

CONTRAINTES FINANCIERES ET DEVENIR ECONOMIQUE: LA SPECIFICITE DES PME DE L'INDUSTRIE DE 1985 À 1995.

FINANCIAL CONSTRAINTS AND ECONOMICS BEHAVIOR: THE SPECIFICITIES OF SMALL MANUFACTURING FIRMS FROM 1985 TO 1995

Bernard Paraque.

Banque de France - 44 1356 - 31 rue Croix des Petits Champs, 75049 Paris Cédex 01, France¹

Abstracts: The aim of this paper is to give an overview of the behavior of manufacturing firms, in particular the small ones and to go deeper into the conclusion of a previous paper (Equity and rate of return, ew-fin-9608001). After some quotes about capital structure and private firms, a comparison of own funds is made between german, french, spanish, italian and austrian manufacturing firms. We can find that french manufacturing firms, for each size studied, are less indebted than their foreign counterparts. Otherwise, french small firms are more profitable and more efficient than the larger ones. We then point out two economic behaviors. The first one depends on growth capacity of the firms and also on their accumulation outlay; the second depends on the intensity of the links with the financial markets, the facilities to obtain lendable funds, all aspects which oblige firms to make high financial profitabilities that can reduce accumulation decisions.

L'objet de ce papier est d'approfondir les conclusions présentées dans une précédentes recherche concernant la comparaison des performances et des structures financières des PME et des grandes entreprises. Après avoir rappeler le rôle des fonds propres à la fois d'un point de vue théorique mais aussi dans le cadre d'une démarche prudentielle d'appréciation de la solvabilité des entreprises, un rapprochement des dotations en fonds propres des entreprises de l'industrie manufacturière en Europe est commenté. Puis en se concentrant sur les firmes françaises de 1985 à 1995 nous identifions des comportements spécifiques. L'hypothèse de logique économique différentes est alors avancée. Celle-ci prend appui sur les limites de la taille comme facteur explicatif du risque (Ciéply, Paraque, 1996) et la nature des contraintes à gérer selon les modalités d'accès aux marchés financiers.

¹ Article paru dans Regards sur l'Actualité, La Documentation Française, décembre 1996. Version revue et actualisée d'une part d'un article paru dans la Revue d'Économie industrielle n°67 du 1er trimestre 1994 " Fonds propres, rentabilité et efficacité chez les PMI : méthodes d'analyse d'appréciation des situations financières ", d'autre part d'un extrait de mon mémoire pour le diplôme d'habilitation à diriger les recherches présenté à Lyon en novembre 1995 " Financement, investissement et performances des entreprises industrielles ". (ew-fin-9608001) Les propos et analyses tenus ne sauraient engager la Banque de France.

1) LA DIVERSITÉ DES SITUATIONS ÉCONOMIQUES

S'interroger sur le financement des PME nécessite de reconnaître la diversité des situations industrielles qui est induite par la très grande variété des modes de gestion. Ceux-ci correspondent aux arbitrages effectués à divers stades du fonctionnement de l'entreprise afin de la rendre performante.²

1-1 Les choix de gestion

Pour évaluer les performances³ de l'entreprise, il importe de prendre en compte les différents types de choix qui en conditionnent la pérennité. Ces choix sont de trois ordres :

– les choix de marché, à savoir l'identification d'un besoin susceptible d'être satisfait dans des conditions rentables, c'est-à-dire en fonction du mode et des conditions de financement obtenus (Paranque, Rivaud-Danset, Salais 1996);

– les choix d'investissement, autrement dit la définition d'une combinaison productive intégrant à la fois technologie et organisation ;

– les choix d'organisation, qui déterminent les conditions de maîtrise des délais de retour sur investissement⁴ et, plus largement, celles de la mise en oeuvre de la combinaison productive.

C'est à la lumière de ces choix, et en particulier de ceux qui concernent la politique d'investissement, qu'on peut analyser les problèmes de financement, et notamment les écarts de dotations en fonds propres entre les entreprises de différente taille. Et, c'est en s'interrogeant sur les fondements de la rentabilité de l'entreprise qu'on peut déterminer si les problèmes de financement et d'accès au crédit que connaissent les PME sont dus ou non au fait que leurs performances sont insuffisantes par rapport à celles d'entreprises de plus grande taille.

