

# **La croissance externe dans les PME françaises :**

## **le rôle de la taille dans les décisions financières**

**Ludivine Chalençon**

Université Jean Moulin Lyon 3, iaelyon, UR Magellan, 1C, avenue des Frères Lumière - CS  
78242 - 69372 LYON CEDEX 08, France

[ludivine.chalencon@univ-lyon3.fr](mailto:ludivine.chalencon@univ-lyon3.fr)

**Alain Marion**

Université Jean Moulin Lyon 3, 1C, avenue des Frères Lumière - CS 78242 - 69372 LYON  
CEDEX 08, France

**Mots-clés :** croissance externe ; PME ; taille ; décisions financières.

**Résumé :** L'objectif de la recherche est d'analyser les effets de la taille (taille de l'acquéreur et taille de la croissance externe) sur les décisions financières prises par les PME réalisant de la croissance externe. La littérature existante se concentre très majoritairement sur les opérations réalisées par de grandes entreprises. Notre étude montre que les PME françaises non cotées ont également recours à ces stratégies afin d'atteindre rapidement une taille critique. Nous analysons l'influence de la taille sur le potentiel de croissance et les modes de financement par capitaux propres de l'opération. L'étude empirique porte sur 259 PME françaises ayant réalisé un investissement de croissance externe significatif entre 2011 et 2015. Nos résultats mettent en évidence que la croissance externe est un vecteur d'accélération de la croissance des PME et s'avère une stratégie d'autant plus pertinente que la PME est de petite taille et la cible acquise de grande taille. Nous montrons que l'intensité des levées de capitaux propres s'accroît avec l'élévation de la taille relative de la croissance externe, alors qu'elle diminue avec la hausse de la taille de l'acquéreur mettant ainsi en évidence le rôle de la taille dans les décisions financières. Enfin, il s'avère que, dans les secteurs en consolidation où l'atteinte rapide d'une taille critique est cruciale, le paiement par actions des actionnaires de la cible est une alternative aux levées de capitaux propres en permettant aux actionnaires de la cible d'être associés aux opportunités de croissance attendues de la consolidation.

## 1. Introduction

La littérature sur la croissance externe se focalise sur les opérations effectuées par de grands groupes cotés. Peu d'études s'intéressent aux PME non cotées optant pour ce type de stratégie de développement, alors que pourtant 30 % des fusions-acquisitions conduites en Europe de l'ouest sont réalisées par des PME (Graebner, 2009). Pour les PME, la croissance externe est un outil leur permettant de s'engager dans un processus de développement plus rapide (Arvanitis & Stucki, 2014) qui conduit les plus dynamiques d'entre elles au statut d'ETI. En effet, la taille des entreprises est mise en avant dans la littérature comme étant un important vecteur de création de valeur (Grullon, Larkin & Michaely, 2019).

La croissance externe fait partie des stratégies de croissance à la disposition des PME leur permettant d'emprunter un sentier de croissance rapide, croissance d'autant plus rapide que l'acquéreur est de petite taille et la cible de grande taille relativement à ce dernier. Or la croissance externe génère un besoin de ressources financières externes qui, à la différence de la croissance organique, est difficilement couvert par la dette en raison de la réticence des prêteurs. La littérature en entrepreneuriat souligne les divergences de ressources et compétences entre les PME et les grandes entreprises (Ragozzino & Reuer, 2010). La question du financement de la croissance externe est donc d'autant plus cruciale pour les PME. Sachant que ce besoin de financement est d'autant plus élevé que la taille de la cible est élevée et celle de l'acquéreur petite. D'où la nécessité de recourir aux capitaux propres sachant que dans une PME le financement par capitaux propres se heurte à la volonté des dirigeants-propriétaires de sauvegarder l'indépendance financière de leur entreprise. De ce fait, l'hyper-croissance engendrée par la croissance externe n'est pas sans conséquence financière pour les PME qui adoptent ce mode de croissance. Au demeurant cette tension est surmontée par la création de valeur générée par la croissance qui permet de satisfaire concomitamment les attentes des investisseurs et des dirigeants-propriétaires sachant que l'opération est de nature à se traduire par une amélioration de la valeur de leur investissement ou de leur patrimoine. L'objectif de notre recherche est ainsi d'analyser l'influence de la taille (taille de l'acquéreur et taille de la croissance externe) en apportant des éclairages inédits sur les décisions financières prises par les PME réalisant de la croissance externe.

Pour la réalisation de l'étude empirique, nous avons construit une base de données comptant 259 PME françaises en croissance ayant réalisé de la croissance externe entre 2011 et 2015. Nos résultats apportent des éclairages sur trois dimensions : (1) l'impact de la taille de la cible et de celle de l'acquéreur sur les bénéfices attendus de la croissance externe ; (2) l'influence de la taille de la croissance externe et de celle de l'acquéreur sur l'intensité des levées de capitaux propres en réponse aux risques financiers générés par la croissance externe ; (3) le recours à un paiement en actions lorsque les PME appartiennent à des secteurs en consolidation. Cette recherche répond au manque d'études empiriques sur la croissance externe dans les PME et contribue à améliorer la connaissance des spécificités de leurs décisions financières.

L'article commence par une revue de la littérature qui précise le rôle de la croissance externe dans la dynamique de croissance des PME, puis s'intéresse aux financements des besoins générés par la croissance externe et discute de l'arbitrage entre levées de capitaux propres et paiements par actions dans les secteurs en consolidation. La méthodologie de recherche est ensuite présentée. Le papier termine par la présentation des statistiques et la discussion des résultats obtenus.

## 2. Revue de la littérature

La compréhension du rôle de la taille sur le comportement financier des PME réalisant de la croissance externe suppose de traiter les points suivants : (1) réfléchir aux raisons qui conduisent une PME à réaliser de la croissance externe ; (2) analyser en quoi les levées de capitaux propres sont un mode de financement privilégié de la croissance externe ; (3) mettre en évidence l'intérêt des paiements par actions dans les secteurs en consolidation.

### *2.1. Contribution de la croissance externe à l'hyper-croissance des PME*

La croissance de l'activité constitue le principal fondement des raisons qui conduisent un dirigeant de PME à entreprendre une opération de croissance externe. Cette stratégie de développement s'avère déterminante pour permettre au plus dynamiques d'entre elles de devenir des ETI (Arvanitis & Stucki, 2014). Cette motivation ressort également de l'étude réalisée par Grazzini & Boissin (2013) auprès de 245 dirigeants, afin d'apprécier les modèles mentaux qu'ils développent lors d'acquisitions de PME. Il convient d'ailleurs de relever que le poids du rôle attribué à la croissance externe comme moteur de croissance distingue les PME des grandes entreprises qui, pour leur part, voient aussi dans la croissance externe un moyen de limiter la concurrence (Weitzel & Mc Carthy, 2011).

Pour les PME qui souhaitent croître rapidement, la croissance externe est une modalité qui suppose de disposer ou de réunir les ressources managériales nécessaires (Bierly et Daly, 2009). D'ailleurs, les premiers travaux du courant de la RBV (Penrose, 1959 ; Wernerfelt, 1984) ont souligné l'intérêt pour les PME en croissance de renforcer leur stock de ressources par acquisition de nouvelles ressources, sachant que les acquisitions d'entreprises permettent de disposer rapidement des ressources de l'entité acquise en état de fonctionnement.

Les travaux portant sur les entreprises en hyper-croissance montrent que, pour une PME, le choix de croître rapidement répond à une volonté de renforcer son avantage compétitif en s'appuyant sur les économies d'échelle, les économies de coût et le renforcement du pouvoir de marché que permet le rapprochement des deux entités (Ciazza et Volpe, 2015). Dans cette perspective, la croissance externe donne la possibilité d'atteindre la taille critique plus rapidement que ne permettrait la croissance organique (Johston, 2015).

Force est de relever que le nombre de travaux consacrés aux bénéfices de la croissance externe dans les PME est réduit, en raison des difficultés dans l'accès aux données. Au demeurant, un courant émergent conforte l'idée que les acquisitions réalisées entre PME sont de nature à avoir des effets positifs sur la croissance du chiffre d'affaires (Hussinger, 2010 ; Lockett et al., 2011 ; Arvanitis et Stucki, 2014).

Dans ses dernières études (2017 et 2018), Ernst and Young constate que la majorité de la valeur créée dans les PME et ETI s'explique par le développement de l'activité, la contribution de la croissance organique s'avérant certes prédominante, mais celle de la croissance externe étant cependant significative. Ce résultat est cohérent avec le rôle déterminant attribué désormais par la littérature aux synergies opérationnelles comme sources de gain attendues de la croissance externe (Devos, Kadapakkam & Krishnamurthy, 2009 ; Houston, James & Ryngaert, 2011).

Symétriquement, la théorie de l'agence (Jensen & Meckling, 1976) fournit un cadre explicatif théorique des sources de destruction de valeur attachées aux opérations d'acquisition d'entreprise. Dans les prolongements de la théorie de l'agence, Fuller et al. (2002) argumentent

que les dirigeants procèderaient à ce type de rapprochement dans le cadre de stratégies de construction d'empire ayant pour finalité d'accroître leur prestige et leur pouvoir. Dans cette lignée, Shleifer & Vishny (1989) développent la théorie de l'enracinement. Les dirigeants mettraient en œuvre des stratégies afin de contourner les mécanismes de contrôle et d'assurer leur position dans l'entreprise. Au demeurant, dans le contexte des PME, les explications rattachées aux problèmes d'agence nous paraissent devoir être écartées en raison de la confusion dirigeant-proprétaire (Weitzel & Mc Carthy, 2011). « *Contrairement aux grandes entreprises, dans lesquelles la gestion et la propriété sont séparées, de nombreuses PME appartiennent à des propriétaires exploitants uniques ou à des familles qui détiennent une participation majoritaire dans l'entreprise et qui peuvent l'avoir fondée ou en avoir hérité.* » (Favre-Bonté et Thévenard-Puthod, 2013, p. 118).

