

Déterminants des choix de financement et profils de PME

Colot Olivier,
Chargé de cours, Service Comptabilité et gestion,
Comptabilité, entreprise familiale, entrepreneuriat

Croquet Mélanie,
Chargée de cours, Service Finance
Comportement de financement des grandes entreprises non cotées de Belgique

Pozniak Laetitia,
Doctorante et Assistante, Service Finance
La communication financière des PME lors de leur introduction sur le Marché Libre

Centre de Recherche Warocqué
Université de Mons-Hainaut
17, Place Warocqué
7000 Mons
Belgique

Résumé :

L'objet de ce papier est la réalisation d'une typologie des profils de financement de 359 petites et moyennes entreprises (PME) non cotées de Belgique. Cette typologie est réalisée en fonction des caractéristiques de la structure financière de ces PME ainsi qu'en fonction de variables illustratives qualitatives (structure de l'actionnariat, caractère familial de l'entreprise, etc.) et quantitatives extraites des comptes annuels des entreprises. Une fois les profils de financement constitués, des hypothèses de recherche ont été formulées sur la relation entre le taux d'endettement et les variables illustratives les plus caractéristiques des profils obtenus. Ces hypothèses ont ensuite été testées à l'aide de techniques économétriques tant sur l'ensemble des PME de notre échantillon que sur ces mêmes PME regroupées en fonction des profils de financement obtenus. Les principaux résultats concernent le sens positif de l'influence du degré d'autofinancement, de la taille et de la proportion d'actifs immobilisés élargis dans le total du bilan sur le recours des PME belges non cotées à la dette.

Abstract:

The aim of this paper is the realization of a typology of the profiles of financing of 359 small and medium-sized enterprises (SME) unquoted of Belgium. This typology is realized according to the characteristics of the financial structure of these SME as well as according to qualitative illustrative variables (structure of the shareholding, the family character of the company, etc.) and quantitative extracted from the firms' Financial Report and Financial Statements. Once the profiles of financing established, hypotheses of research were formulated on the relation between the rate of debts and the most characteristic illustrative variables of the obtained profiles. These hypothesis were tested thanks to econometric analysis. The results validate the positive sense of the influence of the degree of self-financing, the firm's size and the part of immobilizations in the SME's balance sheet on the SME debt ratio.

Introduction

Depuis ces cinquante dernières années, la littérature sur les choix de financement s'est progressivement insérée au sein d'un très vaste courant de recherche aux conclusions souvent divergentes (Croquet & Heldenbergh, 2008). L'objet de prédilection de ce courant de recherche est sans conteste l'entreprise cotée. La raison fondamentale est très certainement à imputer à l'origine principalement anglo-saxonne des corpus théoriques majeurs régissant la problématique du financement des entreprises. Néanmoins, dans un contexte spécifiquement belge, l'entreprise cotée ne représente qu'une infime partie du tissu économique. En effet, d'après la base de données Belfirst (version 2006) à peine plus de 150 entreprises belges font l'objet d'une cotation sur les marchés boursiers. En conséquence, la grande majorité des entreprises présentes en Belgique sont non cotées. Par ailleurs parmi ces entreprises non cotées, plus de 90% sont des petites et moyennes entreprises (PME) d'après les critères retenus par la législation comptable belge.

Ainsi, une entreprise est considérée comme une PME si elle ne dépasse pas plus d'un des critères suivants :

- personnel occupé : 50
- chiffre d'affaires annuel hors TVA : 7.300.000 €
- total du bilan : 3.650.000 €

D'après Paraque (1999) ainsi que Fathi & Gailly (2003), la tendance actuelle serait d'étudier la PME non plus en la comparant à la grande entreprise mais plutôt comme une entreprise à laquelle s'applique également les prescrits théoriques de la finance d'entreprise moderne puisque ce type de firme est également soumis aux problèmes d'agence et d'asymétries informationnelles.

Nous avons dès lors choisi d'étudier les choix de financement d'un échantillon de PME belges non cotées à la lumière des développements théoriques réalisés depuis ces cinquante dernières années.

A cette fin, nous positionnons notre recherche dans une démarche bidirectionnelle mais néanmoins complémentaire. En effet, celle-ci se compose dans un premier temps d'une approche inductive, suivie d'une approche hypothético-déductive.

Ainsi, nous désirons en premier lieu établir une typologie des différents comportements de financement des PME en Belgique en nous focalisant sur la littérature des déterminants de la structure financière des entreprises. L'objectif de cette étude est dès lors de mieux cerner la manière dont ces PME établissent leurs choix de financement. Pour établir cette typologie, nous avons utilisé les techniques de l'analyse en composantes principales et de la classification sur des données quantitatives récoltées dans les comptes annuels et des données qualitatives récoltées à la suite d'une enquête menée auprès de 2.000 PME. La première étape consiste donc à classer les entreprises qui se ressemblent du point de vue de leur structure financière tandis que la seconde étape consiste à illustrer ces comportements de financement en utilisant les variables que la littérature retient comme variables explicatives des choix de financement des entreprises. Finalement, en fonction des résultats obtenus, nous émettrons des hypothèses de recherche quant au sens de l'influence des variables présentant la meilleure capacité illustrative des classes obtenues sur les choix de financement des PME concernées par cette étude. Une méthode économétrique sera alors mise en œuvre afin de valider ou non ces hypothèses.

