



## **Les stratégies de croissance et la performance financière des PME Françaises cotées : une étude interdisciplinaire**

**Nazik FADIL**

Professeure de Finance

Membre du laboratoire METIS (axe : entrepreneuriat et PME)

Ecole de Management de Normandie

Chercheure associée au NIMEC/ IAE de Caen Basse Normandie

## **Les stratégies de croissance et la performance financière des PME Françaises cotées : une étude interdisciplinaire**

Nazik FADIL, Professeure de Finance  
Membre du laboratoire METIS (axe : entrepreneuriat et PME)/Ecole de Management de  
Normandie  
Chercheure associée au NIMEC/ IAE de Caen Basse Normandie

Adresse professionnelle : 30, rue de Richelieu – 76087 Le Havre Cedex

Courriel : [n.fadil@em-normandie.fr](mailto:n.fadil@em-normandie.fr)

Tel : 02 32 92 56 73

Fax : 02 35 42 11 16

### **Résumé :**

Dans un contexte de crise des marchés financiers, cet article s'interroge sur l'intérêt de la décision d'introduction en Bourse des PME et son incidence sur les choix stratégiques de croissance, et sur la performance financière. La réponse à cette problématique est une démonstration de l'interdisciplinarité qu'elle mobilise. En effet, la finance organisationnelle justifie la question de recherche dans le sens où le marché financier représente un mécanisme de contrôle des dirigeants qui gouvernerait la conduite stratégique dans le sens traditionnel de la maximisation de la valeur. La finance des marchés apporte des éclairages quant au fonctionnement de la bourse et ses exigences en termes de transparence. La finance entrepreneuriale rappelle les spécificités des PME, pour tempérer le rôle disciplinaire du marché financier. La finance d'entreprise est implicitement présente pour comprendre et évaluer les mécanismes de création de la valeur... Bref, un réel foisonnement de disciplines mobilisées pour tenter de répondre à nos interrogations.

## **Les stratégies de croissance et la performance financière des PME Françaises cotées : une étude interdisciplinaire**

### **Résumé :**

Dans un contexte de crise des marchés financiers, cet article s'interroge sur l'intérêt de la décision d'introduction en Bourse des PME et son incidence sur les choix stratégiques de croissance, et sur la performance financière. La réponse à cette problématique est une démonstration de l'interdisciplinarité qu'elle mobilise. En effet, la finance organisationnelle justifie la question de recherche dans le sens où le marché financier représente un mécanisme de contrôle des dirigeants qui gouvernerait la conduite stratégique dans le sens traditionnel de la maximisation de la valeur. La finance des marchés apporte des éclairages quant au fonctionnement de la bourse et ses exigences en termes de transparence. La finance entrepreneuriale rappelle les spécificités des PME, pour tempérer le rôle disciplinaire du marché financier. La finance d'entreprise est implicitement présente pour comprendre et évaluer les mécanismes de création de la valeur... Bref, un réel foisonnement de disciplines mobilisées pour tenter de répondre à nos interrogations.

## INTRODUCTION

Dans le contexte actuel de crise des marchés financiers, de nombreux chercheurs et praticiens s'interrogent sur l'intérêt de la décision d'introduction en Bourse, surtout lorsqu'il s'agit d'une PME. Certes, la cotation offre un certain nombre d'avantages (levée de fonds, notoriété, liquidité du capital, contrôle des dirigeants, etc.). Il n'en reste pas moins vrai qu'elle suscite une contrepartie notamment en termes de coût, d'énergie, d'obligation de transparence et de nécessité de se conformer aux promesses affichées... Ceci est d'autant plus contraignant lorsqu'il s'agit d'une petite structure avec des moyens limités, un actionnariat fortement concentré, un contrôle centralisé et souvent une forte présence familiale.

L'impact de l'introduction en Bourse sur la performance a fait l'objet de multiples investigations sur le marché américain (Jain et Kini, 1994 ; Mikkelson et al., 1997) asiatique (Cai et Wei, 1997 ; Wang, 2005) et européen (Pagano et al., 1998 ; sentis, 2001 ; Coakley et al., 2004, Serve, 2007). Peu de recherches s'intéressent à l'incidence en termes de conduite stratégique et encore moins au cas particulier des PME. Or, le lien entre la cotation en Bourse et la performance n'est pas direct, mais il s'opère par le truchement des variables stratégiques. En effet, la théorie de la valeur nous enseigne qu'à l'origine des changements de performance se trouvent les leviers stratégiques dont la croissance est une composante (Hoareau et Teller, 2001). A ce titre, l'objectif de cet article est de nous éclairer sur l'incidence de l'introduction en Bourse sur les stratégies de croissance des PME et sur leur performance financière.

Cette question, de part son caractère pluridisciplinaire, mobilise plusieurs champs de recherche qui interagissent entre eux : la finance d'entreprise, la finance des marchés, la finance entrepreneuriale, la gouvernance, la stratégie... Sans volonté d'exhaustivité ni d'approfondissement, objectif auquel ne peut prétendre une réflexion de quelques lignes, nous mobilisons, au fur et à mesure de l'avancement de notre travail, l'une ou l'autre de ces disciplines. Que ce soit pour évaluer la performance, ou pour comprendre le fonctionnement du marché financier et son incidence en termes organisationnels et stratégiques..., tout cela adapté aux spécificités de la PME, il nous a fallu recourir à ces différents champs disciplinaires. Ceci confirme bel et bien leur complémentarité pour enrichir la réflexion et la compréhension de certains phénomènes et pour apporter des éléments de réponse à nos interrogations.

De ce fait, cet article présente l'intérêt de démontrer indirectement, en répondant à une question précise, le cloisonnement et la complémentarité de ces champs disciplinaires. Il répond surtout à un intérêt managérial puisqu'il étudie la pertinence de la décision d'introduction en Bourse pour une PME et son incidence en termes de développement et de performance. Une contribution théorique mérite d'être soulignée vu le manque de travaux sur ces champs disciplinaires appliqués aux PME françaises et en particulier la décision d'introduction en Bourse. Enfin, le travail empirique a permis d'apporter des éléments de réponse à notre problématique. La méthodologie utilisée nous paraît, de ce fait, originale par rapport aux études existantes en PME.

L'article s'articule autour de quatre parties. La première réalise un survol théorique pour justifier la question de recherche, la seconde expose la méthodologie utilisée, les deux dernières présentent et analysent les résultats.

### **1. La croissance et la performance financière des PME cotées : une approche théorique interdisciplinaire**

L'objectif de cette section est d'exposer les approches théoriques qui nous permettent de supposer que la présence en Bourse aurait une incidence sur les stratégies de croissance des PME et sur leur performance. Un survol sur les théories organisationnelles nous éclaire sur

deux points essentiels : la réalisation de la croissance nécessite des **ressources**, notamment financières et une **gouvernance** qui oriente vers la **création de valeur**, dans un contexte de cotation. Une attention particulière sera portée sur **le cas des PME**.

Edith Penrose (1959), l'un des fondateurs de la théorie de la croissance, considère le potentiel de croissance d'une firme comme étant illimité, mais sujet à des entraves liées aux capacités managériales, aux marchés des inputs et des outputs, à l'incertitude et au risque. Dans l'extension de cette théorie, Hambrick et Crozier (1985) et Bruton et Prasad (1997) concluent que la première cause qui limite la croissance des entreprises est le manque de liquidités (*cash deprivation*). En effet, sans ressources financières, une entreprise ne peut pas investir et améliorer sa capacité de production, son chiffre d'affaires et ses parts de marché au niveau national et encore moins au niveau international... Elle ne peut pas recruter ni former son personnel et donc améliorer les capacités managériales, elle ne peut pas diversifier son risque... Bref, sans ressources financières la trajectoire de croissance, au sens de Penrose (1959), se trouve entravée. Welbourne et al. (1998) introduisent le concept de plafond de croissance entrepreneuriale (EGC : *Entrepreneurial Growth Ceiling*). Ils considèrent **l'introduction en Bourse comme un moyen qui permet de générer des ressources financières et de briser, par conséquent, ce plafond de croissance**, au travers des investissements en ressources humaines et en R&D. Ce type d'investissement, selon les auteurs, rassure les actionnaires et les autorités des marchés financiers, crée de la valeur boursière à court terme et assure *in fine* la performance à long terme.