En synthèse, la croissance externe réalisée par une PME serait une source de création de valeur, les bénéfices économiques attendus (économies d'échelle, accroissement du pouvoir de marché) l'emportant sur les coûts d'agence (rationalité limitée, self-serving management) (Moeller et al., 2004).

Si l'on admet les effets bénéfiques de la croissance externe, il convient de s'interroger sur l'impact de la taille de la cible. La littérature consacrée aux fusions-acquisitions traitant du lien entre la taille et la performance montre que les deux variables sont généralement associées négativement dans le cas des sociétés cotées (Carline, Linn & Yadav, 2002 ; Moeller et al., 2004 et 2005). Au demeurant, dans les sociétés cotées de petite taille, il est au contraire constaté que la performance de leurs acquisitions seraient supérieures à la moyenne des sociétés cotées (Moeller et al., 2005).

En complément de la taille de la cible, celle de l'acquéreur doit aussi être étudiée. La taille de l'acquéreur est un déterminant majeur de la réalisation de croissance externe (Ragozzino & Reuer, 2010). Une taille importante de l'acquéreur facilite l'accès au financement et contribue à réduire le risque attaché à l'acquisition d'une entreprise. De ce fait, les entreprises de plus grande taille seraient plus à même d'entreprendre des investissements de croissance externe significatifs (Drogendijk & Slangen, 2006).

La taille relative de l'opération (montant de l'opération rapporté à un indicateur caractérisant la taille de l'acquéreur, comme le chiffre d'affaires ou le total de l'actif) fait partie des variables à prendre en compte dans l'explication de l'impact économique d'une opération de croissance externe. Les études portant sur les entreprises cotées identifient un effet positif sur la création de valeur d'une taille relative élevée (Billett & Quian, 2008 ; Meschi & Métais, 2006).

Ce résultat, qui laisse imaginer des gains supérieurs aux pertes, peut s'expliquer par le développement important de l'activité permis par l'acquisition d'une cible de taille relative élevée. Les marchés financiers seraient donc plus sensibles au potentiel de gains qu'au risque de pertes. Les réactions positives des marchés sanctionneraient les gains attendus d'une stratégie permettant l'atteinte d'une taille critique avec une « rapidité de mouvement impérative » (Ansoff, 1989, p. 174) (Slangen & Hennart, 2008). Dans cette logique, les PME de petite taille souhaitant rapidement compenser leur handicap entreprendraient des opérations de plus grande envergure. S'appuyant sur ces résultats, nous formulons l'hypothèse suivante :

***Hypothèse 1 : Dans les PME, la croissance externe est un accélérateur de croissance d'autant plus efficace (taux de croissance du chiffre d'affaires d'autant plus élevé) que la PME est de petite taille (Log chiffre d'affaires).***

## *2.2. Les levées de capitaux propres, mode de financement privilégié de la croissance externe*

La taille de l'opération de croissance externe et celle de l'acquéreur s'avèrent une caractéristique structurante des décisions financières des PME car d'elles dépendent le niveau du besoin de ressources financières externes. En étudiant le lien entre les introductions en bourse de PME et la croissance externe (Celikyurt, Sevilir et Shivdasani, 2010 ; Maksimovic et al., 2013 ; Schimdt, Dowling, Lechner, 2006), une littérature émergente met en évidence le rôle déterminant du financement en soulignant notamment le rôle d'accélérateur des introductions en bourse pour la réalisation d'opérations de croissance externe. Au demeurant la situation particulière des PME non cotées ne paraît avoir retenu l'attention des chercheurs en raison probablement des difficultés d'accès à l'information. La littérature consacrée au financement de la croissance externe dans les PME est pauvre, les travaux académiques traitant principalement du cas des PME ayant fait le choix de s'introduire en bourse afin de financer leur croissance externe. Au demeurant, un certain nombre de travaux apportent des éclairages ponctuels qui contribuent à la compréhension du financement de la croissance externe dans les PME.

Dans un premier temps, il convient de souligner les difficultés rencontrées par les entreprises familiales de petite taille pour accéder aux ressources permettant de financer les investissements de croissance externe (Hussinger et Issah, 2019). Sachant que les PME supportent un handicap dans l'accès aux financements externes, leurs dirigeants privilégient le recours au financement interne en raison de la flexibilité et de la liberté qu'il offre. Les études portant sur le financement des PME montrent que la théorie du financement hiérarchique (Myers, 1984 ; Myers & Majluf, 1984), s'applique aux choix des modes de financement de ces entreprises (Aktas, Belletre & Cousin, 2011 ; Chevallier & Miloudi, 2014 ; Lappalainen & Niskanen, 2013) les dirigeants s'efforçant de limiter l'asymétrie d'information et le risque de sélection adverse en privilégiant l'autofinancement.

Plus généralement, les PME limiteraient le recours à un financement par capitaux propres en raison des risques que fait peser une ouverture du capital sur le contrôle de l'entreprise (Berrada El Azizi, El Mabrouki & Habba, 2014 ; Ben-Hafaïedh & Hamelin, 2015 ; Stulz, 1998 ; Harris & Raviv, 1988). Pour une PME indépendante, se tourner vers les capitaux propres pourrait nuire au désir d'indépendance financière, ainsi qu'au contrôle des dirigeants propriétaires sur la destinée de l'entreprise (Chalençon et Marion, 2021). S'agissant plus directement du financement de la croissance externe dans les entreprises familiales cotées, Bouzgarrou & Navatte (2014) observent que le recours préférentiel à la dette serait lié à l'importance du capital détenu par les actionnaires familiaux, soulignant ainsi le poids du risque de perte de contrôle dans les prises de décisions financières des entreprises familiales. A ce stade, il n'est pas inintéressant de rappeler que même dans les sociétés cotées le risque de dilution du capital, et donc le risque de perte de contrôle occupe une place significative parmi les raisons qui conduisent à privilégier la dette au détriment des capitaux propres dans le financement des opérations de croissance externe (Faccio & Masulis, 2005). Au demeurant, dans les PME, l'intensité des besoins engendrés par la croissance est une caractéristique favorable au partage

du contrôle de l'entreprise en incitant les dirigeants à être actifs dans la recherche de financement, dès lors que les fonds générés en interne deviennent insuffisants et constituent une contrainte restreignant les options stratégiques.

Les développements précédents justifient la préférence manifestée pour l'autofinancement et la dette au détriment des capitaux propres ; par contre, ils laissent de côté le rôle du risque attaché à la croissance externe et l'influence de la taille de l'acquéreur et de celle de la cible sur la génération de ce risque. S'agissant des PME en hyper-croissance développant une stratégie de croissance externe, la préférence manifestée pour l'autofinancement et la dette au détriment des capitaux propres est bousculée par l'intensité des besoins de ressources financières externes et le niveau élevé de risque que génère la croissance externe. A partir d'opérations de croissance externe réalisées par des entreprises européennes cotées, Martynova & Renneboog (2009) montrent que le recours aux capitaux propres est plus probable quand le poids relatif de l'opération de croissance externe est élevé. Dans ce cadre, le financement par capitaux propres paraît être le mode de financement adapté par comparaison à la dette génératrice d'un risque potentiel de déséquilibre financier. Basu, Dimitrova & Paeglis (2009) soulignent la prudence dont font preuve les entreprises familiales américaines cotées en matière de financement de croissance externe en optant pour un financement par capitaux propres lorsque le risque financier est élevé.

En complément des résultats précédents établis pour l'essentiel à partir de sociétés familiales cotées, il convient d'introduire l'éclairage du courant du cycle de vie financier (Berger et Urdell, 1988) qui propose un cadre conceptuel pour l'étude du comportement financier des PME largement utilisé en finance entrepreneuriale. Sans explicitement distinguer entre croissance organique et croissance externe, le cycle de vie financier présente un modèle de financement adapté aux étapes de croissance des PME, à leur âge et à leur taille. Le cycle de vie financier souligne notamment que la croissance permet d'accéder à des financements intermédiés en matière de capitaux propres, étape préalable à l'accès au marché financier via l'introduction en bourse. Soulignons que pour ses auteurs, le cycle de vie financier n'a pas la prétention de traduire le comportement financier de l'ensemble des PME en raison de la complexité des relations observées entre la taille, l'âge et la disponibilité de l'information.

L'importance du rôle des fonds d'investissement ressort du constat que les PME en forte croissance qui se caractérisent par l'importance de la composante immatérielle au sein de leur actif, recourent largement aux levées de capitaux propres souscrites par les fonds d'investissement (Berger et Urdell, 1988). L'existence d'une offre de capitaux propres disponibles émanant des fonds d'investissement constitue un élément déterminant pour la réussite d'une stratégie de croissance externe d'une PME engagée dans une course à la taille (Lefebvre, 2021). Pour satisfaire la demande de capitaux propres des PME en forte croissance, les fonds d'investissement consacrent les ressources nécessaires à l'étude des performances et du potentiel de ces entreprises afin de surmonter les risques de sélection adverse et l'asymétrie d'information caractéristiques de ces entreprises.

Au vu de l'importance du recours aux levées de capitaux propres pour financer le besoin de financement résiduel généré par la croissance externe dans les PME, nous suggérons un cadre explicatif s'appuyant sur les gains et les pertes attendus par les bailleurs de fonds qu'ils soient investisseurs ou prêteurs. Ce cadre explicatif repose sur l'aptitude respective des bailleurs de

fonds (fonds d'investissement versus banques) à gérer le haut degré d'asymétrie d'information attachée aux PME en hyper-croissance.

