

STRATEGIE FINANCIERE DES PME – NAGE 2003-2004

1.1. LA PLURALITE DES DETERMINANTS DE LA STRUCTURE FINANCIERE D'UNE ENTREPRISE.....	I
2. LA STRUCTURE DU CAPITAL	II
2.1 POINT DE DÉPART : THÉORIE DES DROITS DE PROPRIÉTÉ	III
2.1.1 <i>La théorie de l'agence</i>	IV
2.1.2 <i>Théorie des coûts de transactions</i>	V
2.2 POUR ABORDER LA QUESTION DU FINANCEMENT, IL FAUT DONC SE POSER LA QUESTION DE LA CONCEPTION DE LA FIRME ET DE LA PME	V
3. LES FONDS PROPRES DES ENTREPRISES: ASPECTS THÉORIQUES	VII
3.1. LA NECESSITE DES FONDS PROPRES	VII
3.2. LE COUT DES FONDS PROPRES.....	VIII
3.3. LA STRUCTURE OPTIMALE DU CAPITAL	VIII
3.4. LA NECESSITE D'INFORMER LES BAILLEURS DE FONDS	IX
3.5. L'INEGALITE DANS L'ACCES A L'INFORMATION	IX
3.6. IMPLICATIONS DES TRAVAUX THEORIQUES POUR LES COMPARAISONS INTERNATIONALES	XI
4. PME ET MARCHES	XIII

1.1. LA PLURALITE DES DETERMINANTS DE LA STRUCTURE FINANCIERE D'UNE ENTREPRISE

La recherche des déterminants de la structure financière des entreprises a fait l'objet d'une importante littérature depuis la thèse de la neutralité des modes de financement sur les décisions d'investissement de la firme établies par Modigliani et Miller (1958). Deux catégories de travaux peuvent être distinguées.

-Pour la *théorie dite de La structure du capital* (Harris, Raviv, 1991), la structure financière de la firme est l'expression du système de préférence rationnelle de son (ses) dirigeant(s) dans un environnement marqué à la fois par la divergence des intérêts des acteurs économiques (dirigeants, propriétaires, dirigeants-propriétaires et créanciers) et par l'existence d'asymétries d'information entre ces acteurs. L'endettement de la firme est alors conçu comme un mécanisme permettant de gérer les conflits existant entre le dirigeant et les propriétaires ou le dirigeant-propriétaire et d'éventuels actionnaires. L'endettement limite en effet le volume des ressources oisives de la firme (Théorie du *Free Cash Flow* de Jensen, 1986) et transfère la décision de continuité de l'exploitation à l'extérieur de la firme. L'endettement constitue ainsi un mécanisme de discipline en raison du risque de défaillance qu'il occasionne, limitant l'incitation des dirigeants à consommer pour leur propre compte la marge d'autofinancement dégagée par la société. Il signale par ailleurs aux outsiders la qualité de la firme (Ross, 1977) et permet donc finalement une résolution au moins partielle des conflits opposant dirigeant(s) et actionnaire(s). Le recours de l'entreprise à la dette n'est pas cependant illimité. La firme est incitée à limiter *de son propre chef* niveau de sa dette, premièrement en raison des conflits émergeant entre les actionnaires d'une part et les créanciers d'autre part et, deuxièmement, en raison de l'existence d'autres mécanismes de signalement moins coûteux (par exemple, la distribution de dividendes). Dans ce cadre théorique, la structure financière observée est le reflet de la stratégie de l'emprunteur. L'entreprise recherche *un niveau d'endettement optimal*, dans un environnement caractérisé par des asymétries d'information. Ce niveau d'endettement correspond à la *demande d'endettement exprimée* de l'entreprise.

-Pour la *théorie dite du rationnement du crédit*¹, la structure financière de la firme est le reflet de la stratégie de maximisation des profits des prêteurs. La stratégie des prêteurs ne

¹ Voir, pour une présentation de cette théorie, Levratto (1992)

converge que très exceptionnellement vers celle des emprunteurs. Il peut alors exister des situations pour lesquelles l'offre de financement est inférieure à la demande. Cette situation particulière a été étudiée par Stiglitz et Weiss (1981). Ces auteurs montrent que l'apparition d'une telle situation sur le marché du crédit résulte de l'existence de phénomènes de sélection adverse² et d'aléa moral³ qui ne permettent pas à une variation des taux d'intérêt d'équilibrer le marché. Le prêteur, ne pouvant jouer efficacement sur le niveau des prix, joue sur les quantités et limite, de manière rationnelle et indépendamment de tout contexte réglementaire, la quantité de crédit distribué. Williamson (1986) confirme le constat de l'existence d'un rationnement du crédit en mobilisant une argumentation sensiblement différente. Dans l'analyse de Williamson, le prêteur se trouve confronté, sur un marché informationnellement imparfait, à l'existence d'un comportement opportuniste des emprunteurs⁴. Les actions menées par les prêteurs pour limiter ce comportement, l'effort de contrôle (le *monitoring*), ne permettent pas toujours de réduire de façon économiquement viable ce phénomène. Dès lors, lorsque les coûts de contrôle excèdent les bénéfices attendus de cette action, le prêteur peut préférer limiter son offre de financement aux entreprises. Le marché du crédit est alors dit rationné puisqu'il subsiste une demande excédentaire non satisfaite. Le niveau d'endettement optimal de la firme, pour le prêteur, correspond au concept de *capacité d'endettement maximal de la firme*.

Le taux d'endettement optimal déterminé par la théorie de la structure du capital n'est pas a priori égal au taux d'endettement maximal déterminé par la théorie du rationnement du crédit, dans la mesure où les objectifs des prêteurs et des emprunteurs ne sont pas les mêmes. Il existe donc finalement une multidétermination de la structure financière observée chez une entreprise, qui peut simultanément ou alternativement résulter de la stratégie menée par l'emprunteur (théorie du capital de la firme) et / ou de la stratégie menée par le prêteur (théorie du rationnement).