L'approche basée sur les ressources considère la firme comme une combinaison de ressources hétérogènes qui détermine la performance (Pateraf, 1993). Selon Barney (1991), la réalisation d'un avantage concurrentiel durable repose sur l'utilisation de ressources évaluables, rares, inimitables et non substituables. Hofer et Schendel (1978) ont recensé cinq types de ressources stratégiques : financières, humaines, organisationnelles et technologiques. Dans la même lignée, Castrogiovanni (1991) et Covin & Slevin (1991) ont démontré que les ressources financières sont positivement corrélées à la croissance de la firme. Blowers et al. (1995) recensent **les avantages liés à l'introduction en Bourse et citent particulièrement l'amélioration des conditions financières, un capital pour soutenir la croissance** « *capital to sustain growth* », des opportunités pour des financements futurs et un moyen pour croître en externe « *mergers and acquisitions* »... Ceci étant dit, les ressources financières ne suffisent pas, à elles seules, pour impulser une croissance rentable. Il faudrait un système de gouvernance qui orienterait la conduite stratégique des dirigeants dans ce sens.

La théorie de l'agence considère **le marché financier comme un mécanisme de contrôle des dirigeants qui les inciterait à faire des choix stratégiques allant dans le sens de la maximisation de la valeur actionnariale** (Jensen, 1993). En effet, les organismes de régulation des marchés financiers, notamment l'AMF (l'Autorité des Marchés Financiers), s'engagent à protéger les actionnaires et garantissent la transparence de l'information. Cela se fait, entre autres, au travers l'obligation de publier les rapports annuels et d'informer les actionnaires des stratégies menées et leurs conséquences en termes de création de valeur. Les dirigeants doivent être vigilants dans leur mode de développement, leur méthode de gestion et les dépenses qu'ils engagent. Ils doivent également se conformer aux promesses de croissance affichées. Bref, dans le contexte de la « maison de verre », les dirigeants ne sont pas entièrement libres dans leurs choix. Toute décision stratégique constituerait un signal quant aux perspectives futures et aurait un effet direct sur la valeur des actions.

A ce titre, la théorie du signal est riche d'enseignement. Elle a pour objet d'expliquer les variations des cours boursiers au travers des signaux émis par les décisions stratégiques des dirigeants. Ces derniers doivent non seulement prendre des décisions justes, mais aussi en convaincre le marché par des signaux positifs (Vernimmen, 2009). Les exemples les plus fréquemment cités concernent les stratégies financières : la politique de financement (Ross,

1977) et de distribution (Charest, 1978). **Les investissements dans des projets rentables constituent également un signal quant aux perspectives futures de l'entreprise qui impliqueraient une appréciation des cours boursier** (Leland et Pyle, 1977). A défaut de croissance rentable, les actionnaires préfèrent céder leurs titres, engranger de la liquidité et diversifier leur portefeuille de placement dans des projets plus créateurs de valeur.

Parmi les leviers stratégiques de la création de valeur, nous pouvons citer les stratégies de croissance (Hoareau et Teller, 2001). En ce qui concerne la croissance interne, de nombreux chercheurs ont démontré une relation positive entre la valeur boursière de l'entreprise et ses investissements en immobilisations (Mc Connel et Muscarella, 1985), en recherche et développement (Copeland et al., 1994 ; Chan et al., 1992) et de façon générale, tout type d'investissements ayant une portée stratégique à long terme (Woodbridge, 1988). Ceci étant dit, Pagano et al. (1998) montrent que **les entreprises candidates à la Bourse réalisent de lourds investissements et provoquent une forte croissance et des performances comptables élevées. Une fois l'introduction réussie, les auteurs constatent une baisse de performance et une réduction des investissements.** Cela va dans le sens de l'hypothèse de *timing* où le dirigeant introduit délibérément son entreprise en période de forte performance ou dans un contexte d'euphorie des marchés boursiers (Cai et Wai (1997) ; Pagano et al (1998) ; Coakley et al. (2004) ; Serve (2007)). Certains auteurs (Rangan (1998), Pastor-Llorca et Proveda-Fuentes (2006), Roosenboom et al. (2003)) parlent de gestion des résultats dans le sens de refléter des perspectives de croissance et une situation financière saine qui assureraient la réussite de l'introduction en Bourse. Par la suite, la croissance n'est pas forcément au rendez-vous. L'apport des stratégies de croissance externe sur la création de valeur actionnariale est mitigé. Ce type de stratégie serait potentiellement créateur de valeur s'il permet de contrôler et de renforcer le pouvoir de négociation vis-à-vis d'un partenaire (client, fournisseur, concurrent, ...), de conquérir de nouvelles parts de marché et de mobiliser les synergies et les économies d'échelle. Globalement, il ressort des études existantes que ce type de croissance, même s'il est favorisé par simple échange de titres en Bourse, n'est pas forcément créateurs de valeur pour les actionnaires de l'entreprise acquéreuse. Il permet surtout une appréciation des titres de la société cible (Couret et Hirigoyen, 1992 ; Caby, 1994) et un transfert de richesse à leur faveur, du fait des primes offertes (Roll, 1986 et Sudarsanam et al., 1993).

L'ensemble de ces théories témoigne bel et bien de l'impact de la cotation en Bourse sur les stratégies de croissance et sur le potentiel de création de valeur. En revanche, leur champ d'application (notamment la théorie de l'agence, du signal et de la valeur) concerne plutôt les grandes entreprises. **Qu'en est-il du cas particulier des PME**, caractérisées par une forte concentration du capital, un dirigeant propriétaire, une structure souvent familiale et un marché faiblement liquide ?

Van Loye (1991) souligne que la PME, dans sa trajectoire de croissance est appelée à s'ouvrir sur l'extérieur, à la recherche de ressources financières supplémentaires en adéquation avec sa rationalité. De nouveaux actionnaires et établissements financiers apparaîtront, favorisant ainsi les relations d'agence et les coûts y afférents. Dans le même ordre d'idées, Charreaux (1998) constate que **la PME n'est pas toujours épargnée des problèmes d'agence**. Pour certaines, les conflits sont réduits du fait de la confusion des fonctions propriété/ décision/ contrôle. Pour d'autres, notamment celles qui ont ouvert leur capital en Bourse, les relations traditionnelles se trouvent modifiées. Selon Denis (2004), la PME est confrontée aux mêmes problèmes organisationnels : les conflits d'agence et l'asymétrie d'informations. Ces problèmes sont même plus importants dans les PME et exigent, par conséquent, des mesures de sécurité contractuelles. Ceci étant dit, de nombreuses recherches continuent à considérer la PME, notamment familiale, comme celle qui génère les moindres coûts d'agence et les plus efficaces formes de gouvernance (Daily et Dolinger

(1992) et Kang (2000)). Jensen et Meckling (1976) vont plus loin en affirmant qu'il n'est pas nécessaire d'instaurer des mécanismes de gouvernance dans les firmes familiales. Les dépenses associées ne sont pas sans réduire leurs performances. Schulz et al. (2001) démontrent que le cumul des fonctions de propriété et de décision en général et la propriété familiale en particulier ne constituent pas le mode de gouvernance le plus efficace. Les problèmes d'agence peuvent bien exister, mais ils se présenteraient de manière différente. Ils sont principalement liés à l'inefficacité des marchés, l'autocontrôle, l'opportunisme du propriétaire (Perrow, 1986), l'existence de motivations non pécuniaires (Jensen, 1998), l'altruisme notamment avec les membres de la famille (Simon (1993) ; Eschel et al (1998)), etc. Ceci dit, les auteurs soutiennent l'hypothèse d'un impact positif de ce type de structure sur la performance si le système de gouvernement d'entreprise est efficace. Le marché financier en constitue une composante.