Le recours préférentiel aux levées de capitaux propres signifie que, pour une PME confrontée à la nécessité de recourir à des financements externes, le coût des capitaux propres est inférieur au coût de la dette. Cette situation résulte du fait qu'il est plus facile de convaincre un investisseur qui sera associé aux bénéfices de l'opération qu'une banque dont la rémunération contractuelle ne contrebalancera pas le risque de perte en capital si l'opération est un échec. Les réticences des prêteurs génèrent un coût d'opportunité (le risque d'abandon du projet) qui contribue à l'élévation du coût de la dette. La réalisation d'une levée de capitaux propres élimine ce risque d'abandon du projet. Par ailleurs, le bénéfice et le risque de perte en capital sont d'autant plus élevés que la croissance externe est élevée et la taille de l'entreprise petite, donc que la taille relative de la croissance externe est grande. En effet, si la croissance externe est un échec, les capitaux propres de la PME seront impactés à hauteur des sommes investies. Par contre, si la croissance externe est un succès, la création de valeur est d'autant plus forte que la croissance externe est, en valeur relative, élevée et la PME de petite taille. Martynova & Renneboog (2009) montrent, à partir d'opérations réalisées par des entreprises européennes cotées, que le recours aux capitaux propres est plus probable quand le poids relatif de l'opération est élevé. S'appuyant sur ces constats et résultats, nous formulons l'hypothèse suivante :

***Hypothèse 2a** : L'intensité des levées de capitaux propres (Levée/total du bilan) s'accroît avec l'élévation de la taille relative de la croissance externe exprimée par rapport aux capitaux propres (CE/CP).*

Avec l'élévation de la taille des PME, le coût de la dette est appelé à baisser en raison d'une baisse du risque perçu par les banques (Chevalier et Miloudi, 2014). En effet, l'élévation de la taille s'accompagne d'une augmentation du montant des capitaux propres et d'une diversification du portefeuille d'activités de l'entreprise. Pour un niveau donné de taille relative de la croissance externe, le coût de la dette diminue avec l'augmentation du montant des capitaux propres liée à l'élévation de la taille de la PME. La préférence donnée à la dette signifie que le coût de la dette est désormais inférieur au coût des capitaux propres car il paraît plus facile de convaincre une banque de financer le besoin généré par la croissance externe qu'un groupe d'actionnaires de l'acquéreur d'accepter une dilution en ouvrant le capital à des investisseurs. D'ailleurs, Bouzgarrou & Navatte (2014) observent que dans les entreprises familiales cotées la probabilité de recourir à la dette plutôt qu'aux capitaux propres augmente avec la taille de l'acquéreur. S'appuyant sur ces résultats, nous formulons l'hypothèse suivante :

***Hypothèse 2b** : L'intensité des levées de capitaux propres (Levée/total du bilan) diminue avec l'élévation de la taille de l'acquéreur (CA).*

### *2.3. Arbitrage entre levées de capitaux propres et paiements par actions dans les secteurs en consolidation*

La consolidation d'un secteur se traduit généralement par une amélioration de la performance des sociétés ayant un rôle actif dans le mouvement de consolidation. Grullon et al. (2019) observent que les entreprises américaines appartenant à des secteurs en consolidation enregistrent des marges bénéficiaires plus élevées, des rendements boursiers anormaux positifs et réalisent des opérations de croissance externe plus rentables.

Le choix du mode de financement de la croissance externe analysé dans le point précédent est aussi déterminé par l'avantage qu'est susceptible de générer pour l'acquéreur le mode de paiement retenu (paiement en numéraire *versus* paiement en actions). Le paiement par échange d'actions présente l'avantage d'éviter de procéder à une levée de capitaux propres. Il s'agit d'un mode de paiement que les PME cotées utilisent, notamment celles de petite taille, à la différence des entreprises cotées de grande taille (ETI et Grandes Entreprises) qui privilégient le paiement par cash (Weitzel & Mc Carthy, 2011). Alors que le lien entre les introductions en bourse de PME et l'intensité de leur politique de croissance externe est bien établi (Maksimovic et al., 2013 ; Schimdt, Dowling, Lechner, 2006 ; Celikyurt, Sevilir et Shivdasani, 2010), plusieurs travaux soulignent le rôle d'accélérateur attribué à l'introduction en bourse pour la réalisation des acquisitions d'entreprise (Lefebvre et Hamelin, 2021), la possibilité de payer en actions expliquant autant ce phénomène que les levées de capitaux réalisées lors de l'introduction (Hovakimian et Hutton, 2010).

Il est généralement observé une réaction négative des marchés à l'annonce d'une opération de croissance externe payée par actions (Moeller et al., 2004), cela en raison du signal de surévaluation des titres de l'acquéreur (La Bruslerie, 2013 ; Myers & Mayluf, 1984 ; Shleifer & Vishny, 2003). Au demeurant, les enseignements précédents méritent pour le moins d'être nuancés dans le cas des PME, en raison de l'implication dans la négociation des dirigeants/propriétaires de la cible et de l'acquéreur.

Dans la littérature, le paiement des actionnaires de la cible par remise d'actions de l'acquéreur créées pour l'occasion est généralement présenté comme la solution qui assure un partage du risque entre les actionnaires de l'acquéreur et ceux de la cible (Officer et al., 2009). Le paiement par actions de la croissance externe est présenté comme une réponse pertinente pour la gestion du risque attaché à l'incertitude pesant sur la valeur de la cible, incertitude d'autant plus élevée que le montant de l'opération et sa taille relative sont élevés (Hansen, 1987).

Le paiement par actions de la croissance externe a aussi pour conséquence d'associer les actionnaires de la cible au projet de réunion des unités économiques concernées par l'opération. Aussi, dans une opération impliquant des acteurs du même secteur, il est légitime d'escompter que les actionnaires de la cible souhaitent rester actionnaires si les anticipations sur les perspectives du secteur sont favorables (Faccio & Masulis, 2005). Cette situation a pour conséquence de réduire fortement l'asymétrie d'information entre les actionnaires de l'acquéreur et ceux de la cible. A l'instar de la littérature qui explique l'utilisation du paiement en actions consécutif à une introduction en bourse par la réduction de l'asymétrie d'information permise par l'existence d'un prix « objectif » fourni par le marché (Brau et al., 2003), il est possible d'affirmer que la consolidation d'un secteur joue un rôle du même ordre en contribuant à réduire l'asymétrie entre les actionnaires des sociétés concernées par l'opération de croissance externe.

De ce fait, dans un secteur en consolidation qui implique le regroupement d'acteurs appartenant au même secteur, ce mode de paiement permet de partager les opportunités de croissance entre les actionnaires des deux parties (Jung, Kim & Stulz, 1996 ; Martin, 1996). Là où la littérature pointe davantage un moyen de partager les risques liés à une opération de croissance externe (Officer et al., 2009). Le choix de ce mode de paiement peut alors s'avérer un facteur facilitant la réalisation de l'opération puisque les actionnaires des entreprises concernées ont la garantie de participer aux bénéfices attendus de la consolidation (synergie de coûts et de revenus ;



renforcement du pouvoir de marché). En émettant l'hypothèse d'une amélioration de la performance attendue de l'élargissement du nombre d'actionnaires impliqués dans la bonne marche de l'entreprise (partage et mise en commun des compétences et connaissances profitable au nouvel ensemble issu du rapprochement), Chang (1998) apporte un argument supplémentaire en faveur du paiement par actions.

S'appuyant sur ces résultats, nous formulons les hypothèses suivantes :

***Hypothèse 3a :*** *En raison des synergies attendues de la consolidation, le paiement par actions des actionnaires de la cible, qui permet à ces derniers de bénéficier des synergies, est une alternative privilégiée aux levées de capitaux propres.*

***Hypothèse 3b :*** *Dans un secteur en consolidation, le montant du paiement par actions des actionnaires de la cible est d'autant plus élevé que les perspectives de croissance (taux de croissance du chiffre d'affaires) sont importantes.*

### **3. Méthodologie**

Notre étude empirique porte sur les PME françaises en croissance et non cotées qui ont développé des stratégies de croissance externe. Nous présentons l'échantillon, puis l'étude empirique réalisée.

#### *3.1. Constitution de l'échantillon*

Afin de constituer notre base de données, nous avons dans un premier temps identifié les PME françaises en croissance. Pour ce faire, nous avons utilisé la base de données Diane (Bureau Van Dijk) qui fournit les informations financières et les liens capitalistiques entre les entreprises de l'ensemble des sociétés françaises ayant publié leurs comptes annuels. La commission européenne définit la PME comme étant une entreprise ayant moins de 250 personnes, un chiffre d'affaires annuel de moins de 50 millions d'euros, ou un total du bilan n'excédant pas 43 millions d'euros (recommandation de la Commission du 6 mai 2003). De plus, dans les PME, la taille ne saurait être dissociée de l'âge de l'entreprise. Une entreprise peut être qualifiée de PME en raison de son âge (l'entreprise est petite parce qu'elle est jeune) ou en raison de sa taille (exprimée à partir du chiffre d'affaires ou de l'effectif, l'entreprise est restée petite ou moyenne). Les deux situations recouvrent cependant des problématiques spécifiques. Aussi, afin de renforcer l'homogénéité de la population étudiée, nous avons fait le choix d'exclure les PME en démarrage. Seules les entreprises non cotées, créées avant 2006, ayant un total du bilan inférieur à 43 millions d'euros, un chiffre d'affaires compris entre 2 et 50 millions d'euros en 2011 ou 2015 et n'exerçant pas d'activités financières ou immobilières ont été retenues. Nous n'avons pas retenu le critère de l'effectif, cette information n'étant pas toujours renseignée dans Diane. Les filiales de groupe et les holdings ont été supprimées de notre échantillon. Nous avons également retenu un critère de taux de croissance du chiffre d'affaires. Claveau, Perez, Prim-Allaz & Teyssier (2013) mettent en évidence qu'une revue de la littérature sur les PME en forte croissance ne permet pas de dégager une définition unique du critère permettant de qualifier une hyper-croissance. A l'instar de Mustar (2002), les auteurs des études précédentes choisissent de retenir un taux de croissance annuel du chiffre d'affaires supérieur à 20 %. Nous avons fait le choix de retenir un taux de croissance du chiffre d'affaires d'au moins 46 % entre 2011 et 2015, correspondant à un taux de croissance réel de 10 % par an, soit la moitié du taux

de croissance généralement retenu pour identifier les entreprises en hyper-croissance (20 % par an). La base de données Diane a permis de sélectionner 9 057 PME répondant à ces critères.