Cette démarche s'avère d'autant plus indispensable qu'elle éclaire la spécificité du financement des PME, généralement sous-estimée quand il est question de leurs difficultés. Si ces difficultés peuvent aller de pair avec l'insuffisance de fonds propres, la relation est loin d'être biunivoque. De nombreux facteurs, indépendants de l'insuffisance de fonds propres en tant que telle, sont susceptibles de concourir à la mauvaise santé d'une entreprise. Il peut s'agir, par exemple, d'investissements mal ciblés ou dont les délais de retour sont trop longs (ou plus longs que prévu), ce qui entraîne un alourdissement du taux d'endettement (pour

² voir Harris et Raviv (1991) pour une revue de la littérature.

³ Ici le terme performance s'entend comme la capacité à dégager les ressources nécessaires à l'investissement et au respect des engagements de l'entreprises vis-à-vis de l'ensemble des acteurs (salariés, État, prêteurs, fournisseurs ...).

⁴ Temps écoulé entre le moment où on engage une dépense et celui où on récupère sous forme de bénéfice.

financer le retard) et une incapacité à assurer la charge de la dette (par insuffisance de richesses créées). La perte d'un ou plusieurs marchés peut aussi provoquer de graves difficultés, de même qu'une trop forte dépendance vis-à-vis de clients ou de fournisseurs.

1-2 Les sources de financement

Pour se financer, une entreprise dispose de deux grandes catégories de ressources.

La première, d'origine externe, est constituée des apports des actionnaires et des emprunts auprès des établissements de crédit⁵. L'apport des actionnaires forme le capital social. Ce dernier, avec les réserves engendrées par les bénéfices des années antérieures qui n'ont pas été distribués et le résultat de l'exercice, constitue les capitaux propres. Les fonds propres représentent une notion plus large que celle du capital social : ils intègrent des apports d'actionnaires, qui se différencient des précédents par les droits qui sont conférés à leur titre, mais aussi d'autres ressources stables sans droit de vote. Dans le texte qui suit, le terme de fonds propres est employé, sauf indication contraire, dans le sens générique d'apport de ressources stables. Les emprunts contractés auprès des établissements de crédit correspondent aux dettes financières qui donnent lieu au paiement d'un intérêt (charges financières ou frais financiers) et à remboursement. Intérêts et remboursement correspondent à la charge de la dette qu'on rapporte à l'excédent brut global. Celui-ci s'établit en déduisant de la valeur ajoutée les frais de personnel et les impôts et taxes.

La seconde catégorie de ressources est d'origine interne. Ces ressources sont obtenues par l'activité propre de l'entreprise et résultent de ses ventes, compte tenu de sa politique commerciale et de sa politique d'investissement. Elles permettent à l'entreprise de rembourser ses emprunts, de renouveler, voire d'accroître ses capacités de production, de payer des dividendes à ses actionnaires et d'affecter tout ou partie de ses résultats aux capitaux propres. Dans ce dernier cas, elle capitalise ses résultats. La capacité d'autofinancement est l'indicateur habituel de cette ressource interne, bien que la valeur ajoutée puisse aussi y prétendre.

La distinction opérée selon l'origine et la nature des ressources à la disposition des entreprises recouvre des différences économiques quant aux conséquences et aux effets de leur mobilisation. En effet, en asymétrie d'information on peut penser qu'une entreprise hiérarchise ses préférences entre diverses sources de financement (Myers, 1977, 1984; Majluf et Meyers, 1984)⁶.

⁵ Les PME ont beaucoup plus recours aux emprunts bancaires que les grandes entreprises. En outre, elles se financent davantage par des crédits bancaires de trésorerie, qui sont plus onéreux que les emprunts. Les grandes entreprises, quant à elles, peuvent faire directement appel aux marchés financiers.

⁶ On notera que le terme entreprise n'est pas défini : en droit, seule la société a un statut juridique qui fait référence aux actionnaires comme propriétaires. L'entreprise existe comme l'expression de l'activité économique de la société mais en référence aux autres acteurs que sont les salariés et les dirigeants quand ces derniers sont différents des propriétaires.