L'association de ces deux types de démarche vise, à notre sens, une meilleure compréhension des choix de financement des PME non cotées belges. A cet égard, Pellisier (2001, p.2) cite les propos de David (1999) en ces termes : « *l'opposition des démarches inductives aux démarches hypothético-déductives découlent de la fausse association, héritée de l'histoire de notre discipline, de ces premières aux épistémologies constructivistes et de ces secondes aux épistémologie positivistes, et, que pour fédérer les différentes approches méthodologiques, « il faut dépasser l'opposition classique entre démarche inductive et démarche hypothético-déductive et considérer une boucle récursive abduction, déduction, induction » (p.1) ».*

A l'heure actuelle, le positionnement d'une recherche dans un seul paradigme apparaît désuet ; la modernité prônant un positionnement plural et non plus singulier comme il y a quelques années, et ce de manière à privilégier une meilleure approche de la réalité. C'est pourquoi, nous avons choisi d'inscrire notre recherche sur les choix de financement des PME belges dans une démarche hypothético-déductive matiniée d'induction.

Pour ce faire, nous avons préalablement effectué une revue de la littérature afin d'identifier les variables susceptibles d'influencer le comportement de financement des PME belges non cotées.

1. Revue de la littérature

Il existe une très vaste littérature tant théorique qu'empirique en ce qui concerne les déterminants de la structure financière des entreprises. A cet égard, Van Caillie (1998, p.3) mentionne qu'historiquement, la problématique de la structure financière des entreprises connaît « *trois approches majeures* » : l'approche classique, l'approche néo-classique et la théorie moderne de la firme. L'approche classique consistait à ne retenir que le seul effet de levier financier comme déterminant de la structure financière. L'approche néo-classique débute quant à elle par les travaux fondateurs de Modigliani & Miller (1958) mettant en exergue la thèse de neutralité de la structure financière des entreprises. A partir de 1963, cette approche est enrichie notamment par la levée de l'hypothèse d'absence d'imposition et de risque de faillite non nul. Citons à cet égard les travaux de Modigliani & Miller (1963), Baxter (1967); Kraus & Litzenberger (1973); Miller (1977); Kim (1978), etc. Ces divers travaux ont contribué à la remise en cause de la thèse de la neutralité et à l'émergence de la théorie du trade-off (TO) prônant l'existence d'un ratio optimal d'endettement issu du compromis optimal entre les avantages marginaux de la dette (les charges des dettes fiscalement déductibles) et ses inconvénients marginaux

(l'accroissement des coûts de faillite). La troisième approche de la problématique de la structure de financement est née dans les années septante de la levée de l'hypothèse d'information pure et parfaite. Ainsi, dans ce courant scientifique nous retrouvons des théories telles que la théorie du signal (Ross 1977) qui postule que l'endettement de l'entreprise peut être perçu, par ses apporteurs de fonds, comme un signal de sa qualité ainsi que de la qualité de ses projets à venir ou encore la théorie du « pecking order » (PO) postulant l'existence d'un ordre lexicographique dans les préférences de financement des investissements de l'entreprise allant de l'autofinancement à l'ouverture du capital en passant par l'endettement (Myers, 1984 ; Myers & Majluf, 1984 ; etc.). La théorie de l'Agence édictée en 1976 par Jensen & Meckling se retrouve également au sein de cette troisième approche de la structure financière. Cette théorie propose une seconde version de la théorie de compromis optimal. Par ailleurs, cette théorie remet en cause le postulat selon lequel les agents économiques rationnels qu'ils soient propriétaires de l'entreprise, dirigeants ou encore créanciers poursuivent le même objectif.

Néanmoins, cette vaste littérature concerne particulièrement les grandes entreprises cotées. Fathi & Gailly (2003, p.2) notent à ce sujet que « *peu est connu sur ces déterminants dans le contexte des petites et moyennes entreprises non cotées, et surtout celles évoluant dans des contextes financiers différents, en l'occurrence celui de l'Europe continentale comme c'est le cas de la Belgique.* »

A l'heure actuelle, il est cependant admis d'étudier la structure financière des PME à la lumière des théories financières traditionnelles [Fathi & Gailly, 2003]. En effet, ces entreprises seraient soumises « *aux mêmes problèmes fondamentaux évoqués par la théorie financière* » (Fathi & Gailly, p. 4) notamment les problèmes d'agence et d'asymétries informationnelles.

Sur un plan purement empirique, la plupart des études concernant les choix de financement des entreprises et, dans le cas présent, des PME porte essentiellement sur la recherche des variables explicatives de ces choix.

De manière générale, la théorie financière identifie plusieurs variables susceptibles d'expliquer les choix de financement des entreprises : la taille, la rentabilité, la tangibilité de l'actif ainsi que les opportunités de croissance sont des déterminants de ces choix qui apparaissent récurrents dans la majorité des études empiriques (Bourdieu & Sédillot, 1993 ; Rajan & Zingales, 1995 ; Kremp et al., 1999 ; Carpentier & Suret, 1999 ; Gaud & Jani, 2002 ; Drobetz & Fix, 2003 ; Croquet & Heldenbergh, 2008 ; etc.). Cependant, d'autres facteurs peuvent aussi permettre de comprendre la manière dont les entreprises

établissent leurs choix de financement. Nous proposons ici d'en établir la liste en confrontant les différents points de vue des théories financières quant aux interactions de ces facteurs sur les choix de financement des entreprises et plus spécifiquement des PME.

1) La taille

L'influence de la taille de l'entreprise sur la structure financière n'est pas clairement définie même si de nombreux chercheurs s'accordent à penser que ce facteur est l'un des plus discriminants des choix de financement des entreprises (Bradley, Jarrell & Kim, 1984 ; Long & Malitz, 1985 ; Harris & Raviv, 1991 ; Rajan & Zingales, 1995 ; etc.). Intégrer un critère de taille lorsque l'on aborde la problématique des choix de financement des PME non cotées a du sens étant donné que les définitions de la PME laissent le champ libre à une grande hétérogénéité d'entreprises.