Dans un second temps, nous avons sélectionné, parmi ces PME en croissance, celles qui avaient procédé à des opérations de croissance externe entre 2011 et 2015. Pour ce faire, nous avons retenu celles dont la variation des rubriques « participations » et « autres participations » ou « fonds commercial » est supérieure à 1 M€, soit le seuil habituellement retenu dans les recherches portant sur les fusions-acquisitions réalisées par des entreprises cotées (par exemple, Aktas, Centineo & Croci, 2016). A contrario, des études portant sur la croissance externe dans les groupes cotés, aucune base de données préexistante ne répertorie, à notre connaissance, les opérations réalisées par des PME non cotées. C'est pourquoi nous avons eu recours à cette collecte en deux temps et via l'information comptable. Aussi, nous avons dû construire nos propres indicateurs – en nous inspirant des pratiques en diagnostic financier et des études sur les PME – pour approcher les dimensions relatives à nos trois hypothèses.

Notre étude empirique s'appuie sur une population de 259 PME françaises de croissance ayant réalisé de la croissance externe entre 2011 et 2015. Notre base de données regroupe environ 3 000 observations.

### *3.2. Etude empirique*

L'objectif de cette recherche est d'analyser le rôle de la taille dans les décisions financières. Quatre variables indépendantes sont analysées : (1) le taux de croissance du chiffre d'affaires ; (2) l'intensité des levées de capitaux propres ; (3) le recours à un paiement en actions ; et (4) le montant du paiement en actions.

Nous précisons que le taux de croissance moyen du chiffre d'affaires a dû être estimé pour une partie des entreprises. Les données comptables collectées à partir de la base de données Diane n'étant pas consolidées, le chiffre d'affaires de 2015 n'intègre que le chiffre d'affaires des opérations de croissance externe réalisées par rachat de fonds de commerce. Afin de prendre en compte le chiffre d'affaires attaché aux opérations réalisées par acquisition de titres de participations, nous avons procédé par estimation en nous appuyant sur les multiples de valorisation des PME de l'étude 2015 réalisée par le réseau d'experts comptables Absoluce. Le chiffre d'affaires de 2015 a été réintégré en multipliant par 2 le montant de l'investissement de croissance externe.

La valeur du multiple  $c$  exprimant le chiffre d'affaires par rapport à la croissance externe est donnée par la formule :  $c = \left(1 + \frac{b}{PBR}\right) \left(\frac{1}{a}\right)$  avec PBR (Price Book Ratio) = MPV / EV ;  $a$  = valeur d'entreprise / chiffre d'affaires ;  $b$  = gearing = (Dette financière - Cash-flow actif) / Fonds propres.

Les valeurs retenues pour le PBR (2),  $a$  (0,5) et  $b$  (0,11) correspondent aux multiples médians des transactions de PME en France et au taux d'endettement médian de notre échantillon (Absoluce, 2015 ; AltaValue, 2016), censé être identique à celui des sociétés acquises. Nous avons donc obtenu un multiple  $c$  de 2. Pour vérifier la robustesse de nos résultats, nous testons également nos résultats avec le RAP (2,5),  $a$  (0,7) et  $b$  (0,11), soit un multiple  $c$  de 1,5.

Les levées de capitaux propres ont été calculées en cumulant les variations du capital social, des primes d'émission et des obligations convertibles. Elles ont été ensuite rapportées au chiffre d'affaires de début de période. Ont été déduits les paiements en actions. En effet, lorsque les

variations du capital social et des primes d'émissions étaient comprises dans une fourchette de plus ou moins 10 % du montant de la croissance externe, elles ont été considérées comme indicatives d'un paiement en actions.

La croissance externe est un investissement qui génère un besoin conséquent obligeant généralement les PME à recourir à des ressources financières externes. Le besoin de financement externe généré par une opération de croissance externe peut être mesuré en calculant la capacité d'autofinancement disponible (CAFD). La capacité d'autofinancement (CAF) est utilisée en premier lieu pour couvrir les flux d'investissement et la variation du besoin en fonds de roulement (BFR), d'où  $CAFD = CAF - \text{Flux d'investissement} - \Delta BFR$  (Marion et Faverjon, 2016). Les PME réalisant de la croissance externe présentent dans la grande majorité des cas une CAFD négative exprimant un besoin de financements externes (dettes, capitaux propres). La CAFD met ainsi en évidence l'intensité du besoin de ressources financières externes directement liée à l'investissement en croissance externe (Croissance externe/Chiffre d'affaires).

D'autres indicateurs ont ensuite été intégrés afin d'appréhender les caractéristiques de la structure financière et de la performance de ces entreprises qui influent sur les conditions d'accès aux financements externes (Berger & Udell, 1998 ; Adair & Adaskou, 2011).

Ces indicateurs ont été calculés à partir des informations financières collectées via la base de données Diane. Le Tableau 1 synthétise les principales variables utilisées et leurs modes de calcul.

**Tableau 1 : Synthèse des variables**

Liste des variables	Mode de calcul
Croissance CA	$[(\text{Chiffre d'affaires 2015} + 2 * (\text{Variations des participations et autres participations})) / \text{Chiffre d'affaires 2011}]^{1/4} - 1$
Levée CP	Variations cumulées du capital social, des primes d'émission et des obligations convertibles - paiement en actions
Levée CP/Chiffre d'affaires	Levées de capitaux propres / Chiffre d'affaires 2011
Paiement par actions_binaire	Variations du capital social et des primes démissions comprises dans une fourchette de plus ou moins 10 % du montant de la croissance externe ; variable binaire renvoyant 1 en présence de paiement en actions et 0 sinon.
Paiement par actions	Variations du capital social et des primes démissions comprises dans une fourchette de plus ou moins 10 % du montant de la croissance externe.
Croissance externe	Variations des participations et autres participations et du fonds commercial
CE/Total bilan net	Croissance externe / Total du bilan net 2011
Log CA 2011	Logarithme (Chiffre d'affaires en 2011)
CE/CP	Croissance externe / Capitaux propres 2011
Secteur en consolidation	Variable binaire renvoyant 1 quand la PME appartient à un secteur en consolidation (laboratoires, pharmacies, experts comptables et information et communication). Ces secteurs ont été retenus car il s'agit de ceux où le ratio (PME de croissance ayant effectué de la croissance externe / PME de croissance) est le plus élevé (supérieur à 10 %).
CAFD/CA	Capacité d'autofinancement disponible divisé par le chiffre d'affaires de 2011, avec $CAFD = CAF - \text{Flux d'investissement} - \Delta BFR$
Gearing	Dettes financières nettes / Capitaux propres avec $\text{Dettes financières nettes} = \text{Dettes financières} - \text{Trésorerie Actif}$
RE 2011	Rentabilité économique = Résultat d'exploitation 2011 / Actif économique 2011
Age	Année 2015 - Année de création de l'entreprise

## 4. Présentation et discussion des résultats

Nous présentons l'échantillon de 259 PME ayant réalisé des opérations de croissance externe et synthétisons les statistiques descriptives. Puis, nous procédons à l'analyse et à la discussion des résultats.

### 4.1. Statistiques descriptives

Notre échantillon est constitué à hauteur de 24 % de laboratoires de biologie médicale. L'importance des laboratoires résulte du mouvement de consolidation à l'œuvre dans le secteur. Pour sa part, le commerce représente 21 %. Le secteur des activités spécialisées, scientifiques et techniques représente 16 % de notre échantillon. Nous retrouvons notamment dans cette catégorie les activités comptables et les pharmacies.

Le Tableau 2 présente les statistiques descriptives de notre population. Elles mettent en évidence la forte croissance enregistrée par les PME étudiées, puisqu'elles enregistrent un taux de croissance annuel du chiffre d'affaires de 24 % (médiane). La médiane de l'investissement en croissance externe est de 2,4 millions d'euros. La CAFD, dont la médiane s'établit à -1,5 million d'euros, est négative pour 73 % des PME étudiées, ce qui signifie qu'elles ont un besoin de financement qui provient notamment de l'effort d'investissement en croissance externe. Parmi les 259 PME, 103 ont procédé à des levées de capitaux propres et 39 ont effectué des paiements en actions.