1-3 Le rôle des fonds propres

Les fonds propres ont pour fonction cardinale de garantir la solvabilité de l'entreprise, c'est-à-dire sa capacité à faire face à ses engagements financiers. Ils constituent, pour une firme et pour les agents économiques qui y sont engagés, une " réserve " de sécurité permettant de faire face aux accidents d'origine interne ou externe. Les fonds propres se caractérisent par une triple qualité (Manceau, 1992):

– il s'agit de capitaux à exigibilité nulle; autrement dit, un actionnaire ne peut pas exiger de l'entreprise le remboursement de ses parts, comme c'est le cas pour un prêt dont la date de remboursement est fixée par contrat ;

– ces capitaux ne peuvent prétendre à une rémunération fixe, c'est-à-dire que la perception d'un dividende, soumise à une décision de l'assemblée générale des actionnaires, est aléatoire ;

– ils ont pour fonction ultime de couvrir le risque, à savoir rembourser les dettes contractées par l'entreprise en cas de défaillance de celle-ci.

S'il est donc essentiel pour une entreprise de détenir un minimum de fonds propres, il est, en revanche, difficile de définir dans l'absolu un partage optimal entre fonds propres et endettement. En fait, chaque entreprise cherchera à optimiser le recours au financement externe, en tenant compte du coût de celui-ci mais aussi en fonction du degré d'autonomie qu'elle veut ou peut sauvegarder et des projets de développement qu'elle veut mettre en oeuvre. La multiplicité des arbitrages possibles entre les différentes sources de financement (interne et externe) induit des comportements qui varient d'une firme à une autre, d'une catégorie de sociétés à l'autre.

2) COMPARAISON ENTRE LES PME ET LES GRANDES ENTREPRISES

Une comparaison entre entreprises industrielles européennes sur la période 1991-1993 souligne la bonne santé financière des sociétés françaises, en particulier des PME ⁷.

Si on considère le ratio fonds propres/ressources financières ⁸ en médiane ⁹ :

⁷ Extrait d'une étude à paraître "Fonds propres et conditions de financement des entreprises en Europe : analyse comparative des sociétés de capitaux allemandes, autrichiennes, espagnoles, françaises et italiennes" J.R. Cano, M. Delbreil, H. Friderichs, B. Gress, B. Paraque, F. Partsch, F. Varetto - Comité européen des Centrales de bilans.

⁸ Fonds propres = Capitaux propres – subvention d'investissement – capital souscrit net appelé – immobilisations incorporelles.

Ressources financières = Fonds propres + dettes financières + effets escomptés

+ prime d'émission des obligations – prime de remboursement des obligations – avoirs des groupe et associés.

⁹ Valeur qui partage en deux effectifs égaux la population statistique : le nombre d'observations inférieures à cette valeur est égal au nombre d'observations supérieures.

– les entreprises allemandes apparaissent comme les plus faiblement dotées, à 10 points derrière les italiennes ;

– les sociétés françaises et espagnoles sont les plus capitalisées, alors que les firmes autrichiennes sont dans une situation intermédiaire.

Ce constat est valable sur toute la période étudiée. De 1991 à 1993, le ratio a reculé pour les firmes allemandes alors que les sociétés italiennes et espagnoles renforcent légèrement leur position.

2-1 Les entreprises françaises face à leurs homologues européennes

L'analyse de l'"effet-taille" sur la capitalisation des entreprises en 1993 fournit deux enseignements principaux :