D'après le modèle TO, la taille aurait une influence positive sur le niveau d'endettement. Ainsi, une entreprise de grande taille serait plus apte à diversifier ses activités. Ce faisant, elle réduit la volatilité de ses cash flows ainsi que sa probabilité de faillite, ce qui facilite d'autant plus son accès au financement bancaire (Sheel, 1994). St-Pierre & Allepôt. (1998) ont testé l'impact de la taille sur le recours à la dette bancaire sur un échantillon de 97 PME manufacturières québécoises et ont révélé l'influence positive du critère taille sur ce type de financement. Les arguments en faveur de la justification d'une influence éventuellement négative du critère taille sur la structure de financement des entreprises provient de la théorie de l'information. La taille serait alors perçue comme une mesure inverse de l'information divulguée par l'entreprise à ses investisseurs externes. Cependant, les études empiriques consultées tendent majoritairement à valider le sens positif du critère taille sur le niveau d'endettement des entreprises (Dubois, 1985 ; Titman & Wessels, 1988 ; Shuetrim, Lowe & Morlings, 1993 ; Sheel, 1994 ; Rajan & Zingales, 1995 ; Booth, Aivazian, Demirguc-Kunt & Maksimovic, 2001 ; Adedeji, 2002 ; Huang & Song, 2006 ; Fakhfakh & Ben Attitallah, 2006).

2) Le potentiel de croissance

Théoriquement, les entreprises au sein desquelles il existe d'importantes opportunités de croissance auront plus de difficultés à se financer par endettement car la valeur liquidative des actifs sous jacents est quasiment nulle. Le modèle PO donne une toute autre vue de l'esprit. Les entreprises ayant de fortes opportunités de croissance à financer (par du

financement externe) se tourneront en priorité vers l'endettement, source de financement externe moins soumise à la présence d'asymétries informationnelles que l'émission d'actions.

3) La rentabilité

D'après le modèle PO, au plus une entreprise est rentable, au plus elle sera capable de s'autofinancer et, par conséquent, au moins elle aura recours à l'endettement. L'argument avancé par ce modèle se base sur le ROA avant amortissement comme mesure de la rentabilité de l'entreprise.

Cependant, les conclusions du modèle TO contrarient celles du modèle PO dans la mesure où, plus une entreprise est rentable, plus elle s'endettera pour profiter au maximum du principe de déductibilité fiscale des charges des dettes. De plus, une meilleure rentabilité va de pair avec une probabilité de remboursement des dettes plus élevée, ce qui, aux yeux des créanciers, constitue une garantie supplémentaire. Par conséquent, une amélioration de la rentabilité d'une entreprise devrait conduire à une augmentation du niveau d'endettement au sein de l'entreprise. Face à cette contradiction théorique, Norton (1991) a tenté d'identifier quelle théorie financière possédait la meilleure capacité prédictive des choix de financement des PME. Son étude a permis de valider le cadre théorique du modèle PO dans le contexte particulier des PME.

4) La tangibilité de l'actif

La tangibilité de l'actif fait également partie des facteurs explicatifs assez récurrents de la structure financière des entreprises. La présence d'immobilisations corporelles non spécifiques au bilan de l'entreprise a un impact non négligeable sur son niveau de structure financière. En effet, ces immobilisations corporelles constituent des garanties importantes aux yeux des créanciers (leur valeur liquidative étant importante) ce qui facilite son accès aux crédits bancaires. Le modèle PO apporte également les mêmes conclusions. En effet, plus une entreprise possède d'actifs tangibles, moins elle sera sensible aux asymétries informationnelles et donc, plus facilement elle aura accès aux crédits bancaires (le risque de sélection adverse et d'aléa moral étant réduits). La présence d'actifs tangibles au bilan de ces entreprises va en quelque sorte sécuriser la dette de ces entreprises et diminuer le risque de hasard moral subi par les créanciers (Delcours, 2007).

5) Le taux de taxation et les avantages non liés à la dette

Dans l'optique du modèle TO, un accroissement du taux d'imposition tend à avoir un impact positif sur le niveau d'endettement des entreprises puisque l'augmentation des charges financières liées à cet endettement supplémentaire est fiscalement déductible. A l'inverse, la présence d'avantages fiscaux non liés à la dette réduit l'attrait de l'endettement sur le plan purement fiscal.

6) Les coûts de détresse financière

D'après Bradley, Jarrell & Kim (1984) ainsi que Friend & Lang (1988), les coûts de détresse financière auraient un impact négatif sur le niveau d'endettement des entreprises, ce qui est conforme aux prescrits théoriques du modèle TO. Cette relation a été validée empiriquement par Kraus & Lintzenberger (1973), Scott (1977) ainsi que par Kim (1978). Il est logique de penser qu'au plus une entreprise possède une importante probabilité de défaut de paiement, moins celle-ci sera encline à accroître son niveau d'endettement sous peine de faillir. D'un autre côté, les créanciers susceptibles de lui accorder des crédits long terme supplémentaires exigeraient des taux d'intérêt très importants ce qui, augmenterait encore la probabilité de défaillance financière d'une telle entreprise. Il nous paraît judicieux de citer ici l'apport original de De Miguel & Pintado (2001). Ces auteurs prennent en compte, à travers leur variable permettant d'approcher le niveau des coûts de détresse financière des entreprises, la perception des créanciers de l'éventuelle prochaine défaillance financière de ces entreprises. Ainsi, De Miguel & Pintado (2001) ont construit une mesure des coûts de détresse financière prenant en compte deux composantes ; d'une part, l'écart entre l'écart-type de l'EBIT et sa valeur espérée au temps t et, d'autre part, la valeur des actifs intangibles. Ainsi, les créanciers de l'entreprise donneront une valeur élevée à la mesure de ses coûts de détresse financière si, non seulement, la différence entre l'écart-type de l'EBIT et sa valeur espérée se creuse, mais encore, si cette valeur espérée est négative. Finalement, ils intègrent, dans leur mesure des coûts de détresse financière, la valeur des actifs intangibles de l'entreprise ; actifs intangibles dont la valeur est nulle en cas de défaillance financière effective de l'entreprise. Ils montrent que cette variable ainsi constituée dispose d'un impact négatif sur le niveau d'endettement des entreprises.