**Tableau 2 : Statistiques descriptives**

	N	Q1	Médiane	Q3
<b><i>Population totale</i></b>				
CA 2011	259	1 771	4 473	9 419
CA 2015	259	5 693	12 098	22 369
Croissance CA	259	0,16	0,24	0,38
CP 2011	259	942	1 966	4 773
CE	259	1 486	2 394	4 609
CAFD	259	-3 888	-1 470	150
CAFD/CA	259	-1,12	-0,30	0,02
CE/CP	259	0,73	1,35	2,89
CE/Total bilan net 2011	259	0,29	0,61	1,10
Bilan net 2011	259	2 057	5 031	10 580
Gearing 2011	259	0,39	0,71	1,35
RE 2011	259	0,03	0,12	0,28
<b><i>PME ayant levé des capitaux propres</i></b>				
Levée CP	103	1 247	2 448	4 103
Levée/CA	103	0,23	0,58	1,19
Levée/CE	103	0,43	0,66	0,97
Levée/Total bilan	103	0,23	0,44	0,89
<b><i>PME ayant effectué des paiements en actions</i></b>				
Paiement en actions	39	1 274	2 578	4 521

Le Tableau 3 présente des statistiques descriptives par taille d'entreprises. Notre échantillon compte 79 TPE (très petites entreprises), 128 PE (petites entreprises) et 60 ME (moyenne entreprise). Les entreprises qui étaient des TPE en 2011 et qui sont devenues durant la période des PME représentent une part importante des PME ayant réalisé des opérations de croissance externe. Ce tableau permet de caractériser, l'intensité de l'effort d'investissement de croissance externe et la croissance de l'activité sur la période. Nous observons une forte diminution de l'intensité de la croissance externe avec l'élévation de la taille des PME qui s'accompagne parallèlement d'une baisse de la croissance exprimée.

Le Tableau 3 permet également de rapprocher par catégorie de taille, le montant moyen de la croissance externe réalisée sur la période et le chiffre d'affaires moyen des PME. Alors que les chiffres d'affaires sont dans un rapport de 1 à 10 entre les TPE et les ME, le montant de la croissance externe se situe dans un rapport resserré de 1 à 3. Ce constat conduit à formuler l'hypothèse de l'existence d'un montant critique du prix des entreprises présentes sur le marché de la cession des PME. L'existence d'une valeur minimale pour qu'une PME constitue une cible potentielle pour une autre PME, expliquerait l'intensité de la croissance externe supportée par les plus petites d'entre elles.

En rapprochant la CAFD rapporté au chiffre d'affaires par catégorie de taille, nous observons que le besoin en ressources externes est d'autant plus important que l'entreprise est de petite taille : le rapport est de -1,33 pour les TPE, alors qu'il est de 0,09 pour les ME.

La part de l'investissement de croissance externe est relativement stable quel que soit la catégorie de PME. En effet, les levées de capitaux propres couvrent entre 50 % et 76 % du montant de la croissance externe. Par contre, l'impact des levées de capitaux propres sur la perte de contrôle varie fortement selon la catégorie. Les levées de capitaux propres représentent 83 % du total du bilan pour les TPE, 51 % pour les PE et 19 % pour les ME.

**Tableau 3 : Statistiques descriptives par taille d'entreprises**

Médiane	71 TPE*	128 PE*	60 ME*
<i>Population totale</i>			
CA 2011	1 346	4 784	18 917
Croissance CA	0,43	0,23	0,16
Coefficient multiplicateur CA	5	3	2
CE	1 825	2 608	2 577
CE/CP	2,11	1,35	0,76
CE/Total bilan net 2011	1,02	0,63	0,24
CAFD/CA	-1,33	-0,29	-0,09
<i>PME ayant levé des capitaux propres</i>			
Nombre	29	49	25
Levée/CA	1,49	0,53	0,15
Levée/CE	0,63	0,76	0,50
Levée/Total bilan	0,83	0,51	0,19

\*TPE : chiffre d'affaires inférieur à 2 millions d'euros ; PE : chiffre d'affaires compris entre 2 et 10 millions d'euros ; ME : chiffre d'affaires compris supérieur à 20 millions d'euros

Le Tableau 4 présente la matrice des corrélations de l'ensemble des variables introduites dans les trois principaux modèles testés. Elle met en évidence des liens de corrélation forts. Toutefois, les variables fortement corrélées n'ont pas été introduites simultanément dans les mêmes modèles. Afin de s'assurer de l'absence de risque de multicolinéarité, nous avons également procédé aux calculs des facteurs d'inflation (VIF). Les facteurs d'inflation sont tous inférieurs à 2. Aucun problème majeur de multicolinéarité n'a donc été identifié.

**Tableau 4 : Matrice des corrélations**

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)	(9)	(10)	(11)	(12)	(13)
Croissance du CA (1)	1,00												
CE/Total bilan (2)	0,31 ***	1,00											
Log CA 2011 (3)	-0,51 ***	-0,32 ***	1,00										
Levée CP/CA (4)	0,59 ***	0,50 ***	-0,30 ***	1,00									
Paiemens en acion_binaire (5)	-0,10	0,04	0,00	-0,18 ***	1,00								
Paiemens en acion (6)	0,05	0,04	0,15 ***	-0,08	0,43 ***	1,00							
Secteur en consolidation (7)	-0,13 **	0,12 **	-0,17 ***	-0,06	0,29 ***	0,17 ***	1,00						
CAFD/CA (8)	-0,51 ***	-0,37 ***	0,30 ***	-0,57 ***	0,02	-0,06	0,12 **	1,00					
Gearing (9)	0,03	-0,07	-0,01	-0,04	-0,07	-0,02	0,10	-0,20 ***	1,00				
RE 2011 (10)	-0,07	0,11 *	-0,01	0,00	0,05	0,01	0,12 **	0,03	-0,05	1,00			
Age (11)	-0,01	-0,13 **	0,21 ***	-0,03	-0,02	0,00	-0,17 ***	-0,01	-0,04	-0,02	1,00		
Levée CP (12)	0,20 ***	0,21 ***	0,15 ***	0,53 ***	-0,19 ***	-0,08	0,01	-0,23 ***	-0,05	0,03	0,07	1,00	
CE/CP (13)	0,27 ***	0,67 ***	-0,19 ***	0,43 ***	0,01	-0,02	0,00	-0,26 ***	0,12 **	0,01	-0,12	0,18	1,00

\*\*\*, \*\*, \* indiquent les résultats significatifs aux niveaux respectifs de 1 %, 5 % et 10 %

## 4.2. Analyse des résultats

### 4.2.1. Taille des entreprises et dynamique de croissance des PME

Notre première hypothèse suggère que, dans une PME, en raison de la création de valeur associée à la croissance de l'activité, les dirigeants de PME sont incités à entreprendre des investissements intensifs de croissance externe. Les opérations de croissance externe dans les PME sont davantage vecteurs de croissance, l'impact des facteurs de destruction de valeur étant limité en raison de la confusion dirigeant-proprétaire qui réduit notablement les coûts d'agence et l'asymétrie d'information (Chalencçon et Marion, 2021 ; Moeller et al., 2004). Les régressions multivariées relatives à cette première hypothèse sont présentées dans le Tableau 5.

**Tableau 5 : Régressions multivariées sur la dynamique de croissance des PME (variable à expliquer : taux de croissance du chiffre d'affaires)**

	Modèle (0)	Modèle (1)	Modèle (2)	Modèle (3)	Modèle (4)
Constante	0,3012	0,2510	0,7513 ***	0,6809 ***	0,6672 ***
CE/Total bilan net		0,0302 ***		0,0181 **	0,0205 ***
Log CA 2011			-0,0630 ***	-0,0574 ***	-0,0575 ***
Gearing	-0,0075	-0,0018	-0,0057	-0,0024	-0,0018
RE 2011	-0,0099	-0,0129 *	-0,0103	-0,0120 *	-0,0122 **
CAFD/CA	-0,0466	-0,0387 ***	-0,0375 ***	-0,0335 ***	-0,0289 ***
Age	0,0001	0,0004	0,0010	0,0012	0,0011 *
Secteur_binaire	Oui	Oui	Oui	Oui	Oui
N	259	259	259	259	259
R <sup>2</sup> ajusté (%)	34,76%	37,75%	44,10%	44,97%	45,56%
F Fischer	9,08 ***	9,69 ***	12,31 ***	12,10 ***	12,36 ***

\*\*\*, \*\*, \* indiquent les résultats significatifs aux niveaux respectifs de 1 %, 5 % et 10 %

A noter : les VIF sont de 0,89. Le modèle 4 présente un test de robustesse avec un taux de croissance du chiffre d'affaires calculé avec un multiple de 1,5.

La régression affiche un coefficient positif et statistiquement significatif pour l'indicateur de mesure de la taille relative de la croissance externe (CE/Total du bilan) et un coefficient négatif pour l'indicateur de mesure de la taille de l'entreprise (Log CA 2011). Les modèles ont un pouvoir explicatif de plus de 44,97 % et les résultats sont robustes avec un taux de croissance du chiffre d'affaires calculé avec un multiple de 1,5 (Modèle 4). Ce résultat valide l'hypothèse 1 et permet d'affirmer qu'une croissance externe intensive est une stratégie pertinente pour les PME de petite taille qui souhaitent s'engager dans une trajectoire d'hyper-croissance pour croître rapidement, au regard notamment du contexte concurrentiel (Arvanitis & Stucki, 2014). Bien que la littérature mette en évidence que la taille de l'acquéreur est un déterminant majeur pour réaliser des investissements de croissance externe (Drogendijk & Slangen, 2006), il n'en reste pas moins que les PME de petite taille ont aussi recours à ce type de stratégie afin d'atteindre rapidement une taille critique. Les auteurs mettant en avant les avantages liés à une taille importante de l'acquéreur soulignent les atouts des grandes entreprises en termes de ressources et compétences pour mener à bien les opérations (Ragozzino & Reuer, 2010). Si cet argument ne peut être écarté, il n'en reste pas moins que les entreprises de petite taille sont à même de trouver des ressources leur permettant de réaliser ces opérations. Weitzel et McCarthy (2011) opposent la vigilance dont font preuve les dirigeants de PME qui se traduit par un taux d'abandon plus élevé, à la confiance que manifesterait les grandes entreprises dans leur capacité à mener à bien ces stratégies qui se traduirait par des échecs importants. La croissance externe est un vecteur d'accélération de la croissance des PME en permettant notamment aux PME les plus petites d'emprunter des trajectoires d'hyper-croissance qui leur permettent d'asseoir leurs objectifs de développement.

