

ACCÈS AUX MARCHÉS FINANCIERS ET PERFORMANCES DES ENTREPRISES INDUSTRIELLES ¹

Les performances économiques et financières des entreprises peuvent être appréciées selon les modes d'accès aux sources de financement, en particulier de marché. Deux approches sont alors possibles. La première, qui n'est pas développée dans cet article, analyse l'organisation de cet accès au travers des relations que l'entreprise noue avec les fournisseurs de ressources et de services financiers, ce qui permet de définir son territoire financier. La seconde approche, non exclusive de la précédente et testée sur les dernières années, compare les firmes selon le degré d'accès aux marchés financiers, ce qui peut être appréhendé par le fait, pour une entreprise, d'être ou non cotée en bourse.

BERNARD BELLETANTE
École de Management de Lyon
BERNARD PARANQUE
Direction des entreprises
Observatoire des entreprises

¹ Article retenu pour être présenté lors de la 43^e conférence mondiale de l' *International Council of Small Business* et publié dans les actes de cette manifestation

La comparaison PME-grandes entreprises met en lumière une différence de comportement. Les PME de l'industrie réalisent un effort d'accumulation plus important, une rentabilité économique plus élevée que les grandes entreprises, mais leur taux d'endettement est supérieur (Paranque 1994, 1997 ; Jullien, Paranque 1995).

La question qui nous préoccupe est celle du financement des besoins liés à l'activité. De ce point de vue, on peut opposer les entreprises selon les modes d'accès aux sources de financement, en particulier de marché. Deux approches peuvent être envisagées. La première analyse l'*organisation* de cet accès au travers des relations que l'entreprise noue avec les fournisseurs de ressources et de services financiers, ce qui permet de définir son territoire financier¹. La seconde, non exclusive de la première, compare les firmes selon le *degré* d'accès aux marchés financiers, qui peut être appréhendé par le fait, pour une entreprise, d'être ou non cotée en bourse. Ces deux approches ont été testées sur les dernières années (Belletante et *alii*, 1994, 1995, 1996). Les travaux de l'Observatoire financier des entreprises moyennes (Ofem) ont mis en évidence les relations et les politiques financières de 104 sociétés caractérisées par leur petite ou moyenne capitalisation boursière (capitalisation boursière inférieure à 2 millions de francs).

Des travaux antérieurs avaient en outre montré (Belletante, Desroches, 1993) que la cotation se traduit par la mise en place de structures *holdings* accueillant les participations des dirigeants et de leur famille (92 % des *holdings* de l'échantillon Ofem), la détention en direct de titres devenant exceptionnelle. De même, ces études ont signalé que si les dirigeants des PME cotées françaises ne refusent pas de diffuser un volume élevé de titres dans le public, ils ne se limitent pas au seuil légal d'inscription sur un marché (10 % par exemple sur le Second marché français) : ce comportement traduit la volonté des dirigeants des PME cotées d'élargir leur actionnariat.

Quelles sont alors les caractéristiques économiques et financières des firmes ayant accès aux marchés financiers par rapport aux autres ? Autrement dit, quelles sont les contraintes qui pèsent sur les PMI dans leur effort d'adaptation au comportement qu'en attendent ces marchés ?

Des éléments de réponses à ces questions sont apportés à partir des renseignements comptables disponibles pour les entreprises manufacturières adhérant à la Centrale de bilans de la Banque de France. L'information « cotée – non cotée » est obtenue en croisant plusieurs sources : le Fichier bancaire des entreprises de la Banque de France, la Dafsa, l'annuaire des Sociétés de bourse Midiac 1995, le Guide des entreprises du Second marché 1995-1996 et le fichier constitué par l'Ofem dans lequel sont identifiées à la fois l'entreprise cotée proprement dite et, le cas échéant, les sociétés industrielles comprises dans le périmètre direct de consolidation de la société cotée. L'échantillon étudié en 1996 rassemble 12 044 entreprises dont l'exercice de douze mois s'est déroulé entre le 1^{er} juillet 1995 et le 30 juin 1997.