7) Le risque d'exploitation

Plus les firmes disposent d'une forte volatilité de leurs revenus d'exploitation, plus les créanciers potentiels exigent des taux d'intérêt importants en raison des risques supportés.

Par conséquent, le risque d'exploitation est supposé disposer d'un impact négatif sur la structure financière des entreprises. Cette influence négative a été validée empiriquement par Prowse (1990), Homaifar, Zietz & Benkato (1994), Gaud & Jani (2002).

Une autre interprétation de la relation négative entre le risque opérationnel et l'endettement peut être trouvée grâce aux conclusions de la théorie de compromis. En effet, une forte volatilité du résultat d'exploitation implique une forte volatilité du résultat avant impôt et donc, indirectement, un accroissement de la probabilité au sein des entreprises de ne pas pleinement bénéficier de l'avantage fiscal lié à la déductibilité des charges financières.

Le modèle PO nous offre également une troisième interprétation de cette relation négative. D'après Gaud & Jani (2002, p. 13), « *dans une perspective de financement hiérarchique, la volatilité des résultats peut amener les firmes à constituer une réserve d'actifs facilement mobilisables afin de ne pas avoir à souffrir du problème de sous investissement dans le futur. Il s'ensuit que la volatilité du résultat devrait également être négativement corrélée à l'endettement.* »

Fathi & Gailly (2003) ont testé l'influence du risque d'exploitation d'un échantillon de PME belges de la haute technologie sur le niveau de leur structure financière et ont validé son sens négatif.

8) Le coût du financement par fonds de tiers

Kremp & Stöss (2001) s'étonnent du manque d'études empiriques prenant en compte le coût du financement comme déterminant de la structure financière des entreprises. Or, selon ces auteurs, ce déterminant serait pourtant important et devrait avoir un impact négatif sur le niveau d'endettement des entreprises.

9) La structure de propriété

Une autre caractéristique intrinsèque essentielle à même d'expliquer le comportement de financement des PME est leur structure de propriété. Cependant, il se trouve que cette variable est souvent absente de la littérature scientifique. Latrous (2007, p. 4) mentionne à cet égard que « *peu de travaux ont essayé d'examiner l'effet du gouvernement des entreprises, en particulier de la structure de propriété et de contrôle, sur la politique d'endettement des firmes* ».

Cependant, la littérature empirique est un peu plus abondante lorsqu'elle analyse l'influence que pourrait avoir le caractère familial de la propriété sur son niveau d'endettement. En effet, l'entreprise familiale présente des caractéristiques managériales et actionnariales qui pourraient être susceptibles d'influer sur les décisions de financement. Selon Colot & Croquet (2007, p. 169), *« trois critères sont couramment utilisés pour identifier les entreprises familiales, d'une part le fait que le contrôle du capital soit en majeure partie entre les mains d'une même famille, d'autre part, le fait qu'il y ait une forte ingérence de la famille dans la gestion de l'entreprise et, finalement, le fait que les actionnaires familiaux possèdent une volonté manifeste de transmettre l'entreprise à la génération suivante. Par conséquent, en résumé de ces trois critères d'identification, une entreprise pourrait être qualifiée de familiale si et seulement si les membres d'une même famille exercent un contrôle actionnarial et managérial presque exclusif sur l'entreprise de manière à assurer sa sauvegarde à long terme dans le « patrimoine » familial. Cette définition est également défendue par Anderson & Reeb (2003) dans le sens où ils constatent que les actionnaires d'entreprises familiales se sentent fortement concernés par la survie de l'entreprise qu'ils contrôlent. Les notions de contrôle familial et de pérennité familiale (Casson, 1999) sont ainsi au coeur même de la problématique de l'entreprise familiale. »*. C'est dans cette optique de pérennisation de l'entreprise que Hirigoyen (1982) met en évidence une stratégie financière prudente de la part des dirigeants d'entreprises familiales. Ward (1988) renforce ce constat en appuyant sur le fait que les entreprises familiales adoptent des stratégies de défense, et ce en raison de la crainte de perdre le contrôle familial. D'après Colot & Croquet (2007, p. 170), *« il n'est pas irréaliste de penser que les actionnaires familiaux tentent de réduire le risque global de l'entreprise afin de préserver sa survie à long terme. Pour ce faire, il est probable que ces actionnaires jouent également sur la non augmentation du risque de faillite en ne recourant à l'endettement de l'entreprise que si le financement propre est insuffisant. Une augmentation de l'endettement financier et indirectement du risque de défaut de l'entreprise peut être perçue par les actionnaires familiaux comme une sorte d'abandon d'une partie de leur contrôle aux mains des créanciers. »*.

Cependant, la capacité d'autofinancement des entreprises étant limitée, les entreprises à caractère familial auraient tendance à préférer l'endettement à l'ouverture de capital (Calof, 1985 ; Wtterwulghe, 1998). Par conséquent, l'endettement bancaire des entreprises familiales aurait tendance à être plus élevé que celui des entreprises non familiales. A l'inverse de ce qui vient d'être mentionné, Friend & Lang (1988) ainsi que Friend &

Hasbrouk (1987) ont montré une relation négative entre la concentration de la propriété et le niveau d'endettement bancaire et obligataire des entreprises, et ce par crainte d'une dépossession du contrôle familial. Selon Friedman & Friedman (1994), cette aversion pour le risque est renforcée par la volonté de transmettre l'entreprise familiale à la génération suivante. Cette constatation va dans le sens des conclusions de Gallo & Vilaseca (1996) qui ont montré la présence d'un faible ratio dettes/fonds propres au sein des entreprises familiales. Pour affiner les profils d'entreprises en matière de structure de financement que nous espérons obtenir à l'étape suivante, nous proposons également d'ajouter comme variable potentiellement déterminante du choix de financement de ce type d'entreprises, une variable binaire permettant de savoir si oui ou non il existe une volonté de transmission du patrimoine familial à la génération suivante.