L'importance de la croissance externe par rapport à l'acquéreur a aussi été étudiée dans la littérature sur les entreprises cotées. Ces études empiriques montrent qu'une taille relative élevée a une influence positive sur les gains attendus de l'opération, mesurés par les rendements anormaux. Il apparaît ainsi que la croissance externe d'envergure est davantage évaluée comme une stratégie permettant un développement rapide laissant espérer des gains potentiels importants (Slangen & Hennart, 2008). Au demeurant, la forte diminution de l'intensité de la croissance externe observée concomitamment à l'élévation de la taille de l'entreprise peut aussi résulter d'une caractéristique des transactions sur le marché de la cession des PME. Ce point a été souligné précédemment.

#### 4.2.2. Taille des entreprises et financement de la croissance externe par levées de capitaux propres

Afin de tester les hypothèses H2a et H2b, des régressions multivariées ont été réalisées (cf. Tableau 6).

**Tableau 6 : Régressions multivariées sur le financement des besoins de capitaux (variable à expliquer : Levées CP/CA)**

	Modèle (0)	Modèle (1)	Modèle (2)	Modèle (3)
Constante	0,6999	0,2406	1,4607	0,7322
CE/CP		0,0603 ***		0,0585 ***
Log CA 2011			-0,1065 **	-0,0669
Gearing	-0,1065 ***	-0,1305 ***	-0,1035 ***	-0,1279 ***
RE 2011	0,0028	-0,0002	0,0022	-0,0005
CAFD/CA	-0,2502 ***	-0,2171 ***	-0,2348 ***	-0,2083 ***
Age	-0,0027	-0,0001	-0,0011	0,0008
Secteur_binaire	Oui	Oui	Oui	Oui
N	259	259	259	259
R <sup>2</sup> ajusté (%)	34,65%	43,57%	35,50%	43,77%
F Fischer	9,05 ***	12,07 ***	8,89 ***	11,57 ***

\*\*\*, \*\*, \* indiquent les résultats significatifs aux niveaux respectifs de 1 %, 5 % et 10 %

A noter : les VIF sont compris entre 1 et 1,02.

Le modèle (3), qui regroupe l'ensemble des variables, a un pouvoir explicatif de 43,77 %. Les tests statistiques montrent la contribution explicative de trois variables : (1) l'existence d'un besoin de ressources (CAFD/CA) nécessitant de recourir à des financements externes ; (2) une taille de croissance externe (CE/CP) de nature à porter atteinte à la pérennité de l'entreprise si l'opération est un échec ; (3) la taille de la PME (Log CA 2011) réalisant la croissance externe dont l'élévation contribue à réduire le recours aux levées de capitaux propres.

Les tests confirment le rôle de la capacité d'autofinancement disponible (CAFD), le montant et le signe constituant un marqueur du comportement financier des PME en croissance en général (Carpenter & Petersen, 2002 ; Marion & Faverjon, 2016 ; McMahon, 2001). Il convient de souligner le lien établi entre l'existence d'un besoin de ressources financières externes (CAFD négative) et le recours aux levées de capitaux propres. Ce constat n'est pas sans questionner l'extension du champ d'application de la théorie du financement hiérarchique (Myers, 1984 ; Myers & Maljuf, 1984) aux décisions financières des PME dont paraissent être exclues les opérations de croissance externe. La théorie du financement hiérarchique ne semble pas s'appliquer aux investissements des PME dont la valeur de garantie est problématique, alors que s'agissant des opérations réalisées par des entreprises cotées le recours à la dette est privilégié par le marché financier qui réagit positivement à leur annonce (Bharadwaj & Shivdasami, 2003 ; Luypaert & Caneghem, 2017 ; Martynova & Renneboog, 2009).

On observe que l'intensité des levées de capitaux propres est corrélée négativement et significativement avec le besoin en ressources financières externes rapporté au chiffre d'affaires. Ainsi, plus le poids du besoin en ressources externes est élevé, plus l'intensité des levées de capitaux propres est importante. Sachant par ailleurs que le besoin de ressources financières externe est corrélé négativement et significativement (1 %) avec la taille relative de la croissance externe (cf. Tableau 4).



Le fait que les PME réalisant de la croissance externe recourent aux levées de capitaux propres de préférence à la dette s'explique par l'intérêt des investisseurs attirés par les espérances de gain attendu de la croissance de l'activité. A l'inverse, la réticence des prêteurs est liée au risque de perte en capital en raison des échecs rencontrés dans ces opérations.

Par ailleurs, les tests statistiques montrent l'effet positif et significatif sur l'intensité des levées de capitaux propres (Levées CP/CA) de la taille relative de la croissance externe exprimée par rapport aux capitaux propres (CE/CP). Pour analyser ce résultat, il convient de souligner que la taille relative a une double signification. En même temps que la taille relative apporte un éclairage sur le risque de pérennité de l'entreprise si l'opération est un échec, elle donne une mesure du potentiel de gain auquel peuvent prétendre les investisseurs si l'opération est un succès. En cas d'échec de l'opération, la pérennité de l'entreprise peut être remise en cause dès lors que l'actif acquis représente une part significative des capitaux propres de l'acquéreur. Le risque de défaillance est d'autant plus élevé que la taille relative de la croissance externe est grande, donc que la croissance externe est d'un montant élevé rapportée à la taille de la PME, justifiant la réticence des prêteurs pour ne pas intervenir dans le financement de la croissance externe. A l'inverse, les chances de gain sont d'autant plus élevées que la taille relative de la croissance externe est grande expliquant l'intérêt des investisseurs en capitaux propres pour participer au financement de ces opérations. L'hypothèse H2a est validée. Notre recherche confirme que les PME se montrent prudentes et sont prêtes à revoir leur structure de gouvernance afin de maîtriser le risque généré par leurs décisions financières (Basu, Dimitrova & Paeglis, 2009). Nos résultats relèvent les spécificités du financement de la croissance externe dans les PME, notamment l'importance du recours aux levées de capitaux propres qui s'expliquent par un marché du capital investissement très développé en France, puisqu'il est le deuxième en Europe (Invest Europe Research, 2018).

L'étude statistique révèle un effet négatif et significatif de la taille de l'entreprise (Log CA 2011) sur l'intensité des levées de capitaux propres. L'hypothèse H2b est validée. Pour les PME, l'accès au financement bancaire est plus difficile (Aktas, Bellettre & Cousin, 2011). Martynova & Renneboog (2009) considèrent que le recours aux capitaux propres est plus probable quand le poids relatif de l'opération est élevé. Nous apportons un éclairage complémentaire, en montrant que l'intensité des levées de capitaux propres est plus forte lorsque la taille de l'entreprise est réduite. Deux effets se cumulent. Dans les petites entreprises, l'asymétrie d'information élevée entre dirigeants et prêteurs est un facteur d'élévation du coût de la dette qui peut inciter les prêteurs à refuser ce type de financement. Au sein des petites entreprises, les outils de pilotage sont souvent réduits et leur pilotage repose sur le dirigeant-proprétaire (Aktas, Bellettre & Cousin, 2011). Ces auteurs précisent également que les petites entreprises privilégient alors le financement en interne. D'autre part, les petites entreprises réalisent des opérations de croissance externe méritant d'être qualifiées de significatives puisqu'elles représentent en moyenne deux fois le montant de leur chiffre d'affaires et qu'elles ont permis d'accroître significativement la taille de l'acquéreur (chiffre d'affaires multiplié par cinq en quatre ans). Les PME les plus petites engagent des dépenses d'investissement en croissance externe d'une intensité sensiblement plus forte que celle observée dans les PME de plus grande taille. Or, Aktas et al. (2011) précisent que leur capacité d'autofinancement n'est pas suffisante pour financer un investissement aussi significatif que des opérations de croissance externe. C'est pourquoi elles doivent recourir à des levées de capitaux propres qui sont d'autant plus fortes que leur taille est réduite.

#### 4.2.3. Arbitrage entre levées de capitaux propres et paiements par actions dans les secteurs en consolidation

L'hypothèse 3a porte sur l'arbitrage qui s'opère, tout particulièrement dans les secteurs en consolidation, entre les levées de capitaux propres et les paiements par actions. Pour la tester, nous avons utilisé des régressions logistiques pour évaluer l'incitation à procéder à un paiement en actions dans un secteur en consolidation (cf. Tableau 7). Il nous faut préciser que les pharmacies, bien qu'étant un secteur en consolidation, ont été retirées de notre échantillon pour l'étude du paiement par actions. En effet, les règles juridiques dans ce secteur ne permettent pas d'avoir recours à ce type de financement.

**Tableau 7 : Régressions logistiques sur la probabilité d'observer un paiement par actions**

	Modèle (0)	Modèle (1)	Odds ratio Modèle (2)
Constante	-1,9073	-5,5087 ***	
Secteur en consolidation		2,7218 ***	15,2080
Levée CP	-0,0029 ***	-0,0030 ***	0,9970
CE/CP	0,0908	0,1226 **	1,3100
Log CA 2011	0,0792	0,2697	1,3100
CAFD/CA	-0,3049 **	-0,4752 ***	0,6220
Gearing	-0,2816	-0,4921 ***	0,6110
RE 2011	0,0538	-0,0412	0,9600
Age	-0,0050	0,0126	1,0130
Rapport de vrassemblance	46,97 ***	83,00 ***	
Critère Wald	12,63 *	34,59 ***	
% concordance	81%	90,60%	
N	244	244	

\*\*\*, \*\*, \* indiquent les résultats significatifs aux niveaux respectifs de 1 %, 5 % et 10 %

Les régressions montrent que l'appartenance à un secteur en consolidation a un effet positif et significatif sur la probabilité d'effectuer un paiement en actions. L'hypothèse 3a est donc validée. L'odds-ratio de la variable secteur en consolidation est de 15,21, ce qui montre son poids déterminant dans la probabilité d'observer un paiement par actions.