Les données utilisées confirment le lien entre la taille et la cotation en bourse. La proportion de PMI cotées est de 1 %, contre 12 % pour les grandes entreprises, pour une proportion de 1,5 % dans l'ensemble de l'échantillon. Si on ne s'intéresse qu'aux seules entreprises cotées étudiées dans le cadre des études Ofem, on retrouve le même phénomène : pour les 0,4 % de sociétés présentées dans notre échantillon et étudiées simultanément par B. Belletante, la proportion est de 0,3 % pour les PMI, contre 3,4 % pour les grandes entreprises².

Sera examiné, dans cet article, sur l'année 1996, le comportement des entreprises cotées par rapport aux firmes non cotées, en termes de croissance, de besoins de financement et de performance d'une part, et de structure financière d'autre part.

¹ Il s'agit ainsi d'analyser le comportement des PME-PMI « au sein d'un espace financier, concept vecteur de l'offre globale en finance (offre de capitaux, de services, d'infrastructures). L'appropriation à un instant « t » que la PME fera de cette offre définira pour cet instant « t » son territoire financier » (Belletante, 1991).

² L'Observatoire financier des entreprises moyennes est une structure d'études du comportement financier des entreprises moyennes cotées en bourse, développée par l'École de Management de Lyon.

1. Croissance, besoins de financement et performances

En 1996, les entreprises, quelle que soit leur taille, ne créent pas plus d'emplois quand elles sont cotées que quand elles ne le sont pas, le taux de variation des effectifs s'élevant à environ 1,8 % d'une catégorie à l'autre. L'absence de différence se retrouve sur le taux de croissance du chiffre d'affaires (+ 1,8 %) ou de la valeur ajoutée (+ 2,4 %). Cette caractéristique apparaît pour toutes les entreprises cotées et non cotées, présentes de manière continue de 1989 à 1996 (4 618 entreprises par an). Elle permet de mettre clairement en évidence que la présence sur le marché financier français ne se fait ni au détriment, ni en faveur de l'emploi et combat en cela l'idée que les entreprises cotées arbitraient plus fréquemment en faveur du facteur « capital » contre le facteur « travail ». À l'inverse, elle invalide l'argument d'un effet positif sur l'emploi du renforcement des fonds propres par la cotation en bourse ¹.

Ce constat avait déjà été effectué sur l'année 1995 au sujet des PME cotées en France (Belletante et alii, 1996). À partir du concept de responsabilité sociale qui mesure l'évolution des effectifs gérés par une entreprise, il a été constaté que 64 % des PME cotées ont accru leur responsabilité sociale entre 1990 et 1994, les effectifs du panel de l'Ofem ayant augmenté, en médiane, de 50 personnes (en moyenne de 98). Il est donc significatif de constater que la présence en bourse n'a pas altéré l'emploi, et que l'accroissement du nombre d'emplois gérés n'a conduit à aucune détérioration des performances économiques et boursières.

EMPLOIS ET ACCUMULATION EN 1996			
	<i>(en pourcentage)</i>		
	Ensemble des entreprises		Ensemble
	non cotées	cotées	
Taux de variation des effectifs.....	1,6	1,1	1,5
Taux de variation du chiffre d'affaires.....	1,8	2,7	1,8
Taux de variation de la valeur ajoutée.....	2,4	1,1	2,4
Taux d'accumulation.....	11,9	9,0	11,9
Taux de déclassement.....	4,1	4,2	4,1
Délais de rotation des besoins en fonds de roulement d'exploitation (en jours).....	69,2	92,2	69,5
Test d'inégalité de moyenne contrôlé par un test non paramétrique sur la médiane au seuil de %			
En gras : différence statistiquement significative au seuil de %			
Source et réalisation : Banque de France			
Observatoire des entreprises – Tél. 01 42 92 56 58		Mise à jour le 25 novembre 1997	