10) Dirigeant propriétaire ou non et nombre de dirigeants

Le fait que le dirigeant de l'entreprise soit en même temps un de ses propriétaires peut également influencer la manière dont l'entreprise va se financer. Ainsi, comme nous l'avons mentionné précédemment, s'il existe une séparation effective entre la propriété de l'entreprise et sa gestion, l'endettement apparaît, d'après la Théorie de l'Agence, comme un moyen de canaliser le comportement potentiellement déviant du dirigeant. De ce point de vue, les entreprises dans lesquelles le dirigeant est également actionnaire seraient moins endettées que les entreprises dans lesquelles il existe bel et bien une séparation effective des pouvoirs.

Un nombre plus important de dirigeants peut également être bénéfique dans les relations entre l'entreprise et la banque. En effet, un nombre de dirigeants plus important peut signifier une hausse des capacités managériales au sein de l'entreprise ce qui, peut rassurer les apporteurs de fonds externes.

11) La structure de l'actif

Kremp, Stöss & Gerdesmeier (1999, p.101) notent : « *une comparaison des structures de financement demeurerait particulièrement rudimentaire si l'on omettait de prendre en compte les différences dans les structures de l'actif* ». Or, dans la revue de la littérature concernant les déterminants de la structure de financement, il est plutôt rare de rencontrer la structure de l'actif comme variable potentiellement explicative de la structure financière des entreprises. La seule variable qui peut nous renseigner sur la structure de l'actif est la variable appréciant la tangibilité de l'actif des entreprises.

Cependant, celle-ci est souvent associée aux garanties offertes par les entreprises en contrepartie d'un financement par dettes. Elle est souvent opposée à la non spécificité de l'actif.

Nous intégrerons deux variables complémentaires appréhendant la structure de l'actif du bilan des PME de l'échantillon à savoir la proportion d'actifs immobilisés élargis dans le total du bilan ainsi que la proportion d'actifs circulants restreints dans le total du bilan. Ces variables peuvent nous donner une information globale concernant la nature de l'activité de l'entreprise. Ces variables ont été également choisies car elles interviennent directement dans le calcul des grands équilibres du bilan que sont le fonds de roulement net, le besoin en fonds de roulement et la trésorerie.

Notons qu'à ce sujet, Achy & Rigar (2005, p. 7) mentionnent que « *la structure financière d'une entreprise ne peut être réellement appréciée que par rapport au degré de liquidité de ses actifs et à la longueur de son cycle d'exploitation* ».

A notre sens l'introduction de la part des actifs circulants restreints dans le total du bilan des entreprises comme variable illustrative va pouvoir nous éclairer quant à l'importance de leur financement de court terme.

13) La solvabilité et la liquidité des entreprises

Pour pouvoir obtenir des profils d'entreprises complets en matière de financement, nous constatons dans la littérature empirique sur les déterminants de la structure financière le manque de variables permettant d'appréhender la liquidité des entreprises ainsi que le niveau de leur solvabilité. Or, l'étude de ces deux éléments se rencontre très souvent dans les milieux bancaires lors d'analyse de demandes de crédits par les entreprises. Nous décidons dès lors d'intégrer une variable permettant d'apprécier la liquidité générale des PME concernées par cette étude (à savoir le current ratio) ainsi que la rotation des stocks et les délais de paiement accordés par ces entreprises à leurs clients ainsi que ceux que leur accordent leurs fournisseurs. Ces trois indicateurs sont ainsi souvent rencontrés en analyse financière pour appréhender la liquidité des entreprises. Nous intégrerons également un ratio de solvabilité permettant d'appréhender les éventuelles difficultés financières des PME. Ce ratio est le degré d'autofinancement défini par la somme des réserves et du résultat reporté rapportée au total du bilan. D'après Ooghe & Van Wymeersch (2000, p. 158), « *ce ratio est un indicateur cumulé de la rentabilité passée de l'entreprise et de sa politique de dividende* ».

D'après le modèle PO, cette variable influencerait négativement le recours à la dette tandis que selon le modèle TO, elle disposerait d'une influence positive tout comme la variable de rentabilité.

2. Méthodologie

2.1. Population visée

Comme nous l'avons mentionné précédemment, notre étude s'adresse aux PME non cotées, telles que définies par la législation comptable belge. Nous avons également choisi d'exclure les entreprises qui occupent moins de deux travailleurs car ce sont souvent des entreprises exercées en personne physique et leurs données financières sont insuffisamment développées pour pouvoir élaborer les indicateurs de leur structure de financement.

Les données financières concernant les PME ont été extraites du cd-rom Belfirst¹. Cependant, l'absence d'une base de données satisfaisante permettant d'identifier notamment les caractéristiques des dirigeants a justifié le recours à la technique de l'enquête par questionnaire de manière à collecter les informations requises².