2. LA STRUCTURE DU CAPITAL

Le point de vue adopté est celui d'un investisseur financier externe qui arbitre ses décisions afin d'optimiser sa richesse, à savoir la valeur actuelle des flux de revenus.

Deux thèses se sont alors opposées.

1. La *thèse de la neutralité*, établie par Modigliani et Miller (1958), démontre que la valeur de la firme et sa politique d'investissement sont indépendantes de sa structure financière. Mais cette démonstration reposait sur la stricte condition de l'existence d'un marché de capitaux complet et parfait.
2. La *thèse de non-neutralité* met en évidence l'existence d'un taux d'endettement optimal qui permet de maximiser la valeur de la firme. Elle repose sur la levée successive des principales hypothèses du modèle de Modigliani et Miller. Dans le cadre de cette approche, quatre catégories de travaux peuvent être distinguées.
 - Un premier groupe d'analyses incorpore au *corpus* théorique de Modigliani et Miller (1958) l'existence de la fiscalité. L'introduction de la fiscalité sur les

² La *sélection adverse* résulte de l'existence d'asymétries d'information apparaissant avant la signature du contrat de prêt (asymétries d'information *ex ante*). Les prêteurs peuvent difficilement discriminer de manière efficiente les entreprises. Le taux d'intérêt ne constitue pas, en effet, un bon mécanisme de régulation sur ce marché. Une hausse des taux induit la sortie du marché des emprunteurs les moins risqués, si bien que seuls les plus mauvais risques restent finalement à la disposition des prêteurs sur le marché du crédit (Stiglitz, Weiss, 1981).

³ L'*aléa moral* résulte de l'existence d'asymétries d'information apparaissant pendant le déroulement du contrat de prêt. L'emprunteur peut en effet choisir, une fois le financement octroyé, un projet plus risqué que le projet sur la base duquel il a obtenu son crédit. Il apparaît alors un phénomène de *substitution des actifs* que décrivent parfaitement Jensen et Meckling (1976) et Stiglitz et Weiss (1981).

⁴ Des asymétries d'information peuvent se révéler *ex post*. Le prêteur ne peut alors évaluer avec exactitude le taux de rendement du projet réalisé par l'emprunteur qui peut être incité, pour minimiser ses remboursements, à déclarer un revenu inférieur au revenu effectivement réalisé (Williamson, 1986).

sociétés implique alors la manifestation d'un effet de levier positif de l'endettement sur la valeur de la firme (Modigliani et Miller, 1963). Cet effet est cependant totalement (Miller, 1977) ou partiellement (Bradley, Jame et Kim, 1994) compensé si l'on introduit également la fiscalité sur les personnes physiques.

- Un deuxième groupe de travaux introduit des coûts de faillite ou de détresse financière. L'effet de levier positif de l'endettement sur la valeur de la firme dû à la prise en considération de l'impôt sur les sociétés, est alors plus ou moins compensé par le risque de défaut qu'implique un fort endettement. Le dirigeant est alors supposé réaliser un arbitrage entre ces deux effets antagoniques (Baxter, 1967 ; Warner, 1977 ; Myers, 1984 ; Malécot, 1985).
- Une troisième catégorie de travaux souligne l'absence d'une tarification unique pour l'ensemble des sources de financement. Certains financements (l'autofinancement puis les crédits bancaires) sont ainsi moins coûteux que l'émission d'actions nouvelles. Les entreprises les privilégient dans leur politique financière. Ce constat est appelé dans la littérature anglo-saxonne « *the pecking order theory* », que l'on traduit communément par la théorie du financement hiérarchisé (Myers, 1984 ; Fazzari, Hubbard et Petersen, 1988).

Ces trois catégories de travaux introduisent donc des modifications à la marge du modèle séminal de Modigliani et Miller (1958) qui constitue la situation de l'idéal type théorique ou « équilibre de premier ordre » (*first best*). La disparition des pressions fiscales, des coûts de banqueroute et la réalisation d'un équilibre sur des marchés financiers fonctionnant sans friction permettrait de revenir à l'idéal type théorique.

- Une quatrième catégorie de recherche part du constat de l'existence d'asymétries d'information entre créanciers et débiteurs qui rend illusoire l'atteinte d'une telle situation. Les commettants (ou principaux selon la terminologie de la théorie de l'agence) et les agents sont alors supposés chercher la meilleure solution possible, compte tenu des imperfections de l'information existant sur les marchés.

Cette littérature repose sur la constatation de l'existence de conflits entre actionnaires, créanciers et dirigeants et de coûts d'agences liés à ces conflits.

1. Premièrement, les dirigeants (*managers*) sont supposés disposer d'une meilleure information sur la firme, ses projets et ses réalisations. La détention d'information est, par conséquent, asymétrique.
2. Deuxièmement, du fait de l'existence de ces asymétries d'information et donc d'une information privée détenue de manière exclusive par les dirigeants, les projets d'investissements se traduisent par l'existence de *coûts d'agence*. Les comportements des dirigeants ne sont pas, en effet, parfaitement contrôlés, voire même contrôlables, par les créanciers.

2.1 POINT DE DÉPART : THÉORIE DES DROITS DE PROPRIÉTÉ

* Effet des formes de propriété sur le fonctionnement de l'économie, à savoir comment différents types et systèmes de droits de propriété agissent sur le comportement des agents individuels, c'est à dire le droit de choisir les usages d'un bien économique.

* Approche à relier aux coûts de transaction, ces derniers expliquant que le système de droits de propriété a un effet sur l'allocation des ressources et son efficacité.

Dans le cas de la grande entreprise, société anonyme on a séparation entre propriété et contrôle (actionnaires et managers), qui entraîne une baisse de l'efficacité du capitalisme et ne répond plus aux critères de l'efficacité néoclassique (maximisation du profit et maximisation de la valeur de marché des actions).