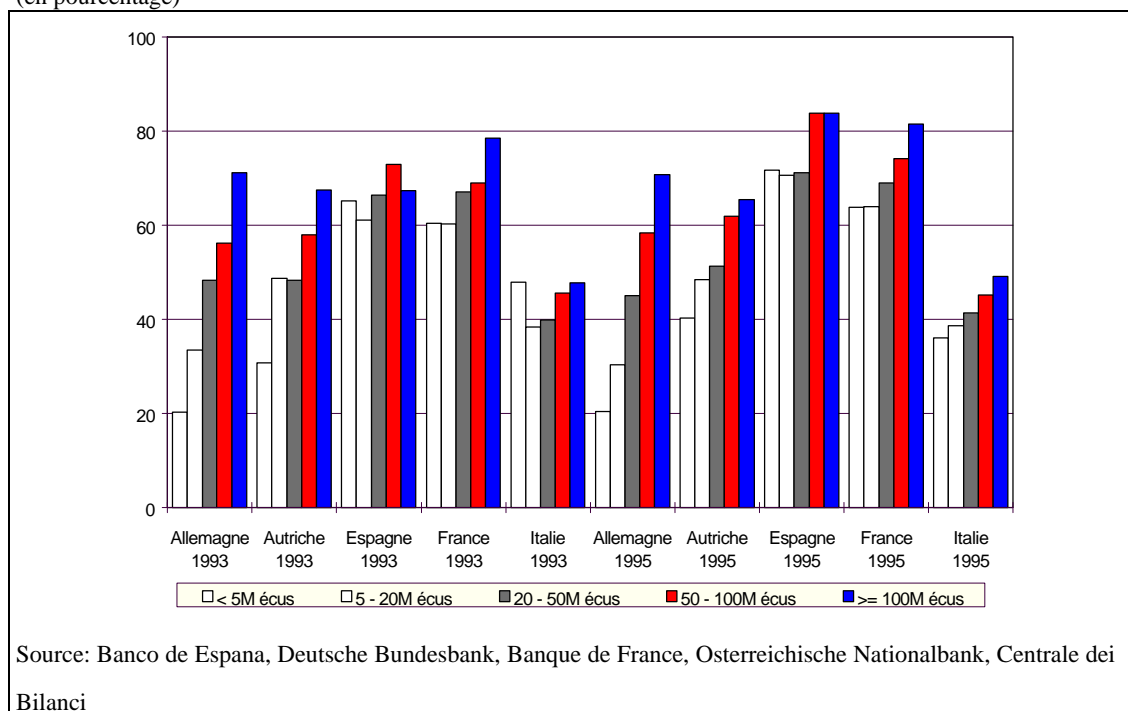
- l'influence de la taille des entreprises sur leur niveau de capitalisation varie fortement d'un pays à l'autre. Elle est très importante en Autriche et encore plus en Allemagne : l'écart entre les firmes qui réalisent moins de 5 millions d'écus de chiffre d'affaires et celles dont le chiffre d'affaires dépasse plus de 100 millions est de 36,7 en Autriche et de 50,8 en Allemagne contre 18,1 en France. En revanche, l'influence de la taille est quasi inexistante en Italie et en Espagne, contrairement aux trois autres pays où l'autonomie financière croît plus ou moins fortement avec la taille.

RATIO FONDS PROPRES / RESSOURCES FINANCIÈRES

par taille d'entreprise

(médiane)

(en pourcentage)



Source: Banco de Espana, Deutsche Bundesbank, Banque de France, Osterreichische Nationalbank, Centrale dei Bilanci

- d'un pays à l'autre, les écarts sont beaucoup plus importants entre les petites entreprises qu'entre les très grandes. Dans les PME allemandes (de moins de 5 millions d'écus de chiffre d'affaires), les fonds propres en médiane ne représentent que 20,3 %¹⁰ des ressources financières alors que ce pourcentage atteint 30,7 % en Autriche, 47,9 % en Italie, 60,4 % en France et 65,1 % en Espagne, pour la même catégorie de firmes. En revanche, pour les très grandes entreprises, c'est-à-dire celles qui réalisent un chiffre d'affaires supérieur à 100 millions d'écus, les écarts sont assez faibles si on exclut l'Italie. Ainsi, dans cette catégorie de population, la médiane du rapport fonds propres/ressources financières est de 67,4 % en Autriche, de 67,3 % en Espagne, de 71,1 % en Allemagne et de 78,5 % en France, soit un écart maximum de 16 points (ou de 30,7 points si on inclut l'Italie). Il semblerait donc que le recours aux marchés financiers internationaux par les grandes entreprises aboutisse à une certaine harmonisation de leurs structures de financement.

2-2 Résultats comparatifs des petites et grandes entreprises françaises de 1985 à 1995

Entre 1985 et 1995, les PME ont renforcé leur dotation en fonds propres (financement propre/capital engagé¹¹) de près de 10 points. S'il est vrai que la restauration de l'autonomie

¹⁰ Cela signifie que 50 % des entreprises ont un ratio inférieur à 20,3 %.

