera plus l'entreprise qu'au travers de contacts et d'évaluations épisodiques. Au fil des années, la tendance s'inverse et l'asymétrie d'information joue en faveur du dirigeant de P.M.E.

Selon Stiglitz et Weiss (1981), l'asymétrie d'information entre les offreurs et les demandeurs sur le marché du crédit est à l'origine d'un rationnement du crédit. Bien que cette théorie n'ait pas été développée dans le cadre de la problématique des P.M.E., certains auteurs y voient l'une des principales explications de la spécificité du financement de celles-ci (Psillaki 1995). En effet, lorsque l'imperfection de l'information est prise en compte, il devient difficile, voire impossible pour le prêteur de déterminer la qualité de l'emprunteur et de son projet. Sur un marché concurrentiel, les prix s'ajustent en principe jusqu'à ce que l'offre corresponde à la demande. Les taux réclamés à certains emprunteurs ne sont plus élevés que dans la mesure où la banque doit faire face à des coûts d'évaluation et de surveillance plus élevés ou si le risque de faillite est plus grand. Stiglitz et Weiss montrent qu'il n'en va pas de même sur le marché du crédit. En effet, les variations du taux d'intérêt, influencent non seulement la demande sur ce marché mais également le degré de risque associé à l'emprunteur. Une augmentation des taux d'intérêt décourage des investisseurs à faible risque et attire des investisseurs prêts à prendre des risques plus importants (effet de sélection adverse). Une augmentation des taux peut également pousser les emprunteurs à investir dans des projets plus risqués (effet de hasard moral). Par conséquent, si une augmentation des taux d'intérêt peut accroître le risque moyen des projets proposés, la banque décidera logiquement de rationner le marché plutôt que de le solder par le biais de variations des taux. Sur un marché où l'information est imparfaite, il est donc possible d'aboutir à des équilibres avec rationnement des emprunteurs potentiels. En cas d'information parfaite, la banque est à même de contrôler et de réduire, voire d'éliminer, les effets de hasard moral et de sélection adverse. En outre, la population d'emprunteurs potentiels pourrait être divisée en plusieurs groupes d'individus différenciés sur base d'un critère de risque.

L'asymétrie d'information étant plus importante entre banques et P.M.E., et la dépendance de ces dernières vis-à-vis des premières étant plus grande, les P.M.E. doivent logiquement être rationnées.

## 2.4. Les solutions au rationnement du crédit

Petersen et Rajan (1994) recommandent la mise en place de relations de clientèle comme solution au rationnement du crédit. Sur base d'une étude empirique, ils démontrent que des relations suivies et durables entre une P.M.E. et une banque aboutissent à une plus grande disponibilité des crédits. Cette relation de clientèle sera particulièrement profitable à l'entreprise si elle accentue ses relations avec la banque en recourant à un plus grand nombre de services financiers fournis par celle-ci et si elle concentre son endettement auprès de ce même prêteur.

Le climat de confiance créé par les relations de clientèle peut servir de substitut à l'analyse financière (Levratto 1990). Elles réduisent le rationnement car elles rendent l'information plus symétrique (Psillaki 1995). La mise en place d'une relation de clientèle permet à la banque de devenir un interlocuteur privilégié de la P.M.E. qui l'accompagne tout au long de son développement. Le banquier remédie ainsi aux carences manageriales du client.

La question se pose de savoir si ce rôle incombe à un prêteur. En toute hypothèse, malgré une certaine communauté d'intérêts, le dirigeant de P.M.E. et la banque ont des fonctions-objectifs naturellement antagonistes, sources de conflits d'intérêt. Lorsqu'elle est consultée à titre de conseiller financier par une P.M.E., la banque privilégie ses propres intérêts. A ce titre, elle interfère sur les objectifs de l'entrepreneur. Cela se traduit par exemple par le placement de ses propres produits alors qu'un autre type de financement pourrait être plus approprié aux besoins spécifiques de l'entreprise. Il est intéressant de constater que bien que l'intermédiation boursière en Belgique, et en Europe en général, soit encore largement aux mains des banques (Goldfinger 1994), le second marché boursier belge, par exemple, n'a pour ainsi dire fait l'objet d'aucune promotion de la part de celles-ci (Wtterwulghe et al. 1994). Cette tendance à tirer profit d'un double rôle de créancier et de conseiller afin de promouvoir son intérêt propre pourrait en outre être sanctionnée sur base de la législation européenne<sup>7</sup> (Wtterwulghe et Janssen 1997).