La théorie de l'agence tend à démontrer les conditions de l'efficacité des diverses formes organisationnelles, via l'étude des relations managers et actionnaires et les incitations. Mais cette thèse/démonstration s'appuie sur l'existence d'une société particulière, la société par action :

- qui a une existence légale distincte de celle de ses membres (cas PME), ce qui simplifie la relation contractuelle avec les tiers,
- dont les parts de la société sont librement échangeables sur tout marché (théoriquement vrai pour PME, ?)
- pour laquelle la responsabilité des détenteurs de parts est limitée (p. 91/92)

2.1.1 La théorie de l'agence

Des conflits d'intérêt peuvent donc apparaître entre actionnaires et dirigeants, ce qui est l'objet de la réflexion contemporaine de la « corporate governance ».

A. Smith a été le premier à insister sur la séparation entre le pouvoir de décision (dirigeants) et le pouvoir de contrôle (propriétaires du capital) caractérisant les grandes sociétés par action. Près de deux siècles plus tard, ce thème suscite un regain d'intérêt avec l'avènement des entreprises modernes. La théorie managériale lie la croissance des grandes entreprises à la nature des droits de propriété et à l'imperfection du contrôle interne et externe des organisations qui génèrent des coûts d'agence. Elle a le grand mérite de fournir une explication des motifs de la croissance des firmes et de souligner l'importance du rôle des marchés financiers (Berles, Means, 1932). La séparation de la propriété et de la direction conduit donc à l'apparition d'intérêts susceptibles de diverger: les premiers sont ceux des actionnaires concernés par le profit, les seconds, ceux des dirigeants qui recherchent la croissance. Les actionnaires peuvent donc être conduits, pour contrôler l'action des dirigeants, à mettre en place des procédures dont le coût peut influencer le prix des émissions d'actions. Ce coût d'agence des fonds propres est particulièrement élevé quand le dirigeant ne possède qu'une faible part des actions de la firme.

Par extension du cas particulier propriétaire - agent non-propriétaire, Jensen et Meckling définissent la relation d'agence « comme un contrat par lequel une ou plusieurs personnes (le principal) engagent une autre personne (l'agent) pour exécuter en son nom une tâche quelconque qui implique une délégation d'un certain pouvoir de décision à l'agent ». Ils considèrent alors que toute coopération entre agents pose les problèmes caractéristiques d'une relation d'agence et peut être traitée de la même manière. La théorie de l'agence recouvre alors toute relation entre deux individus telle que la situation de l'un dépende d'une action de l'autre. L'individu qui agit est l'agent, la partie affectée est le principal.

De ce fait, cette théorie recouvre pratiquement toute relation contractuelle mais il faut que deux conditions soient réunies :

- 1) intérêts divergents des parties,
- 2) information imparfaite : l'agent en sait plus que le principal.

Ces conditions amènent à résoudre deux catégories de problèmes:

1) comment construire un système d'incitation et de surveillance qui empêche l'agent d'avoir un comportement lésant les intérêts du principal.

2) comment choisir un système d'agence qui se rapproche le plus de l'influence obtenue en information parfaite.

La théorie de l'agence s'est alors développée selon deux directions:

- l'une normative,
- l'autre positive, avec Jensen et Meckling dont le but est la compréhension de la structure et du fonctionnement des organismes et plus particulièrement des SA. Elle a pour objectif de fournir les bases d'une théorie générale des formes organisationnelles et d'en expliquer la diversité démontrant la supériorité du capitalisme contemporain (p 96).

D'où une organisation définie comme un noeud de contrats, dont l'objet est de minimiser les coûts d'agence. Il n'y a pas d'opposition firme-marché à la différence de Coase.

2.1.2. Théorie des coûts de transactions

La firme et le marché sont deux formes alternatives de coordination économique (p. 46) et il faut expliquer pourquoi ces deux formes co-existent. Pour Coase le recours au marché entraîne des coûts car il y a une incertitude initiale et des problèmes d'accès à l'information.

Ces deux formes d'organisation ont chacune leurs limites:

- * le recours au marché, c'est à dire la coordination par les prix, entraîne des coûts (acquisition de l'information, coordination des actions...),

- * la croissance de la firme se heurte aux rendements décroissants (Ricardo), aux limites dans la capacité à coordonner les actions, aux coûts d'organisation et de coordination interne croissant avec la taille.

Williamson, à la suite de Coase, identifient quatre grands thèmes/catégories:

- * la transaction est l'unité fondamentale de l'activité économique;

- * la rationalité des agents est limitée car il ne dispose pas de toute l'information;

- * l'accès à l'information est coûteux et partiel;

- * l'innovation organisationnelle est déterminante pour comprendre les performances

On peut alors distinguer deux périodes, la première, avec Coase, fondée sur l'opposition firme-marché, la seconde à partir de 1975 avec une évolution vers le marché entendu comme noeud de contrats entre agents égaux (se rapprochant donc de la théorie de l'agence).

L'apport de Williamson concerne plus particulièrement, en matière de financement,:

- l'explicitation de la rationalité limitée des agents, c'est-à-dire la non - complétude des contrats, et donc l'existence de coûts liés à l'acquisition de l'information et des modes de financement particuliers;

- la mise en évidence de l'existence d'actifs spécifiques, créant un lien de dépendance durable (p. 57) et nécessitant plutôt le recours à l'autofinancement.

C'est la transaction et non la firme qui est le concept de base, contrairement à la théorie de l'agence pour laquelle c'est la relation agent-principal (noeud de contrat) qui est le fondement.

2.2 POUR ABORDER LA QUESTION DU FINANCEMENT, IL FAUT DONC SE POSER LA QUESTION DE LA CONCEPTION DE LA FIRME et de la PME

La théorie néoclassique ne considère pas les rapports de pouvoir y compris entre actionnaires (majoritaires - minoritaires). Elle a pour objet l'étude des échanges de biens ou de services sur un marché dont l'équilibre est déterminé par le prix censé délivrer toute l'information nécessaire à tous les agents. Or en concurrence imparfaite, ce n'est pas le cas: en asymétrie d'information, il faut un autre signal. Plus particulièrement, concernant la valeur des entreprises, s'il n'existe pas un marché des titres de propriétés, il n'existe pas de prix et donc pas de signe de la valeur. Il faut donc signaler autrement la valeur de la firme. Par exemple, un dirigeant non - propriétaire, par le recours à la dette, peut signaler la rigueur de sa gestion et sa compétence, sa rémunération et son emploi dépendant de sa capacité à éviter la faillite.