¹¹ Capital engagé = financement propre + endettement financier.

financière a été plus soutenue dans les sociétés de plus de 500 salariés (+ 15,4 points), le niveau atteint par les PME au début des années 1990 correspond à celui des grandes entreprises à la fin des années quatre-vingts. En fait, ce rapprochement entre PME et grandes entreprises a peu de sens si l'on n'étudie pas les besoins de financements qui correspondent à chaque cas et reflètent des logiques de fonctionnement différentes. Autrement dit, une interrogation sur l'autonomie financière d'une entreprise et les conditions de son financement n'a de sens qu'en rapport avec le comportement global de celle-ci. S'ils sont bien interprétés, l'examen de plusieurs indicateurs de performance, sous forme de ratios, permet d'évaluer les résultats de l'entreprise. En revanche, le recours à un seul ratio est insuffisant pour comprendre le fonctionnement réel de l'entreprise ainsi que la manière dont elle gère ses débouchés et les exigences de rémunération des apporteurs de capitaux, actionnaires et prêteurs.

Si on en juge par leur taux d'accumulation (investissement/capital), donc en pondérant le taux d'investissement (investissement/valeur ajoutée) par l'efficacité du capital (valeur ajoutée/capital)¹², il apparaît que les PME investissent plus que les grandes entreprises. Or qui dit investissement plus important dit besoins de financement plus substantiels (y compris pour le cycle d'exploitation), ce qui se traduit par un recours au financement externe plus élevé. Ces besoins en financement dépendent aussi des relations entretenues avec les partenaires économiques et de la nature de l'insertion de l'entreprise dans la filière (domination ou dépendance entre agents, importance des donneurs d'ordre, type de sous-traitance réalisée).

En termes de rentabilité économique (excédent brut global/capital engagé), la performance des PME est plus élevée que celles des firmes de plus de 500 personnes, sauf en 1992 et 1993 où elle est similaire. C'est également le cas en termes de rentabilité financière brute, c'est-à-dire quand on rapporte la capacité d'autofinancement brute (après paiement de l'impôt sur les sociétés et des charges financières) au financement propre de l'entreprise : sur toute la période étudiée, la rentabilité financière brute des PME est supérieure à celle des grandes entreprises.

En revanche, le constat diffère quelque peu selon que l'on raisonne avant ou après déduction des amortissements¹³ ou des dividendes versés aux actionnaires.

– ainsi, en termes d'autofinancement/financement propre (l'autofinancement correspondant à l'autofinancement brut moins les dividendes versés), les PME sont toujours plus rentables que les grandes entreprises, mais l'écart s'accroît quelque peu d'une catégorie de taille à l'autre : le poids des dividendes est en effet plus élevé dans les grandes entreprises que dans les PME. Ce ratio constitue un indicateur de rentabilité après rémunération des

¹² Comptablement, $\text{investissement/capital} = \text{investissement/valeur ajoutée} \times \text{valeur ajoutée/capital}$.

¹³ Les amortissements correspondent à l'usure physique et économique des machines. On constitue donc des réserves d'amortissement (dotations) : une machine achetée 10 millions, faite pour durer 10 ans, se verra en principe affecter un amortissement de 1 million par an.

actionnaires (rentabilité financière brute après dividendes), donc un instrument d'évaluation de la capacité de capitalisation de l'entreprise, avant prise en compte de la politique d'investissement ;

– inversement, en termes de rentabilité financière nette, c'est-à-dire de rapport entre la capacité d'autofinancement restant après déduction des charges de maintien du potentiel productif de (CAF) et les capitaux propres (CAF nette / capitaux propres), la performance est un peu plus élevée pour les grandes entreprises que pour les PME.