En vue de développer des liens durables et de remédier au prétendu problème du rationnement du crédit, certains auteurs suggèrent le rétablissement de banques universelles (Petersen et Rajan 1994). La concurrence sur les marchés bancaires et la mobilité des emprunteurs ne permettrait pas à une banque de s'approprier les bénéfices résultant de l'aide qu'elle aurait apportée à une entreprise nouvellement créée. De ce fait, ces auteurs conseillent un assouplissement des législations empêchant ou limitant la participation des banques au capital d'une société afin de créer un intérêt commun à long terme. Ils ne s'interrogent cependant pas sur l'intérêt et la volonté des banques de jouer ce rôle qui aboutit à cumuler les risques de prêteur et d'actionnaire (Wtterwulghe et Janssen 1998). Leur risque de prêteur s'en trouverait en outre sensiblement modifié car en cas de faillite, il est vraisemblable que les tribunaux se montreraient moins favorables à leur égard.

---

<sup>7</sup>Des conflits engendrés par la double qualité de la banque pourraient vraisemblablement tomber sous le coup de l'article 11 de la directive 93/22/CEE du 10 mai 1993 (J.O.C.E. n° L 141/27, 11 juin 1993) concernant les services d'investissements dans le domaine des valeurs mobilières, qui stipule que dans leurs opérations sur instruments, les intermédiaires financiers devront éviter tout conflit d'intérêt possible, ou s'il est inévitable, veiller à ce que les clients soient traités de façon équitable. En vertu de cette disposition, ces intermédiaires ne peuvent pas placer de manière inéquitable leurs propres intérêts devant ceux de leurs clients.

D'autres solutions reposent sur la mise en place d'accords de coopération entre une P.M.E. et un groupe industriel (Cieply, 1995). La banque serait plus disposée à financer une P.M.E. engagée dans un tel accord car celui-ci constitue un signal quant à la qualité de la P.M.E. et réduit les asymétries informationnelles grâce aux mécanismes de sélection et de contrôle mis en place par la grande entreprise. Une telle solution engendre toutefois fréquemment une réelle dépendance de la P.M.E. vis-à-vis de la grande entreprise, surtout si son activité se limite à de la sous-traitance pour un partenaire unique. Des exemples récents de délocalisation de grandes entreprises ont démontré le danger d'une telle relation de dépendance.

L'ensemble de ces solutions reposent sur l'hypothèse selon laquelle les P.M.E. sont rationnées par les banques.

## **2.5. Réalité du rationnement du crédit**

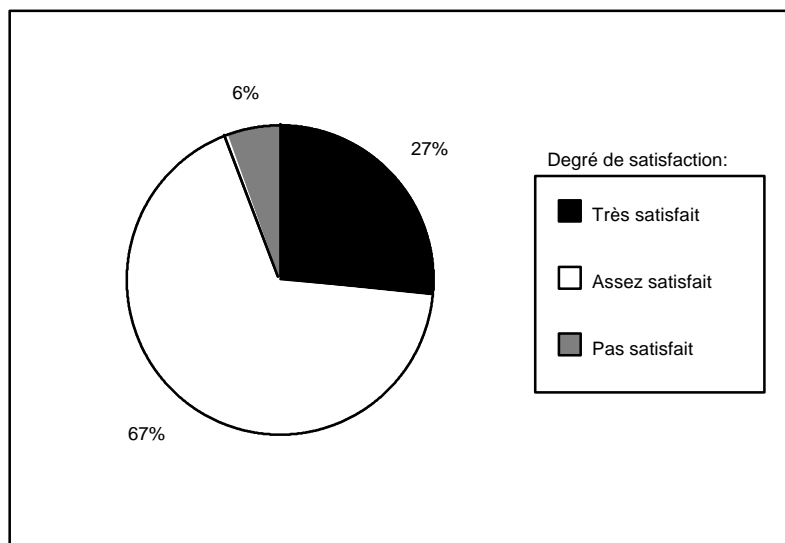
A l'opposé de la thèse du rationnement du crédit, Cressy (1996) conclut, sur base d'une étude empirique menée au Royaume-Uni sur un échantillon de 2.000 entreprises, que les P.M.E., et plus particulièrement les entreprises récemment créées, ne sont pas victimes d'un rationnement du crédit. Le fait que certaines entreprises soient écartées du marché du crédit ou rationnées par les banques résulterait des caractéristiques des dirigeants de ces entreprises. La demande est le principal moteur de ce marché et non pas l'offre qui est élastique. Selon cet auteur, les faillites de ces entreprises ne sont pas attribuables à un rationnement financier mais sont le résultat de défaillances au niveau du capital humain. Les carences seraient donc d'ordre managérial.