**La présence des PME sur le marché boursier est assez rare, pourtant elle génère une spirale de croissance** : sur 686 entreprises cotées sur les marchés Euronext (B & C) et Alternext, 127 sont des PME. Ces entreprises présentent un taux de croissance du chiffre d'affaires et du total bilan plus élevé que leurs homologues non cotées. Elles ont 50% plus de chance de monter dans la catégorie de taille supérieure. Les plus performantes d'entre elles surclassent les non cotées en termes de rentabilité et de taux de croissance interne... (Banque de France, 2010). Il en découle visiblement un intérêt certain pour les pouvoirs politiques. En termes de recherche, il existe peu de travaux en la matière, notamment sur le cas français. Saint Pierre et Mathieu (2003) constatent une méconnaissance des besoins de financement des PME, en fonction de leur stade de développement, du degré de risque, des perspectives d'évolution... La plupart des études se sont intéressées aux sources alternatives de financement type capital risque. D'autres s'intéressent au financement en amont de l'aventure entrepreneuriale. Il s'agit du capital amorçage où interviennent les incubateurs, les *business angels*, les apports familiaux, les aides de l'état... (Pare et al., 2009) Enfin, selon la théorie du *pecking order* ou le modèle de cycle de vie de l'entreprise, l'ouverture du capital en Bourse reste le dernier recours des PME, après l'autofinancement et l'endettement bancaire.

**Les motivations** qui poussent une PME à s'introduire en Bourse ont été étudiées par de nombreux chercheurs (Vaughan et al. 1977, Desroches et Jog, 1991, Belletante et Desroches, 1993, Belletante et al., 2001,...). Nous tenterons dans ce qui suit d'en exposer quelques facettes. Ces motivations sont essentiellement liées aux **possibilités de financement**. En effet, l'entreprise cotée peut faire appel au marché financier pour procéder à des augmentations de capital. Elle peut ainsi améliorer sa capacité d'investissement et son indépendance financière, tout en se réservant les avantages de l'effet de levier (Daigne et Joly, 1986 ; Pagano et al., 1998). Aussi, la Bourse permet – elle le financement de la croissance externe sans décaissement de trésorerie, mais par simple échange de titres (Levasseur et Quintart, 1998). L'introduction en Bourse contribue fortement à renforcer **la notoriété** de l'entreprise et son pouvoir de négociation vis-à-vis de ses partenaires : clients, salariés, fournisseurs, créanciers... Comme l'affirme Jean BREUIL, PDG de Smoby, « *le contact a changé avec les fournisseurs, les banquiers et les gens en général. Maintenant, tout le monde veut travailler avec nous. Nous avons des conditions d'assurance inespérées. Nous avons la considération des banquiers qui ne s'adressent plus à un chef d'entreprise cotée comme à un simple patron de PME* »<sup>1</sup>. Chemmanur et Yan (2004) parlent de marketing de l'introduction en Bourse. Le marché financier, comme nous l'avons souligné précédemment, est également un mécanisme de gouvernance et d'évaluation de la performance. Comme le souligne fort bien Van Loye (1998, p.70) : « *Les pressions qui s'exercent sur le marché des capitaux sont permanentes. Ceci a fait dire que, dans la lutte concurrentielle, le marché détermine les firmes [PME] « victorieuses »* ». **Ce mécanisme de gouvernance ne présente certes pas les mêmes**

---

<sup>1</sup> Cité par Daigne et Joly (1986).

**contraintes de contrôle que dans le cas des grandes entreprises, car l'actionnariat demeure fortement concentré dans les mains du dirigeant, de ses associés et/ou de sa famille et le marché reste très peu liquide, du fait de la faiblesse des transactions.** Il n'en reste pas moins vrai qu'il impose un minimum de règles de protection des actionnaires minoritaires et exige une forte transparence qui altérerait l'image de la PME, vis-à-vis de ses partenaires, en cas de mauvaise gestion. Enfin, la cotation assure **la liquidité des titres.** «*Les associés fondateurs peuvent se dégager et les nouveaux actionnaires s'intéresser à la société sans crainte d'être pris au piège*» (Saada, 1996). **Ceci est rarement le cas des dirigeants des PME dont le maintien du pouvoir est au cœur de leurs préoccupations** (Belletante et al., 2001). **De même, les compartiments réservés aux PME présentent très peu de transactions, ce qui réduit la portée de cet avantage.** Ceci dit, le nombre de PME françaises cotées est très réduit, malgré ces avantages. L'introduction en Bourse est effrénée par une culture hostile à la transparence et au partage de la propriété (Chertok et al., 2009). Belletante et al. (2001) soulignent des difficultés et des craintes liées à la conjoncture, la taille, l'obligation de résultat, les contraintes de maintien du cours boursier, le coût élevé, la perte d'autonomie, la transparence...

De ce survol théorique, nous pouvons supposer que la cotation en Bourse facilite l'accès aux ressources financières, accroît la notoriété des PME et impose une contrainte de transparence qui gouvernerait la conduite stratégique vers des choix de croissance porteurs de signaux positifs vis-à-vis des actionnaires (surtout les nouveaux, même si leur pouvoir est réduit) mais également des autres partenaires. Dans ce qui suit nous tenterons de vérifier ces présomptions.

## 2. Méthodologie

Afin d'apporter des éléments de réponse à nos interrogations, nous avons réalisé une étude longitudinale, sur une période de sept ans (trois ans avant la cotation, l'année de la cotation, et trois ans après) entre 1991 et 2001. L'étude a porté sur un échantillon de 65 PME, cotées sur le marché français, dont le chiffre d'affaires associé est inférieur à 50 millions d'euros<sup>2</sup> à la date d'introduction en Bourse. Tel critère laisse à désirer au vu des variétés des secteurs d'activité auxquels appartiennent les entreprises. Une attention minutieuse a été portée à chaque société, compte tenu de son chiffre d'affaires, son effectif et son secteur d'activité (cf. annexe1). Les informations collectées ont été recueillies de la base de données Dianne, CD-pro, DafsaLiens et complétées par les rapports annuels disponibles au centre de documentation de l'AMF. L'étude s'est déroulée en deux étapes correspondant aux deux procédures proposées par Alexandre et Charreaux (2004).

La première étape a principalement permis de tester «l'évolution statique» des indicateurs de performance et de croissance retenus. Il s'agit de suivre l'évolution de ces indicateurs en moyenne, avant/après cotation (comparaison longitudinale) et PME cotées/PME non cotées (comparaison transversale). Des tests paramétriques de différence de moyenne ont permis de voir si la variation est statistiquement significative. Afin de mieux appréhender la dynamique temporelle, des tests complémentaires ont été effectués sur les valeurs des mêmes indicateurs en opposant successivement les années extrêmes -3 /+3, puis -3/0 (période de pré cotation) et, enfin, 0/+3 (période de post-cotation). Toujours est-il, l'effet dynamique de la cotation n'est perçu que très imparfaitement.