	PMI		Grandes entreprises	
	non cotées	cotées	non cotées	cotées
Taux de variation des effectifs.....	<i>1,6</i>	2,1	<i>- 0,1</i>	- 0,6
Taux de variation du chiffre d'affaires.....	1,8	3,1	1,2	2,0
Taux d'accumulation.....	12,0	9,2	9,5	8,6
Taux de déclassement.....	4,1	4,6	3,7	3,6
Délais de rotation des besoins en fonds de roulement d'exploitation (en jours).....	69,4	98,9	64,0	81,4
En gras, différence statistiquement significative au seuil de % au sein d'une taille entre cotées et non cotées				
En italique, différence statistiquement significative au seuil de % d'une catégorie de firmes à l'autre				
Source et réalisation : Banque de France				
Observatoire des entreprises – Tél. : 01 42 92 56 58		Mise à jour le 23 décembre 1997		

¹ L'appartenance sectorielle a moins d'effet que la taille. Si entre PMI des différences existent selon le secteur, ces écarts sont moins importants que ceux observés d'une taille de sociétés à l'autre, exprimés en effectifs salariés.

Le taux d'accumulation¹, exprimant l'effort de renforcement du potentiel productif, est supérieur dans les entreprises non cotées (11,9 %) à celui des sociétés cotées (9,0 %). Toutefois le taux de déclassement² est positif et similaire d'une catégorie à l'autre. Il semble donc que la politique d'investissement soit plutôt de renouvellement et/ou de productivité plutôt que d'accroissement des capacités de production, que l'entreprise soit cotée ou non.

Au total, l'origine des besoins de financement apparaît différente d'une population à l'autre, d'autant que les délais de rotation des besoins en fonds de roulement d'exploitation (BFRE) sont plus longs dans les firmes cotées (92,2 jours) que dans les autres (69,2 jours). Il est à noter que les délais de rotation des BFRE s'accroissent pour une PME après sa cotation (Belletante et Desroches, 1993). Cet allongement des délais de rotation des BFRE a déjà été signalé (Mordrel, 1987) parmi les inconvénients de l'accès au marché financier pour des PME. Les clients qui profitent de plus d'informations sur la firme cotée exercent une plus forte pression.

Les PMI cotées n'apparaissent pas clairement comme des entreprises de croissance ; leur comportement d'accumulation les rapproche, en outre, plus des grandes entreprises que des autres sociétés de moins de 500 salariés.

Les études de l'Ofem confirment que les sociétés qui ont fait le choix des marchés financiers ont un effort d'investissement moindre que celui des PME non cotées. Les entretiens menés auprès des dirigeants des PME cotées mettent en évidence deux principales causes au ralentissement potentiel de l'investissement. La première est l'existence d'une volonté de désendettement (mouvement constaté sur toutes les PME cotées françaises), jugée nécessaire aux yeux des dirigeants parce que demandée par le marché financier. La seconde tient à une prudence comportementale des dirigeants qui ne sont pas sûrs de la réelle rentabilité des projets d'investissements supplémentaires, soit pour des raisons intrinsèques

¹ Taux d'accumulation : investissement productif/immobilisations corporelles, crédit-bail inclus

² Taux de déclassement : taux d'accumulation – taux de croissance des immobilisations corporelles. Les investissements de rationalisation et de productivité sont considérés comme privilégiés quand le ratio est positif ; les investissements de capacité ont été favorisés quand le ratio est négatif.

$$\text{Le taux de déclassement} = D = \frac{I_n}{K_n} - \frac{K_n - K_{n-1}}{K_{n-1}}$$

avec :