En conséquence, Cressy préconise de rendre les conditions d'accès à la profession plus difficiles en vue de renforcer les compétences managériales des dirigeants des P.M.E.. Cette solution de type corporatiste consiste à créer des barrières à l'accès à la création. C'est déjà le cas dans certains pays comme la Belgique où l'accès à la profession est soumis à des conditions restrictives de compétences en matière de gestion, sous prétexte de diminuer le taux d'échec. A l'expérience, rien ne permet de justifier ces restrictions à la création. Une étude récente montre qu'elles sont inefficaces dans la mesure où elles ne réduisent pas le taux de faillites (Bieswal 1996). Au contraire, en créant des barrières à l'entrée, elles freinent la concurrence sur les marchés au détriment du consommateur et de l'intérêt général (Wtterwulghé et Janssen 1998).

Une autre étude empirique britannique de grande envergure confirme l'inexistence de défaillances majeures du marché du crédit aux P.M.E. ou d'un rationnement du crédit à grande échelle (Aston Business School 1991).

Cette conclusion rejoint celle de notre étude (Wtterwulghé et al., 1994). Contrairement à ce que l'on aurait pu croire sur base des analyses relatives au rationnement, près de 90% des entreprises moyennes interrogées dans le cadre de cette étude estiment qu'il est facile de trouver des fonds extérieurs sous forme de crédit bancaire, alors qu'elles sont 50% à estimer qu'il est difficile d'ouvrir son capital à un actionnariat externe. De surcroît, comme le montre le graphique n° 3, près de 67% de ces dirigeants sont satisfaits des relations avec leur banquier. 27% d'entre eux se montrent même très satisfaits. Ces contacts ont généralement lieu avec le directeur d'agence.

Graphique n° 3: degré de satisfaction des dirigeants vis-à-vis de leurs banquiers



Source: Wtterwulge et al., 1994

Bien qu'une question à trois paramètres ne permette pas de dégager des conclusions tout à fait probantes, particulièrement si la majorité des réponses se situe entre les extrêmes, ces résultats confirment partiellement les conclusions de Cressy. Malgré des faiblesses en termes de communication et de transparence, ces entreprises ne sont pas rationnées ou, à tout le moins, ne se perçoivent pas comme telles. D'autres études menées récemment auprès de P.M.E. de la région bruxelloise (Saint-Louis 1997) et de la région de Charleroi (Bragard et al. 1998) montrent également que la majorité des P.M.E. sont satisfaites de leur banques .

Il est donc difficile de conclure que ces entreprises sont rationnées. Le haut niveau de satisfaction vis-à-vis des banques peut être expliqué par le fait que les entreprises que nous avons étudiées sont à la fois âgées et peu endettées: la majorité de ces entreprises a plus de 25 ans d'existence et occupe moins de 100 travailleurs. Elles présentent par conséquent un risque de défaillance peu important. Leur croissance est faible et souvent limitée à leur capacité d'autofinancement. Si ces entreprises recourent peu au crédit bancaire, c'est parce que la fonction objectif de leur dirigeant entraîne une limitation volontaire de la croissance. Le crédit bancaire représente donc un outil ponctuel de financement de la croissance externe pour les entreprises moyennes belges et son obtention ne leur pose guère de difficultés.