Pour pallier cette carence, à l'instar d'Alexandre et Charreaux (2004), il nous a paru indispensable de recourir à un modèle économétrique qui nous permet de prendre en compte la dynamique temporelle et de vérifier si la cotation est une variable significativement

---

<sup>2</sup> Nous nous sommes basés sur la définition de la Commission Européenne (Janvier 2005). Trois exceptions ont été tolérées à partir du moment où l'effectif était en dessous de 250 et/ou un total bilan en dessous de 43 M€.



explicative de la croissance et de la performance, *ceteris paribus*. Pour cela, les principaux indicateurs sont expliqués par ces trois variables : 1) le temps T (les valeurs de 1 à 7 désignant les sept années) ; 2) une variable muette C traduisant la cotation (égale 1 si l'entreprise est cotée, 0 sinon) ; et 3) une variable TC égale au produit de la variable « temps » et de la variable muette « cotation ». Enfin, pour améliorer la qualité du modèle, deux variables de contrôle ont été introduites : la taille et le cycle économique. La réalisation d'un panel permet de contrôler l'hétérogénéité qui est souvent source de biais statistiques et d'identifier les déterminants observables des différences de comportements. Compte tenu de la double dimension des données, la régression a porté sur 455 observations (65 firmes sur 7 ans). La méthode qui nous a paru la plus appropriée est celle des moindres carrés pondérés, appliquée sur le logiciel Eviews. Le premier modèle de régression se présente ainsi :

$$Cr_{it} = \alpha_i + \beta_{1i}T_{it} + \beta_{2i}C_{it} + \beta_{3i}TC_{it} + \beta_4taille_{it} + \beta_5 cycle_{it} + \varepsilon_{it}$$

$$PERF_{it} = \alpha_i + \beta_{1i}T_{it} + \beta_{2i}C_{it} + \beta_{3i}TC_{it} + \beta_4taille_{it} + \beta_5 cycle_{it} + \varepsilon_{it}$$

- Cr<sub>it</sub> : la croissance de la firme i à l'année t  
 PERF<sub>it</sub> : la performance de la firme i à l'année t  
 T<sub>it</sub> : le temps pour la firme i (valeur allant de 1 à 7)  
 C<sub>it</sub> : une variable muette de cotation prenant la valeur 1 pour l'année t de cotation de l'entreprise i, et 0 sinon  
 TC<sub>it</sub> : une variable exprimant l'interaction des deux variables précédentes  
 Taille<sub>it</sub> : le chiffre d'affaires, de l'entreprise i à l'année t  
 Cycle<sub>it</sub> : le taux de croissance du PIB, l'année t pour la firme i  
 ε<sub>it</sub> : le terme d'erreur

En ce qui concerne la **mesure de la performance**, nous avons retenu le taux de rentabilité économique (Résultat économique<sup>3</sup>/(capitaux propres+ dettes financières)), pour approximer la création de valeur au niveau global (Charreaux, 1997). Parallèlement, nous avons réalisé la même étude sur le taux de rentabilité financière, pour vérifier si la cotation en Bourse ne favorisait pas la création de valeur actionnariale. A titre indicatif, nous avons rajouté le ratio de profitabilité (Résultat net/chiffre d'affaires hors taxes). Ces indicateurs nous semblent appropriés aux cas des PME. En effet, il nous est très difficile d'évaluer le coût des fonds propres des PME, surtout non cotées. La mesure de la création de valeur par l'EVA, la MVA ou le profit économique est compromise à partir du moment où l'on ne peut pas déterminer le coût moyen pondéré du capital. Quant aux **indicateurs de la croissance**, nous avons retenu : la croissance interne et la croissance externe. La première correspond au modèle de l'entreprise-patrimoine au sens de De Montmorillon (1989) : l'entreprise grandit par acquisition de nouveaux actifs productifs, approximée par le ratio (Immobilisations corporelles/total immobilisations). La seconde correspond aux prises de participation totale ou partielle dans le capital d'autres firmes, disposant de facteurs de productions déjà combinés, pour des fins de contrôle (Paturel, 1992). Nous approximations ce mode de croissance, à l'instar

<sup>3</sup> Le résultat économique correspond approximativement au résultat d'exploitation net d'impôt ou ce qu'on appelle l'EBIT (*Earning Before Interest and Taxes*)

d'Alexandre et Charreaux (2004), par le ratio (Immobilisations financières/total immobilisations). A ces deux modèles de développement, nous avons ajouté, à titre complémentaire, d'autres indicateurs de croissance : le taux d'investissement global (actif immobilisé net/ Total bilan net) ; la croissance du chiffre d'affaires<sup>4</sup> (CA<sub>t</sub>-CA<sub>t-1</sub>/CA<sub>t-1</sub>) en France et à l'étranger (taux du CA à l'étranger) et le taux d'investissement en R&D (R&D/total immobilisations).

### 3. Evolutions statiques des indicateurs de performance et de croissance

Le tableau 1 présente les résultats des tests de la première procédure concernant les PME cotées (respectivement non cotées). Pour chaque indicateur, sont mentionnés les moyennes calculées sur les 65 sociétés étudiées à l'année -3 (c'est-à-dire la troisième année avant introduction) ; 0 (l'année de l'introduction); +3 (troisième année après introduction) ainsi que la moyenne des trois années avant et après cotation. Les colonnes suivantes indiquent les tests de différence de moyenne. Ces tests vérifient si la différence est significative ou pas.

**Tableau 1: Test de l'effet de la cotation sur les indicateurs de croissance et de performance pour les PME cotées et non cotées (comparaisons longitudinale et transversale)**

| Indicateurs des PME cotées                        | moyenne à -3        | moyenne avant           | moyenne à 0         | moyenne après           | Moyenne à +3        | test avant/après        | test -3/+3        | test-3/0          | test 0/+3         |
|---------------------------------------------------|---------------------|-------------------------|---------------------|-------------------------|---------------------|-------------------------|-------------------|-------------------|-------------------|
| <b>Ratios de performance (en %)</b>               |                     |                         |                     |                         |                     |                         |                   |                   |                   |
| Résultat net / Capitaux propres                   | 18.31               | 23.53                   | 16.97               | 5.32                    | - 2.2               | <b>-3.10***</b>         | <b>-2.56*</b>     | -0.34             | <b>-2.96***</b>   |
| Renta. éco = Résultat d'exploitation/ CI t-1      | 15.28               | 29.81                   | 31.76               | 15.25                   | 16.58               | <b>-2.56***</b>         | 0.17              | <b>1.76*</b>      | <b>-1.92**</b>    |
| Résultat net/ CAHT                                | 5.48                | 6.24                    | 7.4                 | 0.59                    | -5                  | <b>-2.47***</b>         | <b>-2.49***</b>   | 1.51              | <b>-2.93***</b>   |
| <b>Ratios de croissance d'activité</b>            |                     |                         |                     |                         |                     |                         |                   |                   |                   |
| CA t - CA t-1 / CA t-1                            | 0.95                | 0.54                    | 0.19                | 0.15                    | 0.1                 | <b>-2.10**</b>          | -1.58             | -1.40             | <b>-2.85***</b>   |
| CA à l'étranger (en %)                            | 19.11               | 21.56                   | 22.25               | 23.54                   | 27.27               | 0.82                    | <b>2.72***</b>    | 1.36              | <b>2.58***</b>    |
| <b>Ratios d'investissement (en %)</b>             |                     |                         |                     |                         |                     |                         |                   |                   |                   |
| Taux d'investissement                             | 26.68               | 25.59                   | 25.25               | 31.91                   | 33.85               | <b>3.18***</b>          | <b>2.82***</b>    | -0.74             | <b>4.55***</b>    |
| Croissance externe                                | 28.06               | 28.11                   | 39.77               | 47.61                   | 50.96               | <b>5.61***</b>          | <b>5.92***</b>    | <b>3.66***</b>    | <b>3.64***</b>    |
| Croissance interne                                | 60.19               | 58.4                    | 47.18               | 38.21                   | 34.57               | <b>-6.73***</b>         | <b>-6.87***</b>   | <b>-3.72***</b>   | <b>-4.43***</b>   |
| Taux d'investissement en R&D                      | 3.34                | 3.15                    | 1.74                | 1.01                    | 0.98                | <b>-1.78*</b>           | -1.25             | -0.80             | -1.07             |
| <b>Indicateurs des PME non cotées<sup>5</sup></b> |                     |                         |                     |                         |                     |                         |                   |                   |                   |
|                                                   | <b>Moyenne 1995</b> | <b>moyenne 95/96/97</b> | <b>moyenne 1998</b> | <b>moyenne 99/00/01</b> | <b>Moyenne 2001</b> | <b>test avant/après</b> | <b>test 95/01</b> | <b>Test 95/98</b> | <b>test 98/01</b> |
| <b>Ratios de performance (en %)</b>               |                     |                         |                     |                         |                     |                         |                   |                   |                   |
| Résultat net / Capitaux propres                   | 4.48                | 14.07                   | 6.28                | 21.23                   | 30.75               | 0.97                    | <b>2.55***</b>    | 1.99              | <b>2.08**</b>     |
| Renta. éco = Résultat d'exploitation/ CI t-1      | 16.89               | 16.52                   | 18.09               | 16.83                   | 20.69               | 0.02                    | 0.66              | 0.66              | 0.98              |
| Résultat net/ CAHT                                | 0.47                | 2.37                    | 1.89                | 0.19                    | 2.80                | -0.78                   | 0.48              | 1.08              | 1.28              |
| <b>Ratios de croissance d'activité</b>            |                     |                         |                     |                         |                     |                         |                   |                   |                   |
| CA t - CA t-1 / CA t-1                            | 0.48                | 0.29                    | 1.86                | 0.12                    | 0.16                | -1.17                   | -0.92             | 0.80              | -1.00             |
| CA à l'étranger (en %)                            | 14.65               | 14.99                   | 17.53               | 18.54                   | 16.29               | 0.73                    | 0.49              | 1.47              | -0.45             |
| <b>Ratios d'investissement (en %)</b>             |                     |                         |                     |                         |                     |                         |                   |                   |                   |
| Taux d'investissement                             | 26.22               | 27.14                   | 23.00               | 23.58                   | 23.78               | <b>-0.03*</b>           | -0.93             | -1.14             | 0.44              |
| Croissance interne                                | 28.22               | 28.68                   | 27.11               | 26.21                   | 25.63               | -0.93                   | -0.88             | -0.23             | -0.46             |
| Croissance externe                                | 55.35               | 52.49                   | 49.29               | 50.91                   | 49.64               | -0.60                   | -1.31             | -1.63             | 0.08              |
| Taux d'investissement en R&D                      | 0.30                | 0.75                    | 0.62                | 0.25                    | 0.55                | <b>-0.70*</b>           | <b>0.40*</b>      | <b>0.66*</b>      | <b>-0.08*</b>     |