Ainsi, nous avons procédé à un échantillonnage aléatoire simple de 2.000 PME parmi la population de 8.917 PME non cotées situées géographiquement dans la partie francophone de la Belgique et créées avant le 31 décembre 1990. Nous avons préféré prendre un échantillon aléatoire plutôt qu'un échantillon par choix raisonné, où les critères de sélection/représentativité ne sont pas toujours en relation avec la problématique testée. Ou s'ils le sont, ils pourraient introduire un biais puisqu'ils seraient réutilisés comme variables explicatives dans les tests. Le questionnaire a été adressé aux chefs d'entreprises, aux CEO ou encore aux CFO. Une relance de l'enquête a été réalisée trois mois après le premier envoi. Grâce à cette enquête, nous avons recueilli 391 réponses, ce qui correspond à un taux de réponse de 23.86%. Ce type de résultat est tout à fait satisfaisant dans le domaine des sciences de gestion en fonction du mode d'administration choisi. La représentativité de l'échantillon sur la population a néanmoins été testée au moyen d'un test Chi carré d'ajustement (χ^2) au seuil de signification de 5% par rapport aux critères de taille et de répartition sectorielle et géographique : il répond aux conditions statistiques permettant

¹ Comptes annuels des entreprises belges soumises à l'obligation de dépôt auprès de la Banque Nationale de Belgique.

² Dans un souci de concordance et de cohérence maximales avec le contexte de référence des entreprises belges, la forme, l'ordonnement, le contenu ainsi que la terminologie du questionnaire ont été déterminés à l'issue d'un pré-test auprès d'acteurs du terrain (issus de secteurs d'activité différents).

d'extrapoler nos résultats à la population définie plus haut. Un descriptif détaillé de cet échantillon se trouve en annexe (tableaux 5, 6 et 7).

Pour déterminer si les PME de l'échantillon ont une nature familiale ou non, il a été retenu que l'entreprise est familiale lorsqu'elle répond à au moins deux des trois critères suivants :

- une famille détient au moins 50 % des actions de l'entreprise ;
- une famille dispose d'une influence décisive sur la stratégie de l'entreprise et sur les décisions de transmission (celle-ci est considérée comme acquise dès lors que la majorité des membres de la direction appartiennent à la famille) ;
- la majorité du conseil d'administration est composée de membres d'une famille.

Cette définition de la PME familiale présente l'avantage de reposer sur des critères clairs et mesurables, par opposition aux définitions qualitatives qui sont plus subjectives et arbitraires.

Sur la base de ces critères, nous pouvons considérer 318 PME comme familiales.

Tableau 1 : Répartition PME familiales – PME non-familiales*

Total PME	PME familiales	PME non familiales
391	318 (81.33 %)*	73 (18.67 %)*

*statistiquement significatif au seuil de 1 %

On observe ainsi une représentation largement majoritaire des PME familiales, ce qui est cohérent avec les travaux antérieurs menés sur l'importance des PME familiales en Belgique (Witterwulghe, Janssen, Mertens & Olivier, 1994 ; Jorissen, Laveren, Martens, Reheul., 2002). Ce pourcentage est par ailleurs fort proche de ceux obtenus par Astrachan et Kolenko (1994) pour les Etats-Unis (90 %), par Reidel (1994) pour l'Allemagne (80 %), et par Crouzet (1995) qui montre que le pourcentage des PME familiales dans l'Union européenne varie de 75 % à 99 % selon les pays.

2.2. Méthodes statistiques employées

La réalisation d'une typologie des PME de notre échantillon nécessite deux jeux de variables : un jeu de variables actives et un jeu de variables dites illustratives. Les variables actives sont celles permettant d'appréhender la structure de financement de ces PME. Elles sont dites actives puisque c'est sur leur base que nous subdiviserons notre échantillon en k classes aussi homogènes que possibles. Cette subdivision sera effectuée sur les données de 2005 puisque ce sont les données disponibles les plus récentes. Neuf variables actives ont ainsi été intégrées : ces variables mesurent la part dans le total du bilan des PME de l'échantillon des dettes totales, des fonds propres, du capital, des dettes de long terme, des dettes financières de long terme, des dettes commerciales de long

terme, des dettes de court terme, des dettes financières de court terme et des dettes commerciales de court terme. Les variables illustratives sont celles n'intervenant pas directement dans la détermination des classes mais intervenant dans la caractérisation. Les variables illustratives retenues sont celles sur lesquelles porte la revue de la littérature présentée. La définition de ces variables illustratives est présentée en annexe dans le tableau 4.

Une des difficultés rencontrées dans l'obtention d'une typologie réside dans le choix de l'algorithme de classification. Pour cette étude, nous avons choisi d'utiliser le critère d'agrégation de Ward parmi les méthodes de classification hiérarchique puisque les variables actives ont été préalablement soumises à une analyse en composantes principales. Finalement, une fois que la partition de notre échantillon sera obtenue suite à la mise en œuvre du critère d'agrégation de Ward, nous procéderons à sa consolidation en mettant en place une procédure d'agrégation autour des centres mobiles. D'après Lebart, Morineau & Piron (1995, p. 180), « *cette procédure de consolidation a pour effet d'optimiser, par réaffectation, la partition obtenue par coupure de l'arbre hiérarchique. Malgré la relative complexité de la procédure, on ne peut toujours pas être assuré d'avoir trouvé « la meilleure partition en k classes » mais on s'en approche vraisemblablement dans beaucoup de situations courantes.* »

La base de données a été finalisée en fusionnant, d'une part, les données qualitatives des PME recueillies grâce à l'enquête et, d'autre part, les données financières de ces PME extraites de la base de données financières Belfirst. Suite à cette opération, nous avons dû éliminer certaines PME pour lesquelles certaines données n'étaient pas disponibles, ce qui ramène à un échantillon final de 359 PME non cotées.

L'analyse en composantes principales ainsi que la classification des entreprises de notre échantillon ont été réalisées à l'aide des filières prédéfinies du logiciel SPAD version 5.5. Puisque l'analyse en composantes principales est un exercice préalable à la classification, nous n'en présentons que l'essentiel.