I_n : investissement de l'année n

K_n : équipements productifs de l'année n

K_{n-1} : équipements productifs de l'année n-1, K_n et K_{n-1} sont en valeur brute inscrite au bilan

$$D = \frac{I_n}{K_n} - \frac{(K_{n-1} + I_n - C_n) - K_{n-1}}{K_{n-1}}$$

$$= \frac{I_n}{K_n} - \frac{I_n - C_n}{K_{n-1} + I_n - C_n}$$

avec :

C_n : cessions d'équipement productif de l'année n

En développant cette expression, on obtient :

$$D = \frac{-I_n^2 + 2C_n I_n - C_n^2 + C_n K_{n-1}}{(K_{n-1})(K_{n-1} + I_n - C_n)}$$

Par hypothèse, le dénominateur est strictement supérieur à zéro sans quoi, économiquement, l'entreprise n'aurait pas d'équipements productifs, ces derniers étant au moins égaux à I_n . Par conséquent, le taux de déclassement va dépendre de l'importance de l'investissement relativement aux cessions, compte tenu des équipements déjà installés.

Pour que l'entreprise réalise des investissements de capacité, il faut que le taux de déclassement soit négatif, soit :

$$D < 0 \Leftrightarrow -I_n^2 + 2C_n I_n - C_n^2 + C_n K_{n-1} < 0.$$

On peut alors écrire :

$$I_n^2 - 2C_n I_n + C_n^2 - C_n K_{n-1} > 0 \Leftrightarrow (I_n - C_n)^2 - C_n K_{n-1} > 0 [1]$$

D'où, pour que $D < 0$ et qu'il y ait effectivement accroissement net des capacités de production :

$$\frac{(I_n - C_n)^2}{C_n} > K_{n-1}$$

au projet, soit pour des incertitudes liées à l'évolution de la conjoncture. Ces deux explications illustrent le poids qu'exerce la présence en bourse sur des dirigeants de PME, qui commencent à intégrer la logique de valorisation des fonds propres.

RENTABILITÉS EN 1996			
<i>(en pourcentage)</i>			
	Ensemble des entreprises		Ensemble
	non cotées	cotées	
Rentabilité économique brute.....	12,4	9,5	12,4
Solde global.....	4,6	- 1,2	4,5
Rentabilité financière brute avant distribution.....	11,6	8,3	11,5
Rentabilité financière brute après distribution.....	8,6	6,0	8,6
Rentabilité financière nette avant distribution.....	- 3,3	2,9	- 3,2
Dividendes/capitaux propres.....	4,6	4,2	4,6
	(49,7) (a)	(67,3)	
Dividendes/autofinancement.....	25,2	37,2	25,4
Autofinancement/capital engagé.....	6,5	4,9	6,6
En gras, écart statistiquement significatif au seuil de 5%			
(a) Entre parenthèses, la fréquence significative au seuil de : % (proportion d'entreprises dont le ratio est supérieur à la médiane de l'ensemble de l'échantillon)			
Source et réalisation : Banque de France			
Observatoire des entreprises – Tél. : 01 42 92 56 58		Mise à jour le 25 novembre 1997	

La rentabilité économique ¹ de l'ensemble des sociétés cotées est moindre ainsi que le solde global (différence entre la rentabilité économique et le taux d'accumulation élargie). Ce handicap se retrouve sur la rentabilité financière brute, que l'on raisonne avant ou après distribution de dividendes. En revanche, en net, après prise en compte des dotations aux amortissements et aux provisions, l'écart disparaît.

La différence de profil économique et financier, selon l'accès aux marchés financiers et la taille, est susceptible de confirmer l'existence d'une rupture comportementale selon les modes de financement accessibles. On a pu relever qu'une PMI cotée privilégie la productivité à l'accroissement du potentiel productif, se rapprochant en cela d'un comportement « grande entreprise ».