<sup>4</sup> Cette forme de croissance organique a été retenue par Julien et al. (2006)

<sup>5</sup> Pour les PME non cotées, nous avons retenu l'horizon (1995-2001) car 60% des PME de notre échantillon ont été introduites en 1998. Elles sont donc analysées sur le même horizon temporel.

\* Test rejetant l'hypothèse nulle d'absence de différence des moyennes à 10% ; (\*\* à 5%) ; (\*\*\*) à 1%)

Au vu des ratios de rentabilité, la cotation semble avoir un effet négatif sur la performance. En effet, les différents indicateurs présentent une baisse significative de l'année (-3) à l'année (+3) ; de la moyenne avant cotation à la moyenne après cotation et surtout de l'année 0 à l'année (+3). Ceci s'explique par une diminution significative des résultats, confirmée par la baisse du taux de marge bénéficiaire. Ce dernier a chuté significativement de l'année (-3) à (+3) ; -3/0 et 0/+3. Cette baisse signifie une diminution plus proportionnelle du résultat net par rapport au chiffre d'affaires. Cette tendance est tout au mieux non significative sinon contraire pour l'échantillon « témoin » des PME non cotées. Peut être, pourrions-nous conclure que **la cotation a eu un effet négatif sur les indicateurs de performance**. Ces résultats confirment ceux des études réalisées sur le marché américain (Jain et Kini (1994) ; Mikkelson et al. (1997), sur le marché asiatique (Cai et Wei (1997), Kim et al. (2002)) et sur le marché français (Sentis (2001), Serve (2007)).

En ce qui concerne les ratios de croissance, la variation du chiffre d'affaires est positive, ce qui signifie un accroissement du chiffre d'affaires d'une année à une autre. Il n'en reste pas moins vrai qu'il se fait à un taux décroissant, c'est pourquoi la variation du chiffre d'affaires a diminué par rapport à la situation d'avant cotation. Cette baisse est significative en moyenne avant/après cotation et à la troisième année après cotation. Le niveau d'activité de l'entreprise semble croître avec un taux décroissant après son introduction en Bourse. La tendance n'est pas significative dans le cas de l'échantillon non coté. Ceci étant, le chiffre d'affaires à l'étranger s'est accru significativement après cotation. Cette évolution est loin d'être confirmée dans l'échantillon témoin. Probablement parce que l'entreprise cotée dispose de plus de moyens financiers lui permettant d'accroître sa part de marché à l'étranger ou dans un souci d'améliorer son image vis à vis des investisseurs et des autres partenaires (salariés, créanciers, clients, fournisseurs...) et de refléter des perspectives d'avenir florissantes. L'introduction en Bourse offre aussi une notoriété et une garantie supplémentaire pour les clients à l'étranger. Alain Manoukian a justifié ainsi l'introduction de son entreprise en Bourse : « *Nous avons décidé d'entrer au Second Marché de la Bourse de Lyon parce que nous avons besoin d'une notoriété internationale, notamment aux Etats-Unis. Depuis, nous sommes plus que satisfaits des retombés. Non seulement le titre grimpe, mais de nombreuses personnes nous contactent pour des contrats de licence... Cette introduction nous aura fait gagner des années d'expansion.* »<sup>6</sup>

En ce qui concerne les ratios de croissance *stricto sensu*, la cotation semble avoir un effet significatif sur la politique d'investissement de l'entreprise. En effet, son ratio immobilisations /total bilan s'est accru de -3 à +3 ; de 0 à +3 et de moyenne avant et après cotation. Cette tendance est tout à fait contraire chez les PME non cotées. L'essentiel des investissements concerne la croissance externe. Le ratio immobilisations financières / total immobilisations n'a pas cessé de croître. Toutefois, les investissements en immobilisations corporelles et en recherche et développement ont diminué de façon significative. Les dirigeants, semble-t-il, favorisent, après leur introduction en Bourse, les stratégies de croissance externe au détriment de la croissance interne.

Cette étape a permis principalement de suivre l'évolution des indicateurs de croissance et de performance en moyenne, de manière statique, sans pouvoir appliquer la règle du « toutes choses égales par ailleurs ». En effet, les différences, même significatives, ne peuvent pas être systématiquement attribuées au phénomène de cotation. Pour cette raison, l'étude empirique a été prolongée par une analyse qui explicite l'impact de la cotation pour chaque entreprise tout en introduisant la variable « temps » dans une perspective plus dynamique.

---

<sup>6</sup> Cité par Daigne et Joly (1986).

#### 4. Evolution dynamique de la performance et de la croissance dans un contexte de cotation

Le tableau 2 présente un extrait des résultats obtenus pour la rentabilité économique<sup>7</sup>. Pour mieux comprendre son contenu, prenons l'exemple de la société N°17 (Icom Informatique<sup>8</sup>), entreprise pour laquelle tous les coefficients sont statistiquement différents de zéro. Le coefficient lié à la variable T est positif traduisant, en moyenne, une hausse de la rentabilité économique sur les sept années étudiées. Le coefficient de la variable C, également positif, représente une hausse de la rentabilité lors de la cotation. Enfin, le coefficient négatif de TC, signifie que la performance dynamique baisse. En d'autres termes, la rentabilité économique de cette société se détériore au fil des années après cotation.