La littérature sur les grandes entreprises cotées considère que le paiement par cash est privilégié, notamment en raison du signal négatif envoyé aux marchés financiers en cas de paiement en actions (La Bruslerie, 2013 ; Moeller et al., 2004 ; Myers & Mayluf, 1984 ; Shleifer & Vishny, 2003). Dans les PME, le paiement en actions semble au contraire utilisé plus fréquemment.

Les recherches dans le domaine montrent qu'un paiement en actions permet de partager les risques entre les actionnaires de l'acquéreur et ceux de la cible (Officer et al., 2009). Dans les PME, nous pensons, à l'instar de Faccio & Masulis (2005), qu'un paiement en actions permet aussi de partager les opportunités de croissance entre les deux parties. Les actionnaires de l'acquéreur et de la cible ont confiance en la capacité des entreprises réunies à dégager des synergies grâce à l'atteinte d'une taille critique (Devos, Kadapakkam & Krishnamurthy, 2009). Par ailleurs, le modèle souligne, à l'instar de Hansen (1987), le rôle de la taille relative de la croissance externe confirmant un recours plus élevé au paiement en actions lorsque la taille relative de la cible augmente.

Notre dernière hypothèse porte sur l'explication du montant des paiements par actions. Le Tableau 8 présente les régressions multivariées réalisées pour procéder au test de cette hypothèse.

**Tableau 8 : Régressions multivariées sur le montant des paiements par actions**

	Modèle (0)	Modèle (1)	Modèle (2) Test de robustness
Constante	-17 519,00 ***	-33 961,00 ***	-35 458,00 ***
Taux de croissance CA		15 813,00 ***	17 566,00 ***
CE/CP	-157,39	-250,30	-242,21
Log CA 2011	2 213,29 ***	3 845,65 ***	3 989,58 ***
CAFD/CA	-1 786,21 ***	-1 656,09 ***	-1 586,40 ***
Gearing	-334,85	-60,95	-116,42
RE 2011	-51,64	30,76	48,87
Age	40,06	-21,47	-22,06
N	97	97	97
R <sup>2</sup> ajusté (%)	11,33%	20,32%	20,47%
F Fischer	3,04 ***	4,50 ***	4,53 ***

\*\*\*, \*\*, \* indiquent les résultats significatifs aux niveaux respectifs de 1 %, 5 % et 10 %

A noter : les VIF sont compris entre 1,16 et 1,3. Model 2 presents robustness test with turnover growth rate being calculated with a multiple of 1.5.

Les régressions mettent en évidence que le taux de croissance du chiffre d'affaires est déterminant pour estimer le montant des paiements par actions. L'hypothèse H3b est validée.

Dans un secteur en consolidation, les opportunités de croissance encouragent les PME à effectuer des paiements en actions plutôt que des levées de capitaux propres. Dans ces secteurs, les actionnaires de la cible, qui partagent avec l'acquéreur les mêmes connaissances sur l'avenir du secteur, seront incités à s'associer au projet en devenant actionnaire du nouvel ensemble afin d'être associés à l'exploitation des opportunités de croissance. Ce résultat est conforme aux enseignements de Faccio & Masulis (2005), Jung et al. (1996) et Martin (1996), qui mettent en évidence le rôle incitatif pour un recours au paiement en actions des opérations intra-industrie et du potentiel de croissance des acquéreurs.

Les tests statistiques mettent donc en évidence que, dans les secteurs en consolidation, le paiement par actions est une alternative privilégiée aux levées de capitaux propres. De plus, le montant financé est d'autant plus élevé que les perspectives de croissance attendues sont importantes. Nos résultats soutiennent que la littérature sur les modes de paiement des opérations de croissance externe dans les entreprises cotées – montrant qu'un paiement par actions est un signal négatif et est un moyen de partager les risques (La Bruslerie, 2013 ; Myers & Mayluf, 1984 ; Officer et al., 2009 ; Shleifer & Vishny, 2003) – ne peut être appliquée directement aux PME. En parallèle, les secteurs en consolidation sont supposés générer des gains plus importants et propices aux opérations de croissance externe à plus forte rentabilité (Grullon et al., 2019). En conséquence, cette étude empirique sur le paiement en actions de la croissance externe menée par les PME met en évidence qu'il s'agit d'un mode de financement visant à partager les gains espérés de la croissance externe.

## 5. Conclusion

La recherche porte sur l'analyse des effets de la taille sur les décisions financières prises par les PME réalisant de la croissance externe. L'étude empirique porte sur 259 PME françaises ayant réalisé un investissement de croissance externe significatif (supérieur à un million d'euros) entre 2011 et 2015. La littérature existante sur la croissance externe est largement concentrée sur les grandes entreprises cotées. Notre recherche contribue à la littérature en étudiant la situation des PME non cotées et en approfondissant l'influence de la taille sur les décisions financières prises par les acquéreurs.

Les résultats montrent que la taille, qu'il s'agisse de celle de l'acquéreur ou de celle de la cible, a un rôle déterminant dans le choix des modes de financement ou de paiement des opérations de croissance externe réalisées par des PME. On observe que plus l'intensité de la croissance externe est élevée et plus l'acquéreur est de petite taille, plus la croissance externe s'avère un facteur de croissance et donc de création de valeur. Par ailleurs, l'intensité de la croissance externe est un facteur explicatif du recours aux levées de capitaux propres comme mode de financement préférentiel sachant que cette préférence pour les capitaux propres au détriment de la dette s'atténue avec l'élévation de la taille de l'acquéreur. Enfin, dans le contexte particulier des secteurs en consolidation le paiement par actions, autre variante de financement par capitaux propres, est une alternative privilégiée car ce mode de financement et de paiement des opérations de croissance externe permet aux associés de la cible d'être associés au potentiel de croissance des résultats attendu de la consolidation.

Comme le montre la synthèse des résultats, la création de valeur paraît être la caractéristique commune expliquant les raisons du choix du mode de financement. En effet, c'est l'anticipation de création de valeur qui justifie qu'un investisseur souhaite s'associer au projet. C'est le cas lorsqu'un fonds d'investissement participe à une levée de fonds réalisée par une PME engagée dans un processus de croissance externe. C'est aussi le cas lorsqu'un actionnaire de la cible demande à être payé en actions de la société acquéreur afin d'être associé au devenir du nouvel ensemble réunissant l'acquéreur et la cible.

Notre recherche comporte également des contributions méthodologiques dans la mesure où une base de données a dû être spécialement constituée et des indicateurs spécifiques développés. A notre connaissance, aucune étude antérieure n'a permis de quantifier le poids des stratégies de croissance externe dans les PME, ni développé des indicateurs conduisant à appréhender les effets de la taille sur la prise de décisions financières des PME. La littérature existante s'intéresse principalement aux opérations réalisées par de grandes entreprises. Nos résultats s'adressent tant aux dirigeants souhaitant se développer par de la croissance externe, qu'aux acteurs du financement et de l'accompagnement des PME.

La recherche comporte des limites qui constituent autant de pistes méritant d'être explorées. Nous avons dû construire des indicateurs financiers afin d'étudier la croissance externe dans les PME. Il pourrait être intéressant d'approfondir les particularités des opérations réalisées dans les secteurs en consolidation. Nous pourrions également analyser l'influence jouée par les modes de croissance externe (acquisition d'entreprise ou rachat de fonds de commerce) sur les décisions financières des PME.

## 6. Bibliographie

- Adair, P. & Adaskou, M. (2011). Théories financières et endettement des PME en France : une analyse en panel. *Revue internationale PME*, 24(3-4), 137-171.
- Aktas, N., Bellettre, I. & Cousin, J.-G. (2011). Capital structure decisions of french very small businesses. *Finance*, 32(1), 43-73.
- Aktas, N., Centineo, S. & Croci, E. (2016). Value of control in family firms: evidence from mergers and acquisitions. *Multinational Finance Journal*, 20(2), 85-126.
- AltaValue (2016). *Perspectives et valorisation des PME-ETI françaises*.
- Ansoff, H.I. (1989). *Stratégie du Développement de l'Entreprise*, Paris : Editions d'Organisation, 287 p.
- Arvanitis, S. & Stucki, T. (2014). Do mergers and acquisitions among small and medium-sized enterprises affect the performance of acquiring firms?. *International Small Business Journal*, 33(7), 752-773.
- Basu, N., Dimitrova, L. & Paeglis, I. (2009). Family control and dilution in mergers. *Journal Banking and Finance*, 33, 829-841.
- Ben-Hafaïedh, C. & Hamelin, A. (2015). L'ambition est-elle la clé du succès ? Une étude de PME européennes. *Revue de l'Entrepreneuriat*, 14(4), 17-46.
- Berger, A.N. & Udell, G.F. (1998). The Economics of small business finance: the roles of private equity and debt markets in the financial growth cycle. *Journal of Banking and Finance*, 22, 613-673.
- Berrada El Azizi, T., El Mabrouki, N. & Habba, B. (2014). L'atténuation des contraintes financières sur les entreprises familiales : du fatalisme à l'action. *Revue de l'Entrepreneuriat*, 13(3), 123-142.
- Bharadwaj, A. & Shivdasami, A. (2003). Valuation effects of bank financing in acquisitions. *Journal of Financial Economics*, vol. 67, n°1, p. 113-148.
- Billett, M.T. & Qian, Y. (2008) Are Overconfident CEOs Born or Made? Evidence of Self-Attribution Bias from Frequent Acquirers. *Management Science*, 54(6), 1037-1051.
- Bouzgarrou, H. (2014). Financing decision in acquisitions: The role of family control. *Procedia Economics and Finance*, 13, 3-13.
- Bouzgarrou, H. & Navatte, P. (2014). Family firms and the choice of payment method in domestic and international acquisitions. *Management International*, 18(4), 107-124.
- Brau, J., Francis, B. & Kohers, N. (2003). The Choice of IPO versus Takeover: Empirical Evidence. *Journal of Business*. 76(4), 583-612.
- de La Bruslerie, H. (2013). Crossing takeover premiums and mix of payment: an empirical test of contractual setting in M&A transactions. *Journal of Banking & Finance*, 37(6), 2106-2123.
- Carline, N., Linn, S. & Yadav, P. (2002). The impact of firm-specific and deal-specific factors on the real gains in corporate mergers and acquisitions: An Empirical Analysis. University of Oklahoma, *Working Paper*
- Carpenter, R. & Petersen, B. (2002), Is the growth of small firms constrained by internal finance?. *The Review of Economics and Statistics*, 84(2), 298-309.
- Celikyurt, U., Sevilir, M. & Shivdasani, A. (2010). Going public to acquire? The acquisition motive in IPOs. *Journal of Financial Economics*, 96(3), 345-363.
- Chang, S. (1998). Takeovers of privately held targets, methods of payment, and bidder returns. *Journal of Finance*, 53, 773-784.