## CONCLUSIONS

Dans un cadre de marché imparfait, les objectifs du dirigeant de P.M.E. s'imposent à son entreprise et contribuent largement à la détermination de la logique de financement de celle-ci. Ces éléments d'ordre subjectif, combinés à des variables objectives, permettent d'expliquer la préférence des dirigeants pour l'autofinancement.. Les possibilités de financement offertes aux P.M.E. étant relativement restreintes, celles-ci devront se tourner vers les banques lorsqu'un financement externe s'avère nécessaire. La compréhension de l'importance du rôle du dirigeant et de ses objectifs est prépondérante dans l'analyse de la problématique des rapports entre les

P.M.E. et les banques. Les relations difficiles entre ces agents ont généralement été expliquées du point de vue de l'offre. Néanmoins, les facteurs explicatifs déterminants semblent plutôt se situer du côté de la demande et, principalement, dans une limitation volontaire de la croissance.

Il serait toutefois hâtif de conclure à l'absence de rationnement dans le chef de l'ensemble des P.M.E., voire à un rôle marginal de l'endettement dans leur financement. Les études ultérieures devraient établir une nette distinction entre les P.M.E. selon qu'elles poursuivent ou non une politique de croissance. En effet, l'endettement demeure l'outil de financement privilégié de la P.M.E. lorsque sa capacité bénéficiaire ne suffit plus pour couvrir de nouveaux investissements.

L'étude de l'endettement ne se limite toutefois pas au rôle du crédit bancaire. Il faut en effet tenir compte du crédit interentreprises. Quelques études, trop rares encore à ce jour, ont constaté une importance relative plus grande de ce type de crédit pour les P.M.E. que pour les grandes entreprises (Hughes 1992). Ainsi, en Belgique, par exemple, les dettes commerciales représentent 41 % des dettes à court terme des entreprises de moins de 50 personnes, contre 32% pour les entreprises plus grandes (Quintart 1997).

## **BIBLIOGRAPHIE**

ADAM, M.C., BIMSON, A. et FARBER, A. (1988), "P.M.E. innovantes et contraintes de financement: une étude de cas", *Gestion* 2000, 6.

ASTON BUSINESS SCHOOL (1991), *Constraints on the growth of small firms*, Departement of trade and industry, HMSO, Londres

BAIN J.S. (1966), *International Differences in Industrial Structure, Eight nations in the 1950's*, Yale University Press, New Haven.

BELLETANTE, B. et LEVRATTO, N. (1995), "Finance et P.M.E.: quels champs pour quels enjeux?", *Revue Internationale P.M.E.*, vol. 8, n°3-4, 5-42.

BELLETANTE B., CHASTEL V., DREVET C., PALIARD R. et ROMANET Y. (1994), *Le comportement financier des petites et moyennes entreprises cotées*, Rapport 1994 de l'Observatoire financier des entreprises moyennes, SBF, Bourse de Paris.

BELLETANTE, B. et DESROCHES, J. (1993), *Atouts et contraintes de la cotation des entreprises moyennes: bilan de 10 ans du Second Marché*, Groupe ESC Lyon

BERGER, A.N. et UDELL, G.F. (1990), "Collateral, loan quality and bank risk", *Journal of Monetary Economics*, vol. 25, 21-42

BERRYMAN, J. (1983), "Small business failure and bankruptcy: a survey of the litterature", *European Small Business Journal*, vol. 1, n°4, 47-59.

BESANKO D. et THAKOR A. (1987), "Collateral and rationing: sorting equilibria in monopolistic and competitive credit markets", *International Economic Review*, vol. 28, 671-689.

BIESWAL, A. (1996), Étude de l'impact de la loi d'accès à la profession du 15 décembre 1970 sur la viabilité des P.M.E. commerciales et artisanales, mémoire de fin d'études, Louvain-La-Neuve, U.C.L.

BISSIRIOU, G. (1989), "La spécificité des besoins financiers des P.M.E. innovatrices", *Revue Française de Gestion*, n° 73, Mars-Avril-Mai, 62-74

BIZAGUET A. (1988), "L'Impact Economique des Petites et Moyennes Entreprises, *Revue du Trésor*", Novembre, 11-12.

BRAGARD, L., JANSSEN, F., WACQUIER, H. and WITTERWULGHE, R.(1998), Les patrons de PME dans l'espace économique Sambrinvest, in *Les P.M.E. dans l'espace économique Sambrinvest*, Sambrinvest, Charleroi

CALOF J. (1985), "Analysis of small business owner's financial preferences", *Journal of Small Business and Entrepreneurship*, , vol.3, 3, 39-44.