Un enseignement des travaux sur les entreprises, menée dans le cadre de la théorie de la régulation (Boyer, Bocarra) ou de l'économie des conventions (Salais), est qu'il n'est pas possible de considérer la firme comme noeud de contrat et le pouvoir des agents comme identique (par exemple le rapport salarial). Il y a une hiérarchie des relations (rapports sociaux), donc des inégalités, ce que traduisent, par exemple, le coût du crédit et ses

conditions différentes selon la taille des entreprises, mais aussi les BFR, plus ou moins lourds selon la nature des relations entretenues/imposées avec/par les clients ou les fournisseurs ou la position au sein d'une filière. Mais, en même temps il y a des compétences diverses qui créent aussi des situations de coopération/dépendance. La relation avec le marché est différente et les réponses à la demande diverses et spécifiques à la taille comme le montre le travail sur les mondes de productions (Salais et Storper; travaux avec IDHE - ENS de Cachan).

Par conséquent, la pertinence du recours à la théorie de l'agence, par exemple pour l'étude sur les régimes de crédit, est moins à rechercher dans les modalités de la relation agent-principal, que dans les fondements de la théorie néoclassique de la firme. Cette dernière, en évacuant les rapports de pouvoirs (qui ne se réduisent pas à la seule détention ou non de l'information mais aussi aux statuts juridiques, sociaux des agents), ne permet pas alors d'analyser la diversité des modes de gestion de la rentabilité (taux de profit) comme expression des contraintes liées, entre autres, aux différences et aux spécificités de/du pouvoir des agents.

Les enjeux liés à ces limites apparaissent cependant clairement à travers les incitations évoquées par la théorie de l'agence comme mode de résolution des conflits entre l'agent et le principal. Même si ces conflits sont limités aux seules divergences d'intérêts, ils traduisent bien des rapports de force pour les résoudre. Inciter l'agent - PME à agir dans l'intérêt du principal - banque, revient à tenter d'imposer/influencer les critères d'évaluation des performances de l'agent par l'incitation à gérer, c'est à dire évaluer, selon les propres intérêts du principal. Il y a en outre une pression normative qui s'exerce du dominant vers le dominé. On peut trouver une confirmation de cette norme d'une part par l'étude de la formation des rentabilités (voir Contraintes économiques de PME et des GE ou Emploi, accumulation et rentabilité financières) d'autre part dans l'homogénéisation des structures financières (voir Marché, organisations de la production et rentabilité). Ces relations de pouvoir s'exprime, par exemple, par un coût du crédit supérieur pour les PME, la nature du risque, et donc le risque, y étant différente de celui du prêteur (risque évalué non en fonction des principes de la PME mais de la banque), ou dans le poids élevé des BFR, traduisant le transfert vers l'agent dominé de charges supportées par l'entreprise dominante, par exemple la gestion des stocks.

Les travaux sur le financement des entreprises, ainsi que ceux abordant plus globalement le thème des décisions financières des entreprises, peuvent, en fonction du point de vue analytique adopté, être regroupés en deux grandes catégories :

- La première catégorie comprend les recherches qui analysent la détermination des structures financières liées aux relations entre actionnaires et dirigeants des entreprises. Sous hypothèse de maximisation de la valeur de la firme pour l'actionnaire (Cobbaut, 1996), on s'intéresse aux arbitrages effectués par les dirigeants et/ou les actionnaires entre actions et dettes financières. Le cadre de référence sous-jacent est celui de la théorie néo-classique dans laquelle l'agent principal est « l'épargnant-investisseur ». Dans cette perspective, l'entreprise représente un « nœud » de contrats provenant d'un déséquilibre de pouvoir dans des situations où la symétrie de l'information est imparfaite et où une divergence se fait jour entre les intérêts respectifs des actionnaires et des dirigeants (Harris, Raviv, 1991). Il semble que de telles approches conviennent mieux pour décrire la relation entre investisseurs et dirigeants des grandes entreprises que pour mettre en lumière les différences de comportement financier de toutes les entreprises, cotées ou non cotées.

- La seconde catégorie est constituée par les recherches portant sur les modes de financement des entreprises compte tenu des caractéristiques de leurs actifs et du degré d'incertitude dans lequel les agents gèrent leurs activités, non seulement concernant les états futurs du monde réel, mais aussi les comportements futurs des agents (Rivaud-Danset, 1996). On peut rattacher à ce groupe les travaux de Coase (1987) et Williamson (1988), mais aussi ceux de Salais et Storper (1993) et Rivaud-Danset (1992, 1995, 1996). Cette catégorie semble

s'appliquer davantage aux décisions financières des PME qu'à celles des grandes entreprises. Les premières se caractérisent par une grande diversité de situations économiques et un accès plus limité aux marchés de capitaux. Dans cette perspective, l'endettement et les fonds propres correspondent aux termes d'une alternative de gouvernement d'entreprise en fonction de la nature des actifs de la firme et de ses besoins financiers.

Pour conclure, il faut rappeler que si l'influence (ou non) des modes de financement, soit sur la valeur de l'entreprise, soit sur son activité économique, dépend des besoins de financement de l'entreprise, la nature de ceux-ci nécessite d'être explicitée.

Si l'on suit Schumpeter (1935) cité par Goux (1995), « La théorie régnante est d'accord avec nous ; comme nous, elle voit dans les financements ordinaires qui portent sur des marchandises rien d'essentiel pour la compréhension du crédit. (...) Ce crédit d'exploitation, nous pouvons donc l'éliminer de notre examen (...) ».

À l'opposé, selon une approche plus classique, c'est le financement de l'exploitation qui est déterminant. Par exemple, en France, en raison des spécificités institutionnelles, l'influence de la politique monétaire serait moins susceptible de concerner les PME dans leur politique d'investissement que les grandes entreprises, les premières étant, en revanche, plus sensibles aux conditions et aux possibilités de financement du cycle d'exploitation et donc plus exposées aux effets des mouvements à la hausse des taux courts (rationnement). Par contre, en situation récessive ou en cas de ralentissement économique, la baisse de ces mêmes taux pourrait alors alléger les coûts financiers mais aurait peu d'influence sur l'activité, faute de perspectives pouvant justifier la décision d'investir.