PME et grandes entreprises de l'industrie manufacturière de 1985 à 1995

7	1985	1986	1987	1988	1989	1990	1991	1992	1993	1994	1995
Financement propre / capital engagé*											
PME	62,0	63,2	63,8	64,0	63,9	64,4	65,7	67,0	69,7	71,0	71,8
GE	64,2	67,0	70,3	71,6	71,1	71,5	73,5	74,8	77,6	79,0	79,6
Taux d'accumulation *											
PME	13,5**	14,3	15,4	16,3	16,8	17,1	14,6	12,7	10,3**	10,9	11,8
GE	13,2	13,2	13,0	13,8	14,8	14,8	13,1	11,6	9,4	8,2	9,5
VAG/capital engagé*											
PME	79,1	78,1	76,0	75,3	74,3	73,6	70,9	68,1	65,0	65,8	66,1
GE	59,9	60,1	59,0	58,3	56,7	54,2	52,4	50,7	46,8	47,7	46,7
EBG/VAG *											
PME	23,1**	24,1**	24,0	25,0	25,9	25,9	24,6	23,2	21,5	22,8	22,7
GE	22,1	23,4	25,8	27,3	28,2	29,1	27,9	26,2	24,2	26,6	26,3
Rentabilité économique *											
PME	14,9	15,7	15,9	16,5	16,9	16,7	15,3	13,5**	12,2**	13,0	13,1
GE	13,0	13,8	14,4	15,2	15,2	14,7	13,7	12,8	13,4	11,8	11,5
Rentabilité financière brute*											
PME	12,1	13,7	14,1	15,6	16,5	16,4	14,6	12,8	11,1	12,5	12,4
GE	10,2	11,1	12,2	13,2	14,0	13,2	12,2	11,5	9,5	10,5	10,1
Autofinancement/ financement propre *											
PME	10,5	12,2	12,3	13,6	14,4	14,1	12,2	10,4	8,4	9,7	9,4
GE	8,5	9,3	10,1	10,7	11,2	10,2	9,1	8,8	6,0	7,0	6,8
CAF nette/capitaux propres**											
PME	-2,1	1,6	2,7	3,7	5,6	3,8	0,6	-3,1*	-6,2	-1,4	0,5
GE	-3,8	0,5	4,2	7,4	7,4	7,0	2,3	2,4	-2,3	1,7	2,4
Dividendes/capitaux propres *											
PME	1,7	1,8	2,3	2,7	3,1	3,4	3,4	3,3	3,9	4,0	4,4
GE	2,8	2,6	3,7	4,6	5,3	5,6	5,4	5,2	6,0	6,1	6,5
Dotations aux amortissements/ financement propre *											
PME	10,0	10,0	10,1	10,7	11,1	11,6	11,4	11,2	10,2	9,5	9,3
GE	8,7	8,6	8,0	8,2	7,9	8,4	8,3	7,9	7,5	6,8	6,7

Source et réalisation : Banque de France

* écart statistiquement discernable au seuil de 5 %.

** écart non significatif.

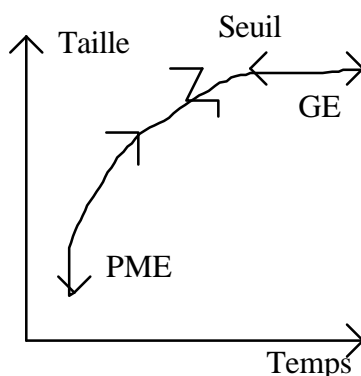
Ainsi, en analysant les différentes étapes du processus d'activité de l'entreprise, on constate que la capacité de capitalisation des résultats, et donc de renforcement des capitaux propres, diffère peu d'une catégorie de taille d'entreprise à l'autre. En revanche, le poids des dotations aux amortissements est plus élevé dans les PME, alors que celui des dividendes y est moindre que dans les grandes entreprises. Le renforcement effectif dépend donc des décisions

que prend chaque entreprise en matière d'affectation des résultats, c'est-à-dire selon qu'elle choisit d'affecter ses bénéfices à l'investissement, au désendettement ou à la capitalisation.

2-3 Diversité des logiques économiques selon la taille des entreprises

Le poids des amortissements dépend de l'effort d'accumulation. La différence observée entre les indicateurs relatifs aux PME et ceux des grandes firmes renvoie à un comportement de croissance qui varie selon la taille de l'entreprise. Le développement d'une PME est d'ordre plus quantitatif et s'appuie en même temps sur une maîtrise de la qualité de son offre. C'est-à-dire que, pour répondre à la demande qui lui est adressée, en moyenne et en général, la petite entreprise devra accroître son volume de production tout en maintenant, voire renforçant, la qualité de ses produits. À l'opposé, une grande entreprise, en moyenne et en général, devra arbitrer entre des opportunités de croissance, autrement dit faire un choix qualitatif entre des options de croissance quantitative. Cette stratégie correspond aux restructurations dont la presse se fait l'écho à propos des opérations de recentrage sur le secteur, de redéploiement, de cessions d'activité ou d'accords de coopération.