3. Résultats

La figure 1 reprise en annexe illustre le cercle des corrélations constitué à partir de ces deux premiers axes factoriels. Ces deux axes expliquent ensemble près de 65% de l'information contenue dans les neuf variables actives. Le premier axe factoriel semble marquer

l'opposition entre le financement par fonds de tiers et le financement par fonds propres tandis que le deuxième axe factoriel semble, quant à lui, marquer l'opposition entre le financement de long terme de nature financière et le financement de court terme de nature commerciale. Pour classer les PME de notre échantillon en fonction de leur structure de financement, nous utilisons les coordonnées factorielles de chacune de ces entreprises considérées sur l'ensemble des 9 axes factoriels dégagés suite à l'exercice préalable d'analyse des données. La classification des 359 petites et moyennes entreprises a permis l'obtention de 3 classes d'entreprises. Chacune de ces classes correspond à un profil particulier d'entreprise en matière de structure de financement. Le tableau 2 fait état de ces profils.

Tableau 2 : Caractérisation des classes d'entreprises obtenues

CI	Caractéristiques de la structure financière	Variables illustratives caractéristiques des classes
1	En moyenne, les entreprises de la classe 1 se financent à plus de 66% par du financement propre. Le supplément de financement est assuré par un recours aux dettes de court terme, constituées pour la plupart de dettes de nature commerciale.	Il apparaît qu'en moyenne les entreprises de la classe 1 sont caractérisées par un degré d'autofinancement important. La part importante des fonds propres au sein du bilan de ces entreprises relève donc de la capacité d'autofinancement. Ces entreprises sont également caractérisées par une meilleure liquidité que la moyenne générale. Celle-ci résulte principalement de l'importance accrue des actifs circulants restreints au sein du bilan de 2004. Il apparaît également que le temps moyen de présence des dirigeants des entreprises de la classe 1 est légèrement supérieur à la moyenne générale. Finalement, les entreprises de cette classe présenteraient un effectif moyen ainsi qu'un niveau de coût d'agence des fonds propres inférieurs à la moyenne générale. En ce qui concerne leur cycle d'exploitation, il semblerait que le délai de paiement aux fournisseurs soit inférieur à la moyenne.
2	La structure de financement des entreprises de la classe 2 présente en moyenne une assez faible proportion de fonds propres, à savoir 25,72% du total bilantaire ; la moyenne générale étant de plus de 42%. Il apparaît qu'en moyenne les entreprises de cette classe recourent massivement au financement par fonds de tiers. Ce financement est quant à lui majoritairement supporté par des dettes de court terme. Parmi ces dernières plus de 50% sont de nature commerciale et plus de 20% sont de nature financière.	A l'instar des entreprises de la classe 1, les entreprises de la classe 2 présentent une forte proportion moyenne d'actifs circulants restreints dans leur bilan. Cependant, leur degré d'autofinancement est bien en dessous de la moyenne générale ainsi que leur liquidité. A l'inverse, l'effectif moyen des entreprises de la classe 2 est supérieur à la moyenne générale ainsi que le délai de paiement accordé par les fournisseurs. Néanmoins, les entreprises de la classe 2 montrent une moins bonne rotation des stocks que la moyenne générale. Si l'on accepte un seuil de significativité statistique de maximum 10%, il apparaît également que le taux de taxation moyen des entreprises de la classe 2 soit supérieur à la moyenne générale. Il en va de même en ce qui concerne le coût de financement. De plus, le temps de présence des dirigeants ainsi que la rentabilité apparaissent moins élevés que la moyenne générale.
3	A l'instar des entreprises de la classe 2, les entreprises de la classe 3 présentent en moyenne une faible proportion de fonds propres dans le total de leur bilan et une forte proportion de dettes. Celle-ci est de l'ordre de 78% du total bilantaire. Cependant, à l'inverse des entreprises de la classe 2, elles recourent à concurrence de près de 70% à des dettes financières. Au sein de ces dettes financières, plus de la	Contrairement aux entreprises des autres classes, le bilan des entreprises de la classe 3 montre une forte proportion d'actifs immobilisés élargis, dont presque la totalité est constituée par de l'immobilisation corporelle. Les coûts d'agence des fonds propres apparaissent comme supérieurs à la moyenne générale. Cependant, il apparaît également que le degré d'autofinancement de ces entreprises est inférieur à la moyenne générale, et ce à l'instar des entreprises de la classe 2. Par ailleurs, le taux de taxation moyen des entreprises de la classe 3 ainsi que leur coût moyen de financement sont bien

moitié a une échéance de long terme.	inférieurs à leur moyenne générale respective.
--------------------------------------	--

Sur la base de cette typologie, nous émettons les hypothèses suivantes quant aux interactions entre les variables illustratives les plus caractéristiques des trois classes obtenues et les choix de financement des PME belges étudiées matérialisés par le degré global d'endettement.

Hypothèse 1. Le degré d'autofinancement influence négativement le recours à la dette.

Hypothèse 2. La liquidité influence négativement le recours à la dette.

Hypothèse 3. La taille a une influence positive sur l'endettement.

Hypothèse 4. Les coûts d'agence des fonds propres influencent positivement le recours à la dette.

Hypothèse 5. Le taux de taxation a une influence positive sur le recours à la dette.

Hypothèse 6. La part des actifs immobilisés élargis dans le total du bilan influence positivement le recours à la dette.

Pour vérifier ces hypothèses, nous avons effectué une analyse économétrique par les moindres carrés ordinaires. Cette analyse a tout d'abord été menée sur l'ensemble des PME de l'échantillon. Nous avons ensuite considéré chacune des trois classes séparément. Les résultats de cette étude économétrique sont présentés dans le tableau 3. Ces résultats permettent de compléter les profils mis en évidence dans le tableau 2.