3. LES FONDS PROPRES DES ENTREPRISES: ASPECTS THÉORIQUES

3.1. La nécessité des fonds propres

Plusieurs thèses ont été avancées par des courants de pensées différents pour justifier l'existence et la nécessité des fonds propres. Pour un grand nombre d'entre elles, les fonds propres ont pour fonction cardinale de garantir la solvabilité de l'entreprise. Ils constituent, pour une firme et les agents qui y sont engagés (actionnaires, prêteurs, fournisseurs), une réserve de sécurité permettant de faire face aux accidents d'origine interne ou externe. Des fonds propres suffisants permettent ainsi aux firmes de supporter les conséquences de la défaillance de clients importants ou de pertes de marché. De même, en période de ralentissement conjoncturel, les entreprises peu endettées sont avantagées par rapport à celles qui ont privilégié l'emprunt au détriment des fonds propres. Les premières peuvent étaler dans le temps la rémunération de leurs apporteurs en capitaux externes alors que les secondes doivent faire face à des échéances obligatoires. En outre, selon le niveau d'endettement, les variations de taux d'intérêt ont une influence plus ou moins grande sur les prélèvements financiers que les entreprises doivent supporter.

Les fonds propres en tant que garanties assurent, lorsqu'ils sont importants, non seulement l'indépendance financière des entreprises vis-à-vis des tiers, mais permettent également à ces dernières d'obtenir plus facilement, et à des conditions souvent plus avantageuses, des emprunts pour financer des investissements (physiques ou financiers) nécessaires à leur développement, voire à leur survie.

Les fonds propres ont, en tout état de cause, une importance primordiale pour le financement des investissements chez les entreprises de création récente et/ou innovantes au sens de Schumpeter, particulièrement exposées aux risques. Celles-ci n'ont souvent qu'un accès limité aux capitaux d'emprunt en raison de l'insuffisance des garanties offertes. De plus,

durant la phase de démarrage, elles ne peuvent pas dégager assez d'autofinancement et subissent fréquemment des pertes initiales élevées, qui ne peuvent être compensées que par des capitaux à risques suffisants. Une dotation en fonds propres trop faible constitue dans de tels cas un obstacle à l'investissement et peut donc entraver l'évolution structurelle et la croissance d'une économie.

L'importance déjà signalée que revêtent les fonds propres en tant que garants de la substance patrimoniale et amortisseurs de pertes est particulièrement évidente durant les phases de récession où les situations d'insolvabilité se multiplient. Le manque de fonds propres se traduit alors par de nombreuses faillites et des suppressions d'emplois, qui affaiblissent les économies.

3.2. Le coût des fonds propres

Si le coût de l'endettement est relativement aisé à définir en référence au taux d'intérêt (bien qu'à partir des seules données comptables il soit délicat de rapprocher la structure de l'endettement des différents taux correspondants), le coût des fonds propres est plus difficile à appréhender.

Les fonds propres résultent soit des apports externes, soit de l'autofinancement accumulé. Or, le dividende n'étant pas obligatoire, il faut pourtant que l'entreprise, surtout si elle est cotée, prenne en compte l'exigence de rémunération que peuvent avoir les actionnaires au regard de ce qu'ils obtiendraient d'un placement sur les marchés financiers. Le taux de ce placement est un taux d'opportunité: «il représente la rémunération à laquelle les actionnaires renoncent lorsqu'ils apportent des fonds dans l'entreprise ou lorsqu'ils acceptent le maintien dans l'entreprise d'une fraction du bénéfice obtenu»

(Cohen, 1994). Ce taux de rémunération est alors une estimation du coût des capitaux propres.

La difficulté réside alors dans le choix du taux de rémunération et dans le calcul du coût car « le flux des ressources futures à attendre de la détention de l'action d'une société n'est pas connu avec certitude (...). En effet, non seulement les bénéfices futurs (...) sont aléatoires, mais la politique future de distribution de la société est loin d'être connue par les actionnaires » (Cobbaut, 1994).

Il faut également faire l'hypothèse de la réversibilité des choix d'investissement permettant aux actionnaires d'arbitrer entre un placement dans l'entreprise ou un autre placement sur les marchés financiers. Enfin, ce calcul n'est possible que pour les entreprises cotées vis-à-vis desquelles les nouveaux actionnaires peuvent procéder à un tel arbitrage.

3.3. La structure optimale du capital

À toute stratégie industrielle, qu'elle soit de croissance interne ou de croissance externe, correspond donc une stratégie financière. Celle-ci traduit le mode de financement retenu, c'est-à-dire le choix entre autofinancement, recours à l'endettement ou appel aux actionnaires. En théorie, les arbitrages possibles entre ces différentes sources de financement sont multiples, même si, pour un certain nombre de firmes, les contraintes, notamment institutionnelles, réduisent fortement les possibilités de choix. Par exemple, les PME ont difficilement accès aux marchés financiers.

Sur un plan théorique, Modigliani et Miller ont été les premiers à réaliser des modèles d'optimisation des structures financières en 1958. Après avoir mis en évidence la spécificité de la prise en compte d'un environnement à revenus incertains, ils montrent que toute structure de financement mixant fonds propres et dettes est neutre sur le coût moyen pondéré des différentes sources de financement, c'est-à-dire la valeur de l'entreprise. Les travaux de Modigliani et Miller ont ouvert une controverse qui a porté sur les hypothèses restrictives du modèle de base (fiscalité, coût de transaction, asymétrie de l'information...) et qui a permis de

conforter avec Myers et Majluf en 1984 l'idée selon laquelle, contrairement aux croyances, les fonds propres ne sont pas gratuits et qu'ils peuvent même avoir un coût supérieur à celui de la dette. L'aspect théorique qui concerne exclusivement la valeur intrinsèque des fonds propres peut être revu à la lumière des développements récents de la théorie des organisations (coûts de transaction, conflits d'agences...).