	PMI		Grandes entreprises	
	non cotées	cotées	non cotées	cotées
Valeur ajoutée/capital engagé.....	66,5	40,5	48,0	34,1
Excédent brut global/valeur ajoutée.....	<i>21,9</i>	<i>21,4</i>	23,5	32,0
Rentabilité économique brute.....	12,5	9,1	<i>10,3</i>	<i>11,2</i>
Rentabilité financière brute.....	11,7	7,6	<i>9,7</i>	<i>9,5</i>
Endettement capital engagé.....	22,6	18,4	<i>12,6</i>	<i>14,1</i>
En gras, écart statistiquement significatif au seuil de 5% au sein d'une taille entre cotées et non cotées				
En italique, différence statistiquement significative au seuil de 3% d'une catégorie de firmes à l'autre				
Source et réalisation : Banque de France				
Observatoire des entreprises – Tél. 01 42 92 56 58		Mise à jour le 25 novembre 1997		

¹ Rentabilité économique : excédent brut d'exploitation + produits et charges exceptionnels/capital engagé
 Rentabilité financière = capacité d'autofinancement/financement propre
 Solde global = rentabilité économique – taux d'accumulation élargie
 (investissement total + variation des besoins en fonds de roulement/capital engagé)

L'opposition est assez nette entre les PMI non cotées et les autres sociétés. En particulier, les premières créent plus de richesses par unité de capital engagé qu'une grande entreprise ou qu'une entreprise cotée. Sur les autres indicateurs de rentabilité et de rémunération des actionnaires, les différences ne sont pas significatives.

Les travaux de l'Ofem (1993 à 1996) ont permis de mettre en évidence les remarquables capacités d'adaptation à la crise dont ont fait preuve les trois quarts des PME cotées. Les années 1992-1993 ont été difficiles (chute médiane du chiffre d'affaires de 1,7 % et des investissements de 18,0 %). Les dirigeants ont été surpris par la faible croissance et une détérioration des marges en a résulté. Mais la reprise en main a été effective dès 1994. Depuis lors, on constate une croissance du chiffre d'affaires (taux médian de 5,9 %) et une reprise des investissements (taux médian de 7,1 %) essentiellement orientés vers la productivité. Cela se traduit par une amélioration de la rentabilité économique de 16,6 % en médiane. Cependant, la rentabilité financière ne suit pas la même progression : son augmentation médiane sur l'échantillon Ofem est de 10,1 %, malgré un moindre endettement et une politique d'accumulation moins soutenue. Il apparaît ainsi que les PME cotées privilégient de manière moins prononcée la rentabilité de leurs fonds propres que ne le font les grandes entreprises cotées. Ce phénomène peut s'expliquer par le fait que leur actionnariat reste plus concentré, directement ou non, sur les actionnaires dirigeants, qui se sentent moins concernés par une valorisation à court terme.

La part des distributions dans l'autofinancement est plus importante dans les entreprises cotées que dans les autres sociétés. Si, en moyenne, le taux de rémunération des capitaux propres ne diffère pas d'une catégorie d'entreprises à l'autre, en revanche on relève qu'il est plus fréquemment différent de zéro dans les entreprises cotées : 67,3 % de celles-ci affichant un ratio non nul, contre 49,7 % pour les autres ; une entreprise cotée sur deux a un taux supérieur à 2 %, alors que, pour la même proportion, il est de 0 % dans les entreprises non cotées. Ce phénomène est encore plus vrai pour les grandes entreprises cotées que pour les petites. Pour ces dernières, il n'y a pas de véritable politique de dividendes : la distribution est essentiellement fonction du niveau nominal du dividende de l'année précédente. Les dirigeants des PME cotées préfèrent la constitution de réserves à une politique active de distribution, même s'ils admettent tous la nécessité de distribuer quand une firme est cotée (Belletante et alii, 1994, 1995 et 1996).