**Tableau 1 : Extrait des résultats du test de l'effet dynamique de la cotation sur la rentabilité économique**

| C                   | 0.40          | 7.23***     | R2 ajusté     |             | 0.84           |             |
|---------------------|---------------|-------------|---------------|-------------|----------------|-------------|
| LTAILLE?            | -0.06         | (-7.63)***  |               |             |                |             |
| CYCLE?              | 1.63          | 2.98***     |               |             |                |             |
| Sociétés            | Coefficient T | t-Statistic | Coefficient C | t-Statistic | Coefficient TC | t-Statistic |
| 1_AIROX_97...       | 0.03          | 3.33***     | 0.02          | 0.47        | -0.03          | (-2.62)***  |
| 10_CYBERNETIX_97    | 0.03          | 1.19        | 0.39          | 1.65*       | -0.09          | (-1.97)**   |
| 11_DEBUSCHER_95     | -0.004        | -0.11       | 0.76          | 2.16**      | -0.16          | (-2.18)**   |
| 12_DIGIGRAME_97     | 0.20          | 6.07***     | 0.61          | 1.99**      | -0.29          | (-4.54)***  |
| 13_DURAN_97         | 0.02          | 1.33        | -0.01         | -0.07       | -0.11          | (-2.87)***  |
| 14_DYNAFOND_94      | 0.11          | 4.44***     | 0.29          | 1.22        | -0.12          | (-2.50)***  |
| 15_GLINDUSTRIE_97   | 0.10          | 1.99***     | 0.30          | 0.59        | -0.21          | (-2.03)**   |
| 16_GROUPFOOD_94     | 0.08          | 5.42***     | -0.21         | (-1.76)*    | -0.07          | (-2.78)***  |
| 17_ICOMINFO_96...   | 0.06          | 1.86***     | 1.26          | 4.26***     | -0.35          | (-5.65)***  |
| 63_TRANSGENE_98     | -0.10         | (-4.51)***  | -0.53         | -1.60       | 0.11           | 1.88**      |
| 64_VERNEY CARRON_98 | 0.15          | 3.62***     | 0.76          | 1.95**      | -0.26          | (-3.19)***  |

A l'instar d'Alexandre et Charreaux (2004), nous supposons que les deux variables de contrôle qui conditionneraient la performance et la croissance (la taille et le cycle économique) sont communes pour toutes les entreprises. Autrement dit, l'incidence de ces deux variables est identique pour toutes les entreprises. Ici en l'occurrence, l'effet de la taille

<sup>7</sup> Des résultats similaires, moins concluants en termes de significativité, ont été obtenus sur les indicateurs de création de valeur actionnariale (ROE).

<sup>8</sup> Icom Informatique est une entreprise qui opère dans le secteur de l'informatique (réalisation de logiciels). Elle s'est introduite au Second Marché en 1996 avec un effectif de 46 employés et un chiffre d'affaires de 10952 K€. Sa structure de propriété est de type familial.

est négatif et significatif : plus l'entreprise est de grande taille plus difficile serait l'amélioration des performances financières. En ce qui concerne le cycle économique, plus le taux de croissance du PIB est favorable, plus les entreprises parviennent à créer de la valeur. Enfin, pour chaque entreprise nous avons les estimations des variables temps et cotation. L'effet de la cotation est positif pour 44 entreprises sur les 65 de l'échantillon. Mais il n'est positif et significatif que pour 15 entreprises seulement (contre 6 coefficients négatifs significatifs). Ceci étant, l'interprétation de C ne permet que de cerner les effets de seuil statiques assez proche des résultats des tests statistiques. Pour analyser la performance dynamique, il faut considérer les coefficients de la variable TC. Ils sont positifs pour 20 entreprises sur 65, mais ne sont positifs et significatifs que pour deux entreprises seulement. Les coefficients négatifs sont en revanche, plus conséquents (45 coefficients négatifs dont 26 significatifs). Ces résultats signifient que la cotation a eu un effet statique positif et significatif plus présent mais qui décline au fil des années. Sentis (2001), en utilisant une méthodologie différente, aboutit à des conclusions opposés. Nos résultats se rapprochent néanmoins de l'étude de Serve (2007) sur le Nouveau Marché français, des études réalisées sur le marché américain (Mikkelson et al. (1997) et sur le marché asiatique (Cai et Wei (1997)).

Le même modèle a été appliqué aux indicateurs de croissance. Il en ressort que la cotation a eu un effet positif sur la stratégie de croissance externe dans 40 cas. Cet effet n'est positif et significatif que dans 16 cas. Cependant, les coefficients négatifs sont présents à raison de 13 cas non significatifs et 12 cas significatifs. Ceci confirme les résultats de l'étude statistique : la cotation a eu un effet positif sur la stratégie de croissance externe si on compare de manière statique l'évolution de ce ratio par rapport à la situation d'avant-cotation (risque d'erreur 1%) et par rapport aux PME non cotées. En revanche, le coefficient le plus intéressant est celui qui reflète l'évolution de la stratégie dans le temps après cotation, dans une perspective plus dynamique. Il s'agit du coefficient TC. Il est positif dans 28 PME et significatif dans 12 cas contre 24 coefficients négatifs et significatifs et 13 non significatifs. Apparemment, **la plupart des PME de notre échantillon, attirée par les possibilités d'acquisition de titres par simple échange, recourt à la croissance externe dès leur introduction en Bourse. Par la suite, cette stratégie décline au fil du temps.** Rappelons que ce type de stratégie de croissance n'est pas forcément porteur de signaux positifs. De nombreux auteurs ont démontré ses effets destructeurs de valeur (Roll, 1986 ; Couret et Hirigoyen, 1992 ; Sudarsanam et al., 1993 ; Caby, 1994). Ceci est d'autant plus vrai que les actionnaires, ayant la possibilité de diversifier leur portefeuille de titres, privilégient de loin la rentabilité à la croissance.

Quant à la stratégie de la croissance interne, l'effet de la cotation est positif pour 28 PME sur 65, mais il n'est positif et significatif que pour 8 PME seulement. L'effet négatif est plus présent dans 13 cas significatifs et 37 non significatifs. Les coefficients de la variable TC donnent une information de nature dynamique. Ils sont positifs dans 31 PME mais ne sont positifs et significatifs que dans 18 cas. En revanche, ils sont négatifs pour les 34 PME restantes et négatifs et significatifs pour 27 PME. **La croissance interne ne semble pas être privilégiée dans un contexte de cotation** (aussi bien dans une optique statique que dynamique). Cela irait dans un sens probablement destructeur de valeur au vu des travaux de Mc Connel et Muscarella (1985).

En ce qui concerne les investissements en R&D, la cotation a eu un effet positif dans 13 cas sur 65. Cet effet positif n'est significatif que pour 3 cas seulement. Les effets négatifs sont plus prégnants dans 52 cas (sans être significatifs). En ce qui concerne les coefficients de TC, ils sont positifs pour 48 PME dont 2 significatifs. Ils sont toutefois, négatifs et significatifs dans 6 cas. **La cotation semblerait avoir un effet négatif sur la croissance des investissements en R&D** ceci est confirmé dans nos résultats statistiques. Ceci dit, nous demeurons sceptique quant au rejet de cette hypothèse sur un horizon plus lointain, car nous

passons de 13 coefficients positifs pour la variable C à 48 pour la variable TC, ce qui veut dire qu'il existerait probablement un changement de tendance. Dès son introduction, le dirigeant de la PME ne favorise pas la réalisation d'un tel investissement qui est coûteux et dont le délai de récupération est très long. Ceci se répercuterait négativement sur les résultats immédiats de l'entreprise et le cours de ses actions en Bourse. En revanche, au-delà de trois ans de cotation, la direction n'exclurait pas la réalisation d'un tel investissement souvent favorable à l'amélioration de la performance. Nos résultats et l'interprétation qui en découlent sont complètement opposés à ceux de Welbourne et al. (1998), cités précédemment.

Enfin, à propos du pourcentage du chiffre d'affaires à l'étranger, nous avons constaté un effet positif de la cotation dans 24 PME sur 65. Cet effet n'est significatif que dans 5 cas. Il est, cependant, négatif pour 43 PME dont 13 cas significatifs. L'effet statique de la cotation sur ce pourcentage paraît plutôt négatif. Ceci est en contradiction avec les résultats statistiques qui confirment une évolution positive de ce ratio en moyenne. Certainement parce que si l'on prend chaque entreprise au cas par cas, nous constatons plus d'effets négatifs de la cotation sur le pourcentage d'internationalisation. En revanche, ces effets négatifs ont eu un poids faible tel que le taux d'exportation en moyenne a augmenté significativement. Quant à l'effet dynamique de la cotation sur cette stratégie, il est positif dans 37 cas dont 23 significatifs et négatif dans 28 cas dont 13 significatifs. Ces résultats nous indiquent **un effet plutôt positif de la cotation sur la croissance du chiffre d'affaires à l'étranger, surtout dans une perspective dynamique.**

Au final, il apparaît que les PME qui se sont introduites en Bourse dans notre échantillon ont renoncé au mode basique de la croissance organique pour faire davantage de croissance externe. Elles auraient tendance à investir à terme en R&D. Elles s'ouvrent de plus en plus sur les marchés internationaux... Hormis la croissance à l'international, ces modes de croissance ne sont pas forcément créateurs de valeur, au vu des travaux cités précédemment. Ceci nous apporte donc des éléments d'explication du déclin de performance constaté.