Le théorème d'indifférence de Modigliani et Miller n'est en fait vérifié que sous des conditions adéquates de fonctionnement des marchés financiers « parfaits ». En particulier il faut que la détention de titres de créances puisse être librement arbitrée avec celle des droits de propriété que sont les actions et donc que les conditions d'endettement (taux d'intérêt) soient identiques entre les personnes morales et les personnes physiques.

Lorsque les conditions, en particulier fiscales, d'accès au marché sont différentes entre l'entreprise et les actionnaires, l'endettement peut augmenter la valeur de l'entreprise du fait de l'économie d'impôt qu'elle réalise sur les frais financiers. Dès lors, la valeur d'une entreprise endettée est strictement supérieure à la valeur d'une entreprise non endettée car les intérêts des dettes sont déductibles. Ceci, toutefois, n'est pas vérifié si les particuliers sont autorisés à pratiquer de telles déductions ou si l'incitation d'une firme à s'endetter est faible du fait d'avantages fiscaux lui permettant de réduire son bénéfice imposable (crédit d'impôt, amortissements...). En admettant un optimum de l'endettement au niveau macroéconomique, Miller (1977), montre que la structure financière est toujours neutre quand bien même l'on prendrait en compte l'incidence de la fiscalité d'entreprise et personnelle. Il donne l'exemple des entreprises américaines durant la période 1920-1970. Celles-ci n'ont pas accru leur dette malgré l'augmentation du taux d'imposition qui aurait dû les y inciter car, parallèlement, la taxation des investisseurs augmentait.

Au total, la structure optimale est atteinte lorsqu'il y a compensation entre l'avantage fiscal des dettes et les coûts de faillite.

Par ailleurs, le risque de faillite dont la probabilité augmente avec le poids de la dette et les coûts afférents au contrôle de celui-ci, limitent un comportement d'endettement excessif (Warner, 1977). Il pousse notamment les actionnaires à exiger un taux de rendement plus élevé.

3.4. La nécessité d'informer les bailleurs de fonds

Akerlof (1970) et Spence (1974) sont présentés par la littérature comme les pionniers de l'approche par la théorie des signaux. Le premier s'intéresse aux comportements des vendeurs et des acheteurs sur le marché des biens d'occasion des automobiles «*market of lemons*»). Le second expose la situation d'un employé sur le marché du travail cherchant à se faire embaucher à une rémunération supérieure à celle du marché et ce par émission d'un signal relatif à ses diplômes.

La théorie des signaux n'a été appliquée à la théorie de la structure financière de l'entreprise qu'au cours de la deuxième moitié des années 1970 (Ross, 1977). D'après Leland et Pyle (1977), une entreprise peut se signaler par le pourcentage de capital détenu par l'actionnaire-dirigeant: celui-ci témoigne de la fiabilité des projets d'investissement. Dans le modèle de Ross (1977), le signal est représenté par la structure financière choisie par les dirigeants de l'entreprise. La valeur de l'entreprise augmente avec le niveau de l'endettement. Puisque les dirigeants veulent éviter la faillite, c'est-à-dire maximiser leur intéressement, l'endettement peut être traduit comme signal de bonne gestion et donc de bonne performance de l'entreprise.

3.5. L'inégalité dans l'accès à l'information

À l'origine, Myers (1977) s'intéresse au phénomène de la dette risquée sous information symétrique (debt overhang effect), c'est-à-dire dans une situation où personne ne

possède d'informations privilégiées (Hyafil, 1985). Il montre alors que la présence d'une dette risquée suffit à empêcher l'émission d'actions pour financer de bons projets. L'existence d'une hiérarchie des sources de financement (pecking order theory) a été exposée par Myers et Majluf (1984) après que Myers en ait défini les principaux traits. En effet, en asymétrie d'information, la situation peut être différente: l'autofinancement est préférable à la dette qui, elle-même, est préférable aux fonds propres. L'asymétrie d'information signifie que tous les agents économiques ne disposent pas de toute l'information. Les dirigeants de sociétés ont ainsi, du fait de leur position, une information privilégiée sur la situation et les perspectives de développement économique et financier de la firme. Cette asymétrie explique que, dans certaines circonstances, le recours à des contrats de dette soit privilégié. Entre l'entreprise et ses bailleurs de fonds, trois catégories d'asymétries d'information peuvent être distinguées⁵ :

- Des asymétries d'information apparaissent avant la signature du contrat de prêt dans la mesure où les prêteurs peuvent difficilement discriminer de manière efficiente parmi les différentes demandes de projets de financement. Ces asymétries d'information, que l'on peut qualifier d'ex ante, sont à l'origine du phénomène de sélection adverse sur le marché du crédit (Stiglitz, Weiss, 1981). Pour cette raison, le taux d'intérêt ne constitue pas un bon mécanisme de régulation sur ce marché. Une hausse des taux peut induire la sortie du marché des emprunteurs les moins risqués, seuls les plus mauvais risques demeurent.
- Des asymétries d'information apparaissent pendant le déroulement du contrat. L'emprunteur peut choisir, parmi ses projets d'investissement, un projet plus risqué que le projet effectivement présenté au prêteur et sur la base duquel il avait obtenu son crédit. Si le prêteur observe uniquement le revenu réalisé par l'emprunteur, il ne connaît pas avec exactitude la nature du projet effectivement réalisé. Il doit déterminer si, par exemple, une réduction des revenus réalisés résulte de la mauvaise gestion de la firme par le dirigeant ou d'une réaction normale de l'entreprise aux variations conjoncturelles de son environnement. Ces problèmes d'agence sont qualifiés d'aléa moral.
- Enfin, des asymétries d'information peuvent se révéler ex-post. Le prêteur ne peut alors évaluer avec exactitude le taux de rendement du projet réalisé par l'emprunteur qui peut être incité, pour minimiser ses remboursements, à déclarer un revenu inférieur au revenu effectivement réalisé (Williamson, 1986), ce qui a été qualifié d'opportunisme. Il peut en être ainsi, par exemple, pour le financement des besoins transitoires. En effet, « si l'on considère que les dirigeants protègent les intérêts des seuls anciens actionnaires, une émission d'actions sera mal accueillie. À la limite, pourrait-elle signifier aux yeux

⁵ Pour une revue de la littérature sur les asymétries d'information, le lecteur peut consulter Goyer (1995).

d'éventuels investisseurs que le cours atteint par les actions est jugé trop élevé par les dirigeants? Les nouveaux actionnaires exigent donc une prime de risque importante, ce qui favorise les autres formes de financement» (de Bandt, Jacquinot, 1991).