2. Structure du capital

De manière logique, la part du financement propre¹, comme celle des capitaux propres dans le capital engagé², sont plus importantes dans les entreprises cotées que dans les autres (78,9 %, contre 73,0 % et 40,0 %, contre 31,5 %), et ce, quelle que soit la taille des entreprises cotées. Il apparaît donc que la cotation sur un marché financier est un facteur d'amélioration de la part du financement propre. En revanche, ce n'est qu'au seuil de significativité de 10 % qu'un écart est discernable concernant l'augmentation nette de capital rapportée au capital engagé, même si cette occurrence est plus fréquente dans le cas de sociétés cotées que dans les entreprises non cotées (57,7 % des cas, contre 49,9 %). Les études de l'Ofem ont, par ailleurs, montré que la part du financement propre a tendance à s'accroître avec la durée de la présence en bourse, ce qui est plutôt dû à la mise en réserve des résultats qu'à des appels au marché. Les dirigeants des PME cotées expriment en effet une réelle réticence à pratiquer des augmentations de capital, ce qui traduit une hiérarchie dans leur préférence de financement ou « *pecking order approach* » (Myers, 1984). Les travaux conduits montrent que l'appel aux fonds propres est la dernière solution envisagée par les dirigeants de PME cotées (même s'ils y recourent plus facilement que les dirigeants de PME non cotées), bien qu'ils croient que cette ressource soit moins chère que la dette.

¹ Financement propre : capital social + réserves d'autofinancement (amortissements et provisions)

² Capital engagé = financement propre + dettes financières (y compris crédit-bail)

Ce comportement ambigu des dirigeants de PME cotées s'explique par les raisons suivantes :

- les coûts de transaction et le sentiment de difficulté technique à lever des fonds propres sur le marché sont les éléments prioritairement perçus ;
- les dividendes versés sont considérés comme l'unique rémunération des fonds propres ;
- la référence à la rémunération offerte par l'actif sans risque du marché financier n'est pas prise en compte ;
- enfin, la crainte de la dilution du pouvoir supplante toute référence objective.

MODES DE FINANCEMENT EN 1996			
	<i>(en pourcentage)</i>		
	Ensemble des entreprises		Ensemble
	non cotées	cotées	
Financement propre/capital engagé.....	73,0	79,0	73,1
Capitaux propres/capital engagé.....	31,5	40,0	31,6
Augmentation nette du capital/capital engagé.....	0,4	0,8	0,4
	(49,9) (a)	(57,7)	
Prêts accordés par les groupe et associés/capital engagé.....	4,9	4,3	4,9
Part des emprunts bancaires/capital engagé.....	10,9	7,4	10,9
Participation/capital engagé.....	2,4	15,1	2,6
Immobilisations corporelles/capital engagé.....	55,2	43,2	55,0
Valeurs mobilières de placement et disponibilités/capital engagé.....	13,9	14,6	14,0
Endettement – crédit-bail/capital engagé.....	18,2	15,2	18,1
Obligations et titres participatifs/endettement.....	0,5	5,7	0,5
Emprunts participatifs/endettement.....	0,4	0,9	0,4
Autres emprunts/endettement.....	10,9	17,9	11,0
Emprunts bancaires/endettement.....	52,2	39,3	52,0
Concours bancaires courants/endettement.....	32,9	34,1	32,9
Billets de trésorerie/endettement.....	0,1	0,6	0,1
Crédit-bail/endettement.....	16,9	8,2	16,8
Escompte/endettement.....	13,5	8,5	13,4
Endettement/capital engagé.....	22,2	16,7	22,1
En gras, écart statistiquement significatif au seuil de 5%			
(a) Significatif au seuil de 10 % et, entre parenthèses, la fréquence significative au seuil de : % (proportion d'entreprises dont le ratio est supérieur à la médiane de l'ensemble de l'échantillon)			
Source et réalisation : Banque de France Observatoire des entreprises – Tél. : 01 42 92 56 58			
Mise à jour le 25 novembre 1997			

La structure de l'actif est assez nettement différenciée. Ainsi, le montant des participations rapporté au capital engagé est plus important et la part des équipements productifs est plus faible dans le cas d'une entreprise cotée. En revanche, il n'apparaît pas de différence significative quant à l'importance des valeurs mobilières de placement et des disponibilités.