- Chalençon, L., & Marion, A. (2021). Le financement par capitaux propres de la croissance externe dans les PME, *Revue de l'Entrepreneuriat*, 20(2): 89-112.
- Chevallier, C. & Miloudi, A. (2014). Structure du capital des PME françaises de haute technologie. *Recherches en Sciences de Gestion*, 101, 83-101.
- Claveau, N., Perez, M., Prim-Allaz, I. & Teyssier, C. (2013). Slack financier et forte croissance dans la PME. *Revue de l'Entrepreneuriat*, 12(1), 71-99.
- Commission Européenne (2011). *Business dynamics: Strat-ups, business transfers and bankruptcy*, 189 p.
- Devos, E., Kadapakkam, P.-R. & Krishnamurthy, S. (2009). How do mergers create value? A comparison of taxes, market power, and efficiency improvements as explanations for synergies. *Review of Financial Studies*, 22(3), 1179-1211.
- Drogendijk, R. & Slangen, A. (2006). Hofstede, Schwartz, or managerial perceptions? The effects of different cultural distance measures on establishment mode choices by multinational enterprises. *International Business Review*, 15(4), 361-380.
- EY (2017), *Création de valeur dans les PME et les ETI françaises accompagnées dans leur transformation par les acteurs français du capital-investissement*, 3<sup>ème</sup> édition, Ernest et Young.
- EY (2018), *Création de valeur dans les PME et les ETI françaises accompagnées dans leur transformation par les acteurs français du capital-investissement*, 4<sup>ème</sup> édition, Ernest et Young.
- Faccio, M. & Masulis, R. (2005). The choice of payment method in European mergers & acquisitions. *Journal of Finance*, 60(3), 1345-1388.
- Fuller, K., Netter, J. & Stegemoller, M. (2002). What do returns to acquiring firms tell us? Evidence from firms that make many acquisitions. *Journal of Finance*, 57(4), 1763-1793.
- Graebner, M. E. (2009). Caveat Venditor: trust asymmetries in acquisitions of entrepreneurial firms. *Academy of Management Journal*, 52(3), 435-472.
- Grazzini, F. & Boissin J.-P. (2013). Analyse des modèles mentaux développés par les dirigeants français en matière d'acquisition ou de reprise de PME. *M@n@gement*, 16(1), 49-87.
- Grullon, G. ; Larkin, Y. & Michaely, R. (2019). Are US industries becoming more concentrated?. *Review of Finance*, 23(4), 697-743.
- Hansen, R. (1987). A theory for the choice of exchange medium in mergers and acquisitions. *Journal of Business*, 60, 75-95.
- Harris, M. & Raviv, A. (1988). Corporate control contests and capital structure. *Journal of Financial Economics*, 20, 55-86.
- Hoberg, G. & Phillips, G. (2010). Product Market synergies and competition in mergers and acquisitions: a text-based analysis. *The Review of Financial Studies*, 23(10), 3773-3811.
- Houston, J.F., James, C.M. et Ryngaert, M.D. (2001). Where do merger gains come from? Bank mergers from the perspective of insiders and outsiders. *Journal of Financial Economics*, 60, 285-331.
- Hussinger, K. (2010). On the importance of technological relatedness: SMEs versus large acquisition targets. *Technovation*, 30(1), 57-64.
- Sujets: Mergers & acquisitions; Technological innovations; Small business; Technology transfer; Industrial research; Core competencies; Decision making; Germany
- Hussinger, K., & Issah, A.-B. (2019). Firm Acquisitions by Family Firms: A Mixed Gamble Approach, *Family Business Review*, 32(4): 354-377.
- Invest Europe Research (2018). *European Private Equity Activity 2018*.

- Jensen, M.C. & Meckling, W.H. (1976). Theory of the firm: managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of Financial Economics*, 3(4), 305-360.
- Jung, K., Kim, Y. C. & Stulz, R. M. (1996). Timing, investment opportunities, managerial discretion, and the security issue decision. *Journal of Financial Economics*, 42, 159-185.
- Lappalainen, J. & Niskanen, M. (2013). Behavior and attitudes of small family firms towards different funding sources. *Journal of Small Business & Entrepreneurship*, 26(6), 579-599.
- Lefebvre, V. & Hamelin, A. (2020). Introduction en bourse et croissance externe des PME françaises. *Revue d'Économie Financière*. 138, 317-336.
- Lockett, A., Wiklund, J., Davidsson, P. & Girma, S. (2011). Organic and Acquisitive Growth: Re-examining, Testing and Extending Penrose's Growth Theory. *Journal of Management Studies*. 48(1), 48-74.
- Luybaert, M. & Caneghem, T. (2017). Exploring the double-sided effect of information asymmetry and uncertainty in mergers and acquisitions. *Financial Management*, 46(4), 873-917.
- McMahon, R. (2001). Growth and Financial Profiles among Manufacturing SMEs from Australia's Business Longitudinal Survey. *Entrepreneurship Theory and Practice*, 26(2), 51-61.
- Maksimovic, C., Gordon P. & Liu Y. (2013). Private and Public Merger Waves. *The Journal of Finance*. 68(5), 2177-2217.
- Marion A. et Faverjon C. (2016). Le financement par capitaux propres de la croissance externe dans les PME. *Revue Internationale PME*, vol. 29, n°1, 71-100.
- Martin, K. J. (1996). The method of payment in corporate acquisitions, investment opportunities, and management ownership. *Journal of Finance*, 51, 1227-1246.
- Martynova, M. & Renneboog, L. (2009). What determines the financing decision in corporate takeovers: Cost of capital, agency problems, or the means of payment. *Journal of Corporate Finance*, 15(3), 290-315.
- Meschi, P.-X. & Métais, E. (2006). International acquisition performance and experience: a resource-based view. evidence from french acquisitions in the United States (1988-2004). *Journal of International Management*, 12(4), 430-448.
- Moeller, S.B., Schlingemann, F.P. & Stulz, R.M. (2004). Firm size and the gains from acquisitions. *Journal of Financial Economics*, 73(2), 201-228.
- Moeller, S.B., Schlingemann, F.P. & Stulz R.M. (2005). Wealth destruction on a massive scale ? a study of acquiring-firm returns in the recent merger wave. *Journal of Finance*, 60(2), 757-782.
- Mustar, P. (2002). Les PME à forte croissance et l'emploi, Rapport OCDE, 149 p.
- Myers, S.C. & Majluf, N.S. (1984). Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have. *Journal of Financial Economics*, 13(2), 187-221.
- Officer, M.S., Poulsen, A.B. & Stegemoller, M. (2009). Target-firm information asymmetry and acquirer returns. *Review of Finance*, 13(3), 467-493.
- Penrose, E. (1959). *The theory of the growth of the firm*, Oxford University Press, 4<sup>th</sup> edition.
- Ragozzino, R. & Reuer, J.J. (2010). The opportunities and challenges of entrepreneurial acquisitions. *European Management Review*, 7, 80-90.
- Roll, R. (1986). The hubris hypothesis of corporate takeovers. *Journal of Business*, 59(2), 197-216.

- Schimdt, T., Dowling M. & Lechner, C. (2006). The Impact of Initial Public Offerings on the External Growth Strategies of Entrepreneurial Firms. *Journal of Entrepreneurial Finance*, 11(2), 95-110.
- Shleifer, A. & Vishny, R.W. (1989). Management entrenchment: the case of manager-specific investments. *Journal of Financial Economics*, 25(1), 123-139.
- Slangen, A.H.L. & Hennart, J.-F. (2008). Do multinationals really prefer to enter culturally distant countries through greenfields rather than through acquisitions? The role of parent experience and subsidiary autonomy. *Journal of International Business Studies*, 39(3), 472-490.
- Stulz, R.M. (1998). Managerial control of voting rights: Financing policies and the market for corporate control. *Journal of Financial Economics*, 20, 25-54.
- Weitzel, U. & McCarthy, K. (2011). Theory and evidence on Mergers and Acquisitions by small and medium enterprises. *International Journal of Entrepreneurship and Innovation Management*, 14(2/3), 248-275.
- Wernerfelt, B. (1984). A Ressource-Based View of the Firm. *Strategic Management Journal*, 5, 171-180.