## **Conclusion**

Cette recherche a tenté de mobiliser plusieurs champs disciplinaires pour étudier l'impact de la cotation en Bourse sur les stratégies de croissance des PME et sur leur performance financière. Le recours à cette pluralité de discipline se justifie par la nature de la question de recherche. Il nous a permis de mieux creuser la problématique et d'apporter des éléments de réponse plus ou moins proches de la réalité.

Il ressort de cette étude un effet plutôt négatif de la cotation sur les indicateurs de performance retenus, surtout dans une perspective temporelle dynamique. En ce qui concerne la croissance, le marché financier semble orienter les PME vers des stratégies apparemment destructrices de valeur. La présence en Bourse n'implique pas systématiquement la croissance pour tous les indicateurs retenus et pour l'ensemble des PME de notre échantillon. La tendance générale qui se dessine est un accroissement des investissements dont l'essentiel concerne la croissance externe au détriment de la croissance interne et de l'investissement en R&D. La croissance du chiffre d'affaires est positive mais elle présente un taux décroissant. Son pourcentage à l'étranger augmente significativement.

Ces résultats, plus ou moins affirmés, conduisent à remettre en cause la pertinence de la décision d'introduction en Bourse pour les PME de notre échantillon. En revanche, nous convenons parfaitement que l'horizon retenu est très court pour mieux voir les incidences stratégiques. La croissance, l'innovation et l'internationalisation ont été mises en évidence, certes. Mais leurs conséquences ne se verront qu'à un horizon plus lointain. De plus, les mesures de performance retenues et les outils d'analyse ne sont pas épargnés des critiques.

Il semble, ainsi, que pour mieux comprendre les effets de la cotation sur la croissance et la performance des PME, il faille, dans le cadre de l'extension de cette recherche, recourir à

des études qualitatives. De telles études permettent de mieux se rapprocher de la réalité des PME et de comprendre leur fonctionnement dans ce nouvel environnement.

### **Bibliographie**

- Alexandre, H. et G. Charreaux, « L'efficacité des privatisations françaises : une vision dynamique à travers la théorie de gouvernance », *Revue économique*, vol.55, n°4, 2004.
- Banque de France, « Entreprises cotées sur les marchés à faible capitalisation créés en 2005-2008 », Observatoire des entreprises\_PME cotées.doc, p.1-10, 2010.
- Barney, J. B. (1991), "Firm resources and sustained competitive advantage", *Journal of Management*, vol. 17, p. 99-120.
- Blowers, S. C., G. K. Ericksen, , & T. L. Milan (1995), *The Ernst & Young guide to taking your company public*, New York: John Wiley & Sons.
- Belletante, B., et J., Desroches (1993), "The Positive Impact of Going Public on Entrepreneurs and their Firms : Evidence from Listing on the "Second Marché" in France", *Frontiers of Entrepreneurship Research*, University of Houston, Babson College, p. 466 – 481.
- Belletante, B., N. Levratto, B. Paraque (2001), *Diversité économique et mode de financement des PME*, L'Harmattan.
- Bowers, S. C., G. K. Ericksen, , & T. L. Milan (1995), *The Ernst & Young guide to taking your company public*, New York: John Wiley & Sons.
- Bruton, G. D., & D. Prasad (1997), "Strategy and IPO market selection: Implications for the entrepreneurial firm", *Journal of Small Business Management*, vol.1, n°10.
- Caby J. (1994), *Motivations et efficacités des offres publiques d'achat et d'échange en France de 1970 à 1990*, Thèse de Doctorat de Sciences de Gestion, IAE de Nancy.
- Cai, J., J.Wei, "The Investment and Operating Performance of Japanese Initial Offerings", *Pacific-Basin Finance Journal*, vol.5, pp 389-417, 1997.
- Castrogiovanni, G. (1991), "Environmental Munificence: A Theoretical Assessment", *Academy of Management Review*, vol. 16, n°3, p.542-565.
- Charest, G., «Dividend Information, Stock Returns and Market Efficiency», *Journal of Financial Economics*, pp. 297-330, Juin-Septembre 1978.
- Chan S., J. Kensiguer, J. Martin (1992), "The Market Rewards Promising R and D and punishes the rest", *Journal of Applied Corporate Finance*, Summer.
- Charreaux, G., *Le gouvernement des entreprises : Théories et faits*, Paris, Economica, 540 p. 1997.
- Charreaux, G., « Gouvernance des PME-PMI », in *PME-PMI : le métier de dirigeant et son rôle d'agent de changement*, Paris, Economica, p. 109-116, 1998.
- Chemmanur T., A. Yan (2004), "Product Market Advertising and Initial Public Offerings : Theory and Empirical Evidence", *Working paper*, Boston College.
- Chertok, G., P.A. De Malleray, P. Pouletty, *Le financement des PME*, La documentation Française, Paris, 2009.
- Couret, A., G. Hirigoyen et J. Caby (1992), *Les OPA*, Que sais-je? PUF, Paris.
- Coakley, J., L. Hadass, A. Wood, "Post-IPO operating Performance, Venture Capitalists and Market Timing", Working Paper, University of Essex, Department of Accounting, Finance and Management, November 2004.
- Copeland T, T. Koller J. Murrin (1994), *Valuation: Measuring and Mmanaging the Value of Companies*, 2<sup>e</sup> édition, Mc Kinsey and company, John Wiley and sons, New York.
- Couret, A., G. Hirigoyen et J. Caby, *Les OPA*, Que sais-je? PUF, Paris, 1992.
- Covin, J. et D. Slevin (1991), A conceptual Model of Entrepreneurship as Firm Behaviour, *Entrepreneurship Theory and Practice*, Fall, p.7-25.

Daigne, J-F. et X. Joly, *Le second marché : un atout pour l'entreprise*, Les éditions d'organisation, Paris, 1986.

Daily, C.M., M.J., Dolinger, « An empirical examination of ownership structure in family and professionally-managed firms », *Family Business Review*, vol. 5, n°2, p. 117-136, 1992.

De Montmorillon, B., « Croissance de l'entreprise », *Encyclopédie de gestion*, sous la direction de Joffre, P. et Y. Simon, Paris, Economica, tome1, p. 854, 1989.

Denis, D.J, "Entrepreneurial Finance : An Overview of the Issues and Evidence", *Journal of Corporate Finance*, 10 (2), pp. 301-326, 2004.

Desroches, J. et V. Jog, *La PME & le financement public*, Montréal, Institut de recherches politiques, 110 p,1991.

Eshel, I., L. Samuelson, A., Shaked, « Altruists, Egoists and holligans in a local interaction model », *American Economic Review*, vol.88, n°1, p.157-179, 1998.

Hambrick, D. C. & L. N. Crozier (1985), "Stumblers and stars in the management of rapid growth", *Journal of Business Venturing*, vol.1, n°1, p. 31-45.

Hoarau, C. et R. Teller, *Création de valeur et management de l'entreprise*, Vuibert, Paris, 2001.

Hofer, C. W., & D. Schendel, *Strategy formulation: Analytical concepts*, St. Paul, MN: West Publishing, 1978.

Jain, B.A., O. Kini, "The Post-issue Operating Performance of IPO Firms", *Journal of Finance*, vol.49, n°5, 1699-1726, 1994.

Jensen, M.C., "Corporate Control and the Politics of Finance", in E. Altman, éd. *Bankruptcy & Distressed Restructurings*, Stern, New York University Salomon Center, Irwin, 1993.

Jensen, M.C., *Self interest, altruism, incentives, and agency*, Foundations of Organizational Strategy, Cambridge, MA, Harvard University Press, 1998.

Jensen, M.C., W.H. Meckling, « Theory of the firm : managerial behavior, agency costs and owner structure », *Journal of Financial Economics*, vol. 3, p. 305 –360, 1976.