	PMI		Grandes entreprises	
	non cotées	cotées	non cotées	cotées
Financement propre/capital engagé.....	72,7	77,3	80,4	81,6
Participation/capital engagé.....	2,1	10,6	8,5	22,4
Besoins en fonds de roulement/capital engagé.....	27,8	29,3	22,7	20,3
Emprunts bancaires/capital engagé.....	11,2	8,5	4,6	5,6
Augmentation nette de capital/capital engagé.....	0,35	0,14	0,7	1,8
	(50,0)	(53,3)		

En gras, écart statistiquement significatif au seuil de 5%

Source et réalisation : Banque de France
Observatoire des entreprises – Tél. : 01 42 92 56 58

Mise à jour le 25 novembre 1997

Si la cotation ne se fait pas au détriment de l'emploi, en revanche, il se pourrait qu'elle détermine la nature de la politique d'investissement en faveur de la croissance financière et ce, d'autant plus que l'entreprise est de grande taille.

Pour les entreprises présentes de manière continue depuis 1989, l'endettement¹ n'est supérieur dans les non-cotées à ce qu'il est dans les cotées qu'à partir de 1994. En 1996, la structure de la dette financière diffère d'une catégorie de firmes à l'autre. Ainsi, la part des obligations et des titres participatifs est plus élevée quand l'entreprise est cotée (5,7 % de l'endettement, contre 0,5 %), comme celle des emprunts participatifs (0,9 %, contre 0,4 %) et des autres emprunts (17,9 %, contre 10,9 %), alors que l'importance relative des emprunts bancaires est plus faible (39,3 %, contre 52,2 %). En fait, l'appel au marché financier permet de réduire l'intermédiation, même si la part de concours bancaires est similaire d'une catégorie de sociétés à l'autre. De même, le recours à d'autres modes de financement comme le crédit-bail et l'escompte est plus important dans les entreprises non cotées que dans les sociétés cotées (respectivement, 13,5 % et 16,9 % de l'endettement, contre 8,5 % et 8,2 %). Cependant, les prêts consentis par les groupe et associés sont voisins d'un type d'entreprises à l'autre.

Cette différence entre sociétés cotées et non cotées est enrichie par une analyse selon les tailles. Les PME cotées ne font que très rarement appel au marché financier pour s'endetter à moyen et long terme (obligations), et quasiment jamais pour le court terme (billets de trésorerie). Ce faible recours à l'endettement de marché ne s'explique pas seulement par le mouvement de désendettement qu'elles ont connu depuis 1992 (taux médian d'endettement 1992 : 68,5 % et taux médian d'endettement 1996 : 49,0 %). Les autres raisons sont liées à l'inadaptation des structures techniques et légales d'émissions d'emprunts obligataires pour les PME : les organisations et les coûts fixes liés à ces opérations sont trop élevés pour les besoins des entreprises de taille et de capitalisation petites ou moyennes. L'expérience française de cotation de PME montre la nécessité d'adapter les structures et les conditions de fonctionnement des marchés aux réalités économiques des PME. Par ailleurs, le très faible usage de l'endettement direct par le marché (moins d'une PME cotée sur dix pour l'échantillon Ofem) s'explique par une méconnaissance importante des dirigeants concernés du fonctionnement de ce type de marché. Il y a un manque de savoir-faire évident et ces personnes reprochent souvent à leurs banquiers ou sociétés de bourse de les accompagner efficacement pour l'introduction en bourse mais de les délaissier par la suite. Il nous apparaît nécessaire de conclure sur le fait qu'il ne suffit pas pour les PME de leur faciliter l'accès au marché financier pour qu'elles puissent en bénéficier et qu'elles aient des structures financières identiques aux grandes sociétés cotées. Le « *knowledge gap* » (Tamari, 1980 ; Belletante et Levratto, 1995) demeure et les autorités boursières et les partenaires financiers des PME doivent travailler à le réduire.