CHARREAUX, G. (1985), "Le dilemme des P.M.E.: ouvrir son capital ou s'endetter", *Revue Française de Gestion*, Janvier-février, 59-72

CIEPLY S. (1995), "Le financement bancaire des P.M.E. - L'apport des modèles de coopération interentreprises", dans; PICORY C. et ROWE, F. (éd.), *Innovation et organisation des PME*, Deuxième Congrès International francophone des PME, Paris, 271-288.

COLOT, V. et MICHEL, P.A. (1996), "Vers une théorie financière adaptée aux P.M.E.. Réflexions sur une science en genèse", *Revue Internationale P.M.E.*, vol. 9, n° 1, 141-166

COOLEY, P.L. et EDWARDS, C.E. (1983), "Financial objectives of small firms", *American Journal of Small Business*, vol. 8, nr. 1.

COSH, A. et HUGHES, A. (1994), Size, financial structure and profitability: UK companies in the 80s, in HUGHES, A. et STOREY, D.J. (1994), *Finance and the small firm*, Routledge, London.

CRESSY, R. (1996), "Are business startups debt-rationed ?", *The Economic Journal*, vol. 106, n° 438, 1253-1270

DUCHENEAUT B. (1996), *Les dirigeants de P.M.E.*, Maxima, Laurent du Mesnil éd., Paris.

FACULTÉS UNIVERSITAIRES SAINT-LOUIS, Enquête réalisée auprès de P.M.E. de la Région Bruxelloise (1997), non publié

FERNANDEZ, V., PICORY, C. et ROWE, F., (1993), "Outils de gestion et espaces concurrentiels des PME", Premier Congrès International Francophone des PME, Carthage



GIBB, A. et SCOTT, M., "Understanding small firm growth", dans SCOTT, M., GIBB, A., LEWIS, S. et FAULKNER, T., *Small firm growth and development*, Aldershot, Gower

GOLDFINGER, C. (1994), "Les lignes de force et de faiblesse économiques et technologiques des marchés de valeurs mobilières en Europe", *Revue de la Banque*, décembre.

G.R.E.P.M.E. (1994), *Les P.M.E., bilan et perspectives*, Presses Interuniversitaires, Economica, Québec, Paris.

HUGUES A. (1992), *The problems of finance for smaller businesses*, working paper n°15, Small Business research Centre, University of Cambridge.

HUTCHINSON, P. et RAY, G. (1986), "Surviving the financial stress of small enterprise growth", in *The Survival of the Small Firm, Vol. 1: The Economics of Survival and Entrepreneurship*, Aldershot, Gower Publishing, 53-71.

JOVANOVIC, B. (1982), "Selection and evolution in industry", *Econometrica*, T. 50, n° 2

JULLIEN, H. et PARANQUE, B. (1995), "Financement des entreprises et évolution du système financier", *Revue internationale P.M.E.*, vol. 8, n°3-4 1995, 43-66.

JULIEN, P.A., MORIN, M. et GELINAS, J. (1997), "L'importance des P.M.E. à forte croissance au Québec de 1990 à 1996", *Cahiers de recherche de l'Institut de recherche sur les P.M.E.*, 97-15-C

JULIEN, P.A. et MARCHESNAY, M.(1996), *L'entrepreneuriat*, Paris, Economica

LEVRATTO, N. (1990), "Le financement des P.M.E. par les banques: contraintes et limites de la coopération", *Revue Internationale P.M.E.*, vol. 3, n° 2, pp. 193-213

McMAHON, R.G.P. et STANGER, A.M.J. (1994), "The small enterprise financial objective function: an exploratory study using informed scholarly opinion", *Accounting, Finance and Management Research Paper*, 94/2, The Flinders University of South Australia.

MAUGE, P. (1983), *Le risque bancaire dans l'octroi de crédit aux P.M.E.*, CLET synthèse, Paris.

NORTON, E. (1991), "Capital structure and small growth firms", *Journal of Small Business Finance*, vol. 1, n°2, p. 161-177.