L'ensemble de ces asymétries génère des problèmes d'agence et donc des coûts de contrôle. Le créancier perçoit un risque de politique d'investissement sous-optimale qui peut se traduire par une capacité de remboursement de la firme, inférieure à sa dette financière. Un tel risque est lié soit à une stratégie de sous-investissement (Myers, 1977) due notamment aux prélèvements en nature réalisés par l'entrepreneur au détriment de la société, soit à une stratégie de surinvestissement correspondant à une prise de risque excessive de la part de l'emprunteur qui réalise ainsi un transfert de richesse des créanciers aux actionnaires (Jensen, Meckling, 1976). Le problème de la non-incitation à investir de manière optimale est supposé, dans la littérature économique, particulièrement sensible chez les entreprises présentant de fortes opportunités de croissance, qui peuvent soit lancer des projets trop risqués, soit ne pas lever une option de croissance. L'asymétrie d'information peut expliquer une organisation spécifique de la relation entre prêteurs et emprunteurs visant à réduire les coûts d'obtention de l'information.

Ces travaux sur l'asymétrie d'information ont été le point de départ de nouvelles approches de la question de la structure optimale de capital. Une large part d'entre eux repose sur la constatation de l'existence de conflits entre actionnaires, créanciers et dirigeants ainsi que l'apparition de coûts d'agence liés à ces conflits.

3.6. Implications des travaux théoriques pour les comparaisons internationales

Les travaux théoriques sur la structure du capital sont multiples. Il en résulte qu'il n'est pas évident a priori d'attribuer une signification univoque au niveau d'endettement ou au degré d'autonomie financière. En effet, que l'on soit investisseur ou banquier, la politique de financement pourra prêter à des analyses divergentes: signe de bonne santé pour l'un dans le premier cas, signe de fragilité pour l'autre dans le second. La problématique commune de ces travaux est explicitement celle de la maximisation de la valeur de la firme sous la contrainte d'une maîtrise des risques. Cette problématique se situe dans le champ de la théorie néoclassique pour laquelle la valeur d'une entreprise correspond à la valeur actuelle des flux de revenus procurés par l'entreprise. Toutefois, la mise en oeuvre de modèles inspirés de ces travaux est délicate puisque, si par définition même, « l'objectif financier de la firme consiste à maximiser la valeur de marché des parts de propriété (actions) », la détermination de cette valeur n'est possible que si les entreprises sont cotées en bourse (Cohen 1994, Cobbaut 1994). De nombreuses recherches ont été conduites pour valider ou infirmer les modèles théoriques. Le lecteur intéressé peut consulter la bibliographie fournie à la fin de cette étude qui en recense un certain nombre et la synthèse réalisée par M. Harris et A. Ravis (1991) qui propose, en effet, une récapitulation des principaux résultats empiriques obtenus sur données de marché de sociétés anglo-saxonnes. Il apparaît, entre autres, qu'en accord avec la théorie des signaux, l'endettement est corrélé positivement avec la valeur de la firme.

Pour analyser des structures financières, on devrait en principe pouvoir disposer de «benchmark », c'est-à-dire de références à utiliser dans les comparaisons entre les entreprises. L'existence d'une structure financière optimale, si l'on disposait d'une théorie économique complète sur cette question, constituerait le point de repère le plus naturel.

Il est donc impératif:

=> de calculer les indicateurs sur la base d'échantillons représentatifs et homogènes en terme d'entreprises, de secteur d'activité et de traitement statistique;

=> de constituer des échantillons contenant des grandes, des moyennes mais aussi des petites entreprises en proportions suffisantes, afin notamment d'analyser correctement l'effet de la taille sur l'endettement des entreprises;

=> de prendre en considération l'influence particulière qu'exercent sur les ratios agrégés les résultats des grandes entreprises. L'analyse par classe de taille doit donc être affinée;

=> de contrôler systématiquement les différences de comptabilité, de traitement empirique et statistique, de structure industrielle nationale, de concepts et de définition des variables utilisées dans chaque pays afin d'aboutir à des indicateurs homogènes;

=> de contrôler et consolider l'analyse par des ratios complémentaires, notamment pour l'observation des besoins et des modalités de financement des entreprises, et pour la compréhension des structures de financement des entreprises européennes.

En théorie la valeur de marché des fonds propres et de l'endettement détermine la mesure la plus correcte de la structure financière de l'entreprise et autorise donc leur comparaison d'un pays à l'autre.

Les prix formés sur un marché financier efficient permettent d'obtenir des mesures qui dépassent les limites intrinsèques des données comptables: la valeur de bourse des capitaux propres dans un marché efficient et complet exprime non seulement la valeur courante de l'actif existant, mais également la valeur des options de développement rentable de l'entreprise, estimées sur la base des meilleures informations disponibles. De plus, le prix de marché efficient n'est pas influencé par les usages comptables ou par les comportements opportunistes des dirigeants dans la préparation du rapport annuel aux actionnaires. En effet, un marché efficient réussit à « lire » à travers les données comptables la situation réelle de l'entreprise, sans être ni influencé ni perturbé par les effets des politiques de bilan.

En principe donc, la valeur de marché autorise la prise en compte, par exemple, de l'existence d'actifs sous-évalués, de provisions excessivement prudentes, d'amortissements fiscaux qui diffèrent des amortissements économiques ou bien de présentation de bilan hasardeuse et opportuniste tendant à fournir une image non fidèle de la situation de l'entreprise.