Cette opposition entre PME et grandes entreprises est certes simpliste car toutes les PME ne sont pas destinées à devenir de grandes entreprises. En revanche, toute entreprise est confrontée à des problèmes de seuil qui sont variables selon la taille acquise, comme l'illustre le schéma suivant.



Les écarts en matière de distribution de dividendes illustrent des logiques économiques différentes, l'une plus industrielle, l'autre plus financière. Les grandes firmes connaissent une contrainte de rentabilité spécifique à l'égard des actionnaires, du fait de l'intensité de leurs liens avec le marché financier : la rentabilité financière nette et la rémunération des actionnaires doivent y être plus élevées que dans les petites entreprises. Dans les PME, la contrainte de rentabilité est plus importante à l'égard des prêteurs que dans les grandes entreprises : il faut

que la rentabilité économique y soit plus forte pour assurer la charge de la dette et le poids de la politique d'investissement ¹⁴.

La situation financière des PME est d'autant plus sensible à la charge de la dette que leur développement dépend fortement de l'évolution des débouchés, sans que leur actif ait une valeur autre que comptable du fait de l'absence d'un marché financier qui leur soit adapté. Elles sont obligées d'investir pour continuer à se développer. Cette nécessité peut être contradictoire avec la distribution de dividendes ou induire une rentabilité plus faible que celle qu'on juge "normale", et ce pendant une durée supérieure aux horizons des marchés financiers. En outre, les exigences de rentabilité qui caractérisent les marchés financiers ne coïncident pas forcément avec les choix de développement des PME, qui sont dictés par une activité "réelle". Un apporteur de capital n'a a priori aucune raison de s'accorder à cette logique : soit il n'est pas intéressé à investir, soit il va introduire une distorsion plus ou moins grande entre la logique de la PME et ses propres besoins de rémunération. Les PME réagissent à la distorsion qu'engendre l'intervention d'un nouvel actionnaire ou d'un prêteur par une flexibilité importante ¹⁵ : des efforts élevés de renouvellement d'équipements et une main-d'oeuvre au savoir-faire non négligeable leur permettent de s'adapter rapidement aux évolutions. Ce faisant, si elles n'attirent pas de nouveaux actionnaires, elles peuvent néanmoins maîtriser la contrainte de solvabilité, pour autant que leurs débouchés se maintiennent, à défaut de croître.

Compte tenu de leur mode d'insertion particulier dans le système productif, les PME ne se définissent nullement comme de "petites grandes entreprises". Elles sont régies par une logique d'un autre ordre que celle des grandes entreprises. On pourrait la qualifier de logique d'accumulation sous contrainte de débouchés, la contrainte de rentabilité ne "jouant que" comme force de rappel aux conditions du marché. Cette logique d'accumulation correspond à la nécessité d'accroître ou de développer le potentiel productif pour répondre à la demande. Il s'agit autant d'une évolution en volume (hausse des capacités) qu'en qualité (nouvelle technologie, modernisation, innovation) pour répondre aux besoins exprimés par les clients et les donneurs d'ordre.

Les grandes entreprises, quant à elles, obéiraient à une logique de capitalisation sous contrainte de rentabilité, en particulier financière, la contrainte de débouchés étant traitée au travers des alliances, des réorganisations des actifs, de position dominante. La contrainte sur ces entreprises s'exerce au travers des arbitrages auxquels se livrent les marchés financiers entre diverses opportunités de placements. La logique de capitalisation consiste alors à

¹⁴ Il faudrait préciser cette opposition par une étude complète de l'incidence de la fiscalité sur la politique d'amortissement, mais ceci dépasse le champ du présent travail. Il n'en reste pas moins que l'amortissement dégressif réduit, comptablement, le délai de retour sur investissement et peut donc amplifier les effets de la politique d'investissement proprement dite sur le résultat.