Julien, P.A., E. Saint Jean, J. Audet (2006), « les facteurs influençant la croissance des PME à forte croissance », 23<sup>ème</sup> colloque annuel du conseil canadien des PME et de l'entrepreneuriat, Trois-Rivières.

Kang, D., *The impact of family ownership on performance in public organisations : A study of the US fortune 500, 1982-1994*, Toronto, Academy of Management Meetings, 2000.

Kim, K., P. Kitsabunnarat, L.J. Nofsinge, "Ownership Control and Operating Performance in an Emerging Market: Evidence from Thai IPO Firms", *Journal of Corporate Finance*, vol.156, pp 1-27, 2002.

Kutsuna, K., H. Okamura, M. Cowling, "Owernership Structure pre and post-IPOs and the Operating Performance of JASDAQ Companies", *Pacific-Basin Finance Journal*, vol.10, pp 163-181, 2002.

Leland, H. et D. Pyle (1977), " Informational asymmetries, financial structure, and financial intermediation ", *Journal of Finance*, vol.32, n°2, p.371-387.

Levasseur, M. et A. Quintart, « L'entreprise et la Bourse », dans *Finance*, Economica, Paris, p.609-636, 1998.

Mc Connel, J. et C.J. Muscarella (1985), "Corporate Capital Expenditure Decisions and the Market Value of the Firm", *Journal of Financial Economics*, vol. 14.

Mikkelson, W.H., M.M. Partch, K. Shah, "Ownership and Operating Performance of Companies that Go Public", *Journal of Financial Economics*, vol. 44 , pp 281-307, 1997.

Pagano, M., F. Panetta, L. Zingales, "Why do Companies Go Public: an Empirical Analysis", *Journal of Finance*, vol.53, n°1, pp 27-64, 1998.

Pare, J.L., J. Redis, J.M. Sahut, "The Development of Entrepreneurial Finance Research", *International Journal of Business*, Sep. 22, 2009.



- Pastor-Llorca, M.J. and F., Poveda-Fuentes (2006), Earnings management and the long-run performance of Spanish initial public offering, in Greg, N., Gregoriou ed., *Initial Public Offerings: An International Perspective*, Elsevier Butterworth-Heinemann, chapter 7, p. 81-112.
- Paturel, R., “Stratégie de croissance externe », *Encyclopédie de management*, tome 2, 2<sup>ème</sup> édition, Paris, Vuibert, p.407-417, 1992.
- Perrow, C., *Complex Organisations*, New York, Random House, 1986.
- Rangan, S. (1998), “Earning Management and the Performance of Seasoned Equity Offerings”, *Journal of Accounting and Economics*, vol. 50, p. 101-122.
- Roll, R. (1986), “The Hubris Hypothesis of Corporate Takeovers”, *Journal of Business*, n°59, p. 197-216.
- Roosenboom P., T. Van Der Goot and G. Mertens (2003), “Earning Management and Initial Public Offering: Evidence from the Netherlands”, *International Journal of Accounting*, vol. 38, no. 3, p. 243-266.
- Ross, S., “The Determination of Financial Structure: The Incentive – Signalling Approach”, *Bell Journal of Economics* 8, pp 23-40, 1977.
- Saint Pierre, J., C. Mathieu, Le financement par capital risque : évolution des connaissances des dix dernières années et avenues de recherche, Rapport de recherche, Industrie Canada, 25 avril 2003.
- Schulz, W., M. Lubatkin et R. Dino, «Agency Relationships in Family Firms: Theory and Evidence», *Organisation Science*, vol. 12, n°2, pp 99-116, 2001.
- Sentis, P., « Performances opérationnelles et boursières des sociétés introduites en Bourse: le cas français 1991-1995 », *Finance*, vol.22, n°1, pp 87-118, 2001.
- Serve, S., « L’impact de l’admission à la cote sur les performances économiques des entreprises », *Finance*, vol.28, n°2, 2007.
- Simon, H.A., «Altruism and Economics, *American Economic Review*», n°83, pp156-161, 1993.
- Sudarsanam, S., P. Holl et A. Salami, “Shareholder Wealth Gains in Mergers: an Empirical Test of the Synergy and Agency Effects”, *Journée internationale de l’AFFI*, la Baule, 1993.
- Van Loye, G., *Finance et théorie des organisations*, Economica, Paris, 197 p, 1998.
- Van Loye, G., « Organisation du pouvoir et financement des PME », *Revue Direction et Gestion*, n° 132-133, pp 47-62, Décembre 1991.
- Vaughan, G.D., P.H., Grinyer et S.J., Birley; *From Private to Public*, Woodhead-Faulkner, Cambridge, 1977.
- Vernimmen, P. (2009), *Finance d'entreprise*, ed. Dalloz Gestion.
- Wang, C., “Ownership and Operating Performance of Chinese IPOs”, *Journal of Banking and Finance*, vol.29, 1835-1856, 2005.
- Welbourne, T., M. Heidi, M. Necky, G. Dale Meyerz (1998), “Getting Past the “Entrepreneurial Growth Ceiling”: A longitudinal Study of IPO Firm Growth Through solution Driven Strategies”, Center for Advanced Human Resource Studies, CAHRS Working Paper Series, Cornell University.
- Woodbridge, J.R. (1988), “Competitive Decline and Corporate Restructuring: Is a Myopic Stock Market to Blame?”, *Journal of Applied Corporate Finance*, vol.1,n°1.

## Annexe 1 : Extrait de la liste des PME cotées et de leurs principales caractéristiques

| PME                     | date d'introduction | Chiffre d'affaires à la date d'introduction (en K.E) | effectif à la date d'introduction | Activité                                                                | Marché de cotation  |
|-------------------------|---------------------|------------------------------------------------------|-----------------------------------|-------------------------------------------------------------------------|---------------------|
| 1. AIROX                | 1997                | 8481                                                 | 62                                | Fabrication de matériel médical                                         | Marché libre OTC    |
| 4. ASSYSTEME            | 1995                | 21847                                                | 6                                 | Administration d'entreprises                                            | Second marché       |
| 10. CYBERNETIX SA       | 1997                | 27858                                                | 177                               | Ingénierie système automatique & robotique, électronique, informatique. | Second marché       |
| 11. DEBUSCHERE SA       | 1995                | 27013                                                | 189                               | Travaux de finition                                                     | Marché libre OTC    |
| 12. DIGIGRAME           | 1997                | 9654                                                 | 39                                | Fabrication de cartes de compression du son.                            | Second marché       |
| 13. DURAN               | 1997                | 9853                                                 | 84                                | Prestations techniques pour le cinéma et la télévision                  | Nouveau Marché      |
| 14. DYNAFOND SA         | 1994                | 6575                                                 | 44                                | Fonderie de métaux légers                                               | Marché libre OTC    |
| 15. GENERAL INDUSTRIES  | 1997                | 8975                                                 | 10                                | Commerce de gros de produits chimiques                                  | Marché libre OTC    |
| 16. GROUP FOOD PARTNER  | 1994                | 19394                                                | 14                                | Commerce de gros de boissons                                            | Marché libre OTC    |
| 17. ICOM INFORMATIQUE   | 1996                | 10952                                                | 46                                | Etude et réalisation en télécommunication - logiciels informatiques     | Second marché       |
| ....                    |                     |                                                      |                                   |                                                                         |                     |
| 62. THARREAU INDUSTRIES | 1998                | 24396                                                | 105                               | Industries textiles nca                                                 | Euronext Paris      |
| 63. TRANSGENE           | 1998                | 1492                                                 | 212                               | Laboratoire de recherche en génie génétique expérimentations            | Euronext Paris      |
| 64. VERNEY-CARRON SA    | 1998                | 7678                                                 | 97                                | Conception, fabrication, commercialisation d'armes (fusils de chasse)   | Lyon Stock Exchange |
| 65. VRANKEN MONOPOLE    | 1998                | 73240                                                | 69                                | Administration d'entreprises                                            | Second marché       |