OBSERVATOIRE EUROPÉEN DES P.M.E. (1994), *Deuxième rapport annuel*, ENSR, Zoetermeer.

OBSERVATOIRE EUROPÉEN DES P.M.E. (1995), *Troisième rapport annuel*, ENSR, Zoetermeer.

OSTERYOUNG, J.S., BEST, R.J. et NAST, D.A. (1992), "On the size difference of small business", Cahier de recherche, Talahassee, Floride, Florida State University.

PEACOCK, R.W. (1985), "Finding the causes of small business failure", Management Forum, vol.11, n°2, 77-89.

PENROSE E. (1972), *The Theory of the Growth of the Firm*, Oxford, Basil Blackwell.

PETERSEN, M. et RAJAN, R. (1994), "The benefits of lending relationships: evidence from small business data", *The Journal of Finance*, vol. XLIX, 1, 3-36.

PETTI R.R. et SINGER R.F. (1985), "Small business finance: a research agenda", *Financial Management*, Autumn, 46-70.

PSILLAKI, M. (1995), "Rationnement du crédit et P.M.E.: une tentative de mise en relation", *Revue Internationale P.M.E.*, vol. 8, n°3-4, 67-90.

QUINTART A. (1997), *Le tissu économique comparatif des P.M.E. en Belgique. Statistiques générales sur l'exercice 1995*, UCL, Louvain-la-Neuve, UCL, non publié

REMMERS L.A., STONEHILL R., WRIGHT R. et BEEKHUISEN T. (1974), "Industry and size as debt ratio determinants in manufacturing internationally", *Financial Management*, vol. 36, 3, pp 879-888.

RIDING A. et SWIFT, C. (1993), "Banking on technology: the environment for borrowing by small canadian technology-based firms", *Journal of small business and entrepreneurship*, 2, 13-24

RIVAUD-DANSET, D. (1993), *La pluralité des conventions de financement*, Xèmes Journées internationales d'économie monétaire et bancaire, Bordeaux.

SCHERER F.M. et BECKENSTEIN A. (1975), *The Economics of Multi-Plant Operations*, an international comparisons study, Harvard University Press, Cambridge (Mass.).

SNIJDERS, J. (1990), "Financing of product innovations; a first research into financial aspects of the innovation process", EIM small business research and consultancy, Zoetermeer.

STANWORTH, J. et CURRAN, J. (1976), "Growth and the Small Firm : an alternative View", *The Journal of Management Studies*, May, vol. 13, 2, pp. 94-110.

STIGLITZ, J.E. et WEISS, A. (1981), "Credit rationing in markets with imperfect information", *American Economic Review*, vol. 71, n° 3, 393-410.

STOREY D.J. (1994), *Understanding the small business sector*, International Thomson business press, Londres-Boston.

SURET, J.M. et ARNOUX, L. (1995), "Capitalisation des entreprises québécoises, évolution et état de la situation", *Revue Internationale P.M.E.*, vol. 8, N) 3-4, 165-179

WATKINS, D. et MORTON, T. (1985), Small firms in Britain and Europe: the perceived environment, in Factors affecting the survival and growth of smaller companies, John Gill Gower, Cambridge.

WILLIAMSON, O.E. (1975), Markets and hierarchies: analysis and anti-trust implications, Free Press, New York

WTTERWULGHE, R. et JANSSEN, F. (1998), "Le financement des P.M.E. par le recours à l'endettement et leurs relations avec les banques", Revue de la Banque, 1, 26-35.

WTTERWULGHE, R. et JANSSEN, F. (1997), "The role of the banker in financing medium-sized firms in Belgium: lender or adviser", Journal of Entrepreneurship, 6, 1, 75-85.

WTTERWULGHE, R. et JANSSEN, F. (1995), "Freins et motivations de la cotation en bourse des entreprises moyennes belges", dans PICORY C. et ROWE, F. (éd.), Innovation et organisation des PME, Deuxième Congrès International francophone des PME, Paris, 309-325.

WTTERWULGHE, R., JANSSEN, F., MERTENS DE WILMARS, S. et OLIVIER, F. (1994), Le financement de croissance des entreprises moyennes belges par le recours au capital à risque, I.A.G., Université Catholique de Louvain, Louvain-La-Neuve.