¹⁵ Cf sur cette question CEPME : "La flexibilité des PME", Études et statistiques, 1993.

s'assurer que l'écart entre les prévisions de croissance de la firme et les évaluations auxquelles procèdent les intervenants sur les marchés coïncident au mieux, pour ne pas remettre en cause les structures et les équilibres financiers de la société. Dans ce cas, le pivot de la performance n'est plus le taux d'accumulation, mais bien la rentabilité.

CONCLUSION

En définitive, le handicap des PME en matière de financement serait de deux ordres :

- d'une part, le risque concernant les PME touche moins à leur rentabilité qu'à l'incertitude sur leur pérennité, ce qui pose directement le problème de leur capacité à fournir à leurs partenaires financiers des informations sur la manière dont elles gèrent cette pérennité ;

- d'autre part, le développement et la libéralisation des marchés financiers ont accru la volatilité du fonctionnement des marchés. Les banques et, plus largement, les établissements de crédit sont confrontés à l'écart de temporalité entre le rythme de ces marchés et celui de l'activité réelle des entreprises. Ils réagissent au coût de ce décalage soit en réduisant leur marge, soit en accroissant la sélectivité de leurs offres de prêts. Cette sélectivité s'opère sur les quantités offertes ou sur le coût du crédit. Les PME sont alors particulièrement handicapées par rapport aux autres firmes. Les grandes entreprises, soumises à la même stratégie financière, y répondent en adaptant leur politique d'investissement et d'emploi et en recourant aux marchés financiers. En revanche, les PME sont plus passives et sont soumises à la "régulation" par les marchés financiers. Il apparaît donc que la problématique "PME" est plus une problématique de financement de la croissance que de renforcement des fonds propres.

Les différences de logiques de comportement, tant dans la formation de la rentabilité que dans les modalités de financement, conduisent alors à définir la PME comme une entreprise dont les titres ne sont pas négociés sur un marché.

Si l'appréciation bilantielle de la situation financière des PME peut inciter à croire que leur niveau de capitalisation est insuffisant, en revanche, l'analyse de leur comportement économique et financier indique un effort d'investissement et des rentabilités économiques et financières supérieures à celles des grandes entreprises et une autonomie financière plus élevée que celles de leurs homologues européennes. Le gain potentiel escompté d'une participation au capital d'une PME est donc aussi élevé que celui qui peut être obtenu dans une entreprise de taille plus importante. Toutefois, la réalisation de ce gain et l'importance de la capitalisation vont dépendre, d'une part, de l'intensité des efforts d'investissement engagés et de l'importance

consécutives des amortissements, d'autre part, de la politique de distribution de dividendes suivie.

En fait, il semble que les PME soient confrontées à deux risques spécifiques : celui d'insolvabilité dans le cas d'investissements mal maîtrisés et/ou de chute de l'activité ; et celui de perte de compétitivité si, pour faire face au premier risque, elles réduisent leur effort d'accumulation. Compte tenu des niveaux de performances relevés en 1995, le second risque paraît aujourd'hui le plus urgent à réduire ¹⁶.

Bibliographie:

Ciéply S. , Paranke B.: “ Comportement d'endettement des entreprises industrielles: apports et limites d'une approche en terme de taille. ”Banque de France, D96/02, 1996.

Harris M., Raviv A. : “ The theory of capital structure ”, the Journal of Finance, Vol. XLVI, n° 1, mars 1991 ;

Manceau B., : “ Analyse financière normative des entreprises ” Revue Banque, 1984.

Myers S.C., Majluf N.S. : “ Corporate financing and investment, decision when firms have information that do not have ”, Journal of Financial Economics, juillet 1984 ;

Myers S.C. : “ Determinants of corporate borrowing ”, Journal of Financial Economics, vol. n° 2, juillet 1977 ;

Myers S.C. : “ The capital structure puzzle ”, Journal of Finance, vol. 39, juillet 1984 ;

Paranke B., Rivaud-Danset D., Salais R.: “ Marchés, organisations de la production et rentabilité des entreprises industrielles ” Banque de France D96/0, 1996.

Paranke B. : “ Fonds propres, rentabilité et efficacité chez les PME ” Revue d'Économie Industrielle 1° trimestre 1994, N° 67 ;

¹⁶ Voir la lettre de la Commission des affaires économiques du CNPF, n° 6, septembre 1996.