Pour des raisons similaires, la valeur de marché de l'endettement permet d'obtenir une expression des dettes de l'entreprise plus significative qu'une détermination purement comptable. La valeur de marché tient compte implicitement de l'existence de conditions contractuelles (taux d'intérêt, clauses d'indexation ...) différentes des conditions moyennes prédominantes pour des dettes de même durée résiduelle, d'options de remboursement ou de conversion anticipée, de risques d'insolvabilité plus grands ou plus réduits que la moyenne (qui ne se répercutent pas sur le taux d'intérêt), etc.

En pratique toutefois, le recours concret à des évaluations de marché se heurte à des difficultés considérables. Les marchés ne sont pas, en effet, ni aussi complets ni aussi efficientes que le prévoient les modèles théoriques.

Dans les comparaisons internationales, entre autres, les cycles de marché à un moment déterminé peuvent ne pas être en phase et, par conséquent, la présence de bulles spéculatives à la hausse et à la baisse non synchronisées peut déformer de manière non homogène les prix sur les différents marchés nationaux.

Des différences de « profondeur » et de degré de liquidité des marchés nationaux sont également à prendre en considération. Même s'il est tendanciellement efficient, un marché sur lequel n'ont lieu que peu de transactions en général exprime des prix trop volatiles et non congrus par rapport à la valeur économique des entreprises.

Les marchés financiers des pays pris en considération dans les études ne sont pas représentatifs de leur réalité industrielle: en effet, le nombre des entreprises cotées est trop faible par rapport à l'ensemble des sociétés.

Les valeurs de marché observables présentent un caractère encore plus limité si on examine l'endettement. Seul un montant réduit de la dette de l'entreprise est traité sur le marché, la plus grande partie étant constituée de financements auprès des établissements

bancaires, des groupes ou auprès d'autres bailleurs (sans même prendre en considération la dette commerciale).

Pour la partie de la dette représentée par des instruments à court terme, valeur de marché et valeur de bilan sont très proches, sans toutefois coïncider. Il en va différemment des dettes à moyen et long terme (sans parler des dettes envers le groupe obtenues à des conditions contractuelles de faveur par rapport aux conditions moyennes en vigueur).

4. PME ET MARCHES

De manière logique, la part du financement propre⁶, comme celle des capitaux propres dans le capital engagé⁷, sont plus importantes dans les entreprises cotées que dans les autres (78,9 % contre 73 % et 40 % contre 31,5 %), et ce quelle que soit la taille des entreprises cotées. Il apparaît donc clairement que la cotation sur un marché financier est un facteur d'amélioration de la part du financement propre, que l'entreprise soit grande ou non. 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. Cela 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, restituant en cela la théorie du « pecking order » (Myers, 1984 ; Belletante & al, 1994 à 1996). Les travaux conduits montrent de manière très claire 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), et ce bien qu'ils croient que cette ressource est moins chère que la dette ! Ce comportement ambigu des dirigeants de PME cotées s'explique par les raisons suivantes :

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

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.

L'endettement⁸ n'est supérieur dans les entreprises non cotées à ce qu'il est dans les sociétés cotées qu'à partir de 1994 pour celles présentes depuis 1989. 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 celles des emprunts participatifs (0,9 % contre 0,4 %), des autres emprunts (17,9 % contre 10,9 %) alors que celle 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 société

⁶ Financement propre : capital social + réserves d'autofinancement (amortissements et provisions)

⁷ Capital engagé = financement propre + dettes financières (yc. crédit-bail)

⁸ Y compris crédit-bail

à l'autre. Il est à noter cependant, d'une part, un recours à d'autres modes de financement comme le crédit-bail et l'escompte, 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 %), d'autre part que les prêts consentis par les groupe et associés sont voisins dans les entreprises cotées ou non cotées.

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 (billet de trésorerie). Ce faible recours à l'endettement de marché par les PME cotées françaises 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 %). Les autres raisons sont liées d'une part 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 liés aux entreprises de taille et capitalisation petites ou moyennes. L'expérience française de cotation de PME montre très clairement la nécessité d'adapter les structures et les conditions de fonctionnement des marchés aux réalités économiques des PME. D'autre part, le très faible usage de l'endettement direct par le marché (moins d'une PME cotée sur 10 pour l'échantillon OFEM) s'explique aussi par une méconnaissance totale par les dirigeants des PME cotées 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 délaisser par la suite (Belletante & Desroches, 1993 ; Belletante & al, 1994 à 1996). 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. Malgré un accès privilégié, le « knowledge gap » (Tamari, 1980 ; Belletante & Levratto, 1996) demeure ; aux autorités boursières et aux partenaires financiers des PME d'aider ces dernières à le réduire.

Si l'opposition selon la taille ne recoupe pas totalement celle selon la cotation en bourse, pour autant des points communs entre PMI/PME et entreprises non cotées apparaissent. 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 rentabilité économique et financière brute. Les PME cotées sont à la frontière de ces comportements. 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 de déconnection entre la collecte de ressources financières et leur usage : de nouvelles ressources financières n'apparaissent que concomitamment avec des projets d'investissement,
- absence d'une valorisation optimale des fonds propres par absence de jeu sur l'effet de levier et par une politique de dividende mécaniste.

Au total, les besoins de financement apparaissent différents, d'autant que les délais de rotation des besoins en fonds de roulement d'exploitation 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 & Desroches, 1993). Cela est une conséquence directe de la cotation. D'une part, les clients profitent de plus d'informations sur la firme cotée qui les fournit (information publique), d'autre part, les dirigeants des PME cotées ont constaté que leurs clients exercent une plus forte pression sur eux après la cotation. Cet allongement des délais de rotation des BFRE a souvent été signalé parmi les inconvénients de l'accès au marché financier pour des PME.

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. Ce qui compte en effet c'est la capacité de l'entreprise, et de la PME en particulier, à identifier ses facteurs de cohérence et donc les risques de rupture du fait d'un changement des contraintes à gérer.