¹ Y compris crédit-bail

L'opposition selon la taille ne recoupe pas totalement celle selon la cotation ou non en bourse. Ainsi, quand elles sont non cotées, PMI et grandes entreprises présentent des caractéristiques différentes des firmes cotées. En particulier, le taux d'accumulation est plus fort et la croissance externe moindre, alors que le taux d'endettement y est plus élevé ainsi que les rentabilités économique et financière brutes, ce qui traduit des logiques économiques et financières spécifiques. Sur l'ensemble de la population des entreprises, cotées et non cotées, ces mêmes caractéristiques opposent les entreprises de moins de 500 salariés à celles employant plus de 500 personnes. Au total, les PME cotées occupent une position intermédiaire. Bien que présentes sur le marché financier, elles n'en réalisent pas un usage optimal :

- méconnaissance de la logistique des opérations de marché, perception de coûts et de contraintes techniques jugés trop élevés ;
- absence d'une valorisation optimale des fonds propres par absence de jeu sur l'effet de levier et par une politique de dividende mécaniste.

Ces différents points renforcent la portée du constat de l'existence de logique particulière selon la taille et la nature des liens avec les marchés financiers correspondant à des modes de développement, et donc de gestion, spécifiques. L'accès aux marchés financiers impose une modification du comportement qui doit s'effectuer en cohérence avec la stratégie de l'entreprise et les besoins de financement qui lui sont liés. Le recours à l'endettement ou l'appel direct au marché financier révèlent alors des choix de croissance non hiérarchisables. L'entreprise, et la PME en particulier, doit être capable d'identifier ses facteurs de cohérence et donc les risques de rupture liés au changement de contraintes à gérer.

BIBLIOGRAPHIE

- Belletante (1991) : « Pour une approche des spécificités financières de la PME au travers du concept de territoire financier », *Revue Internationale PME*, vol. 4, n° 1.
- Belletante, Desroches (1993) : *L'opinion des chefs d'entreprise du Second marché sur leur présence en bourse*, Groupe ESC Lyon, février.
- Belletante, Levratto (1995) : « Finance et PME : quels champs pour quels enjeux ? », *Revue Internationale PME*, vol. 8, n° 3-4, 1^{er} trimestre.
- Belletante et alii (1994, 1995, 1996) : *Performances et politiques financières des entreprises moyennes cotées*, Observatoire financier des entreprises moyennes, Groupe ESC Lyon, SBF-Bourse de Paris, Crédit agricole.
- Jullien, Paraque (1995) : « Financement des entreprises et évolution du système financier », *Revue Internationale PME*, vol. 8, n° 3-4.
- Mordrel (1987) : *Performances et structures des entreprises industrielles admises au Second marché*, Banque de France, direction des Entreprises, B 87/27.
- Myers (1984) : « The Capital Structure Puzzle », *Journal of Finance*, vol. 39, n° 3.
- Paraque (1994) : « Fonds propres, rentabilité et efficacité chez les PMI. Méthodes d'analyse et appréciation des structures financières », *Revue d'économie industrielle*, n° 67, 1^{er} trimestre.
- Paraque (1995) : *Equity and Rate of Return: Are Small Manufacturing Firms Handicapped by their Own Success?*, SSRN, WPS95-884A, ICSB, 40th World Conference, Sydney, juin.
- Paraque (1997) : « Financial Constraints and Economic Behaviour: A Study of the Specific Features of Small and Medium Sized Manufacturing Firms from 1985 to 1995 » SSRN-FEN, *Journal of Financial Abstracts*, WPS, vol. 4, n° 3A, février.
- Tamari (1980) : « The Financial Structure of the Small Firm – An International Comparison of Corporate Accounts in the USA, France, UK, Israel and Japan », *American Journal of Small Business*, avril-juin.