Tableau 3 : Résultats des analyses économétriques

Variable	359 entreprises Coefficient (probabilité)	Classe 1	Classe 2	Classe 3
Constante	61.44163 (0.000)*	59.58906 (0.000)*	64.95411 (0.000)*	64.25155 (0.000)*
Degré d'autofinancement	-0.592420 (0.000)*	-0.514929 (0.000)*	-0.701325 (0.000)*	-0.846611 (0.0000)*
Avantages fiscaux non liés à la dette	-0.861501 (0.0269)**	-1.106019 (0.0037)*	NS	NS
Actifs immobilisés élargis/total actif	0.101545 (0.0314)**	0.094878 (0.1667)	NS	0.068 (0.02749)**
Coûts de détresse financière	NS	-0.046022 (0.0474)**	-0.035343 (0.0306)**	-0.123220 (0.0004)*
Dirigeant propriétaire	NS	NS	NS	21.20495 (0.0017)*
Effectif	0.524413 (0.000)*	0.485045 (0.0078)*	0.356164 (0.0024)*	0.362172 (0.0271)**
Nombre de dirigeant	1.790274 (0.0798)**	3.091158 (0.1634)	NS	3.189710 (0.0062)*
Pme familiale	4.207968 (0.0966)**	NS	11.42818 (0.0384)**	NS
Risque d'exploitation	-0.033672	NS	NS	NS

ROA	(0.1137) NS	NS	NS	0.272165 (0.0000)* NS
ROE	0.019567 (0.2354)	NS	NS	
<i>R² ajusté</i>	0.534631	0.503762	0.546712	0.756111
<i>Durbin Watson stat</i>	2.025856	1.911021	1.740626	1.867261
<i>Akaike info criterion</i>	8.541810	8.622426	8.524072	7.965364
<i>Schwartz criterion</i>	8.651112	8.764186	8.653826	8.181662
<i>F statistic</i>	46.05982 (0.000)*	25.87143 (0.0000)*	33.08240 (0.0000)*	39.23610 (0.0000)*

* statistiquement significatif au seuil de 1% ; ** statistiquement significatif au seuil de 5% ; *** statistiquement significatif au seuil de 10%, NS signifie non statistiquement significatif au seuil maximal de 10%.

Chacun des modèles testés présente une forte capacité explicative du taux d'endettement global des PME de notre échantillon, si l'on se réfère à la notion de *R² ajusté*³. Celui-ci dépasse les 50% dans tous les cas et atteint même les 75% lorsque le modèle est testé sur le taux d'endettement des entreprises de la classe trois. Une des raisons que nous pouvons avancer concerne la forte proportion de dettes financières dans le total du bilan de ces entreprises. Lorsqu'une variable est renseignée, dans le tableau 3, comme non statistiquement significative (NS), c'est qu'un test de Wald préalable a permis de ne pas rejeter l'hypothèse de nullité de son coefficient.

De manière générale, nous constatons l'influence négative de la variable mesurant le degré d'autofinancement sur le taux d'endettement global des PME de l'échantillon. Ce constat semble donc confirmer les conclusions de la théorie du financement hiérarchique. Ainsi, ces PME sembleraient préférer l'autofinancement à toute autre forme de financement. De même, dans la mouvance des études menées par Dubois, 1985 ; Titman & Wessels, 1988 ; Shuetrim, Lowe & Morlings, 1993 ; Sheel, 1994 ; Rajan & Zingales, 1995 ; Booth, Aivazian, Demirguc-Kunt & Maksimovic, 2001 ; Adedeji, 2002 ; Huang & Song, 2006 ; Fakhfakh & Ben Attitallah, 2006, notre étude valide le sens positif de l'influence de la taille des PME sur l'importance de la dette au sein de leur bilan et valide ainsi les conclusions de la théorie du compromis optimal.

La variable mesurant l'importance des coûts de détresse financière n'apparaît pas comme statistiquement significative lorsque l'on étudie le taux d'endettement global de l'ensemble des entreprises de l'échantillon. Toutefois, l'influence négative de cette variable observée à l'échelle de chacune des classes se révèle statistiquement significative et semblerait donc confirmer les conclusions de la théorie de compromis optimal.

³ Les corrélations entre les différentes variables explicatives ont été vérifiées et aucune de celles-ci ne dépassent |0.40|. Donc d'éventuels problèmes de multicollinéarité sont à exclure.

Il ressort également que le taux d'endettement des entreprises de la classe 3 est plus sensible à la variable mesurant les coûts de détresse financière. Ce constat peut s'expliquer par le fort recours aux dettes de nature financière de ces entreprises.

La variable appréhendant la structure de l'actif est statistiquement significative lorsque le modèle est testé sur l'ensemble de l'échantillon même s'il s'avère que son influence positive est relativement faible. Toutefois, cette variable n'apparaît statistiquement significative que lorsque le modèle est testé sur les entreprises de la classe 3. Cette constatation semble conforter l'existence d'un ordre hiérarchique dans les préférences de financement des PME de la classe 3 étant donné que ces entreprises doivent, en moyenne, financer une proportion importante d'actifs immobilisés alors que leur capacité d'autofinancement est réduite. A la lecture des résultats du tableau 3, il apparaît également que la variable mesurant les avantages fiscaux venant concurrencer la déductibilité fiscale des charges financières possède un impact négatif sur le taux d'endettement global de l'ensemble des entreprises de l'échantillon ainsi qu'au niveau des PME de la classe 1. Cette influence négative tend à confirmer les conclusions de la théorie du compromis optimal. Contre toute attente, cette variable n'est pas statistiquement significative lorsque le modèle est testé sur les entreprises ayant majoritairement recours aux dettes de nature financière (cf. la classe 3). Ceci résulterait de leur faiblesse à s'autofinancer et de leur proportion élevée d'actifs immobilisés à financer. Dès lors, le recours aux dettes financières serait vraisemblablement une nécessité aux yeux de ces PME plutôt qu'un choix réel.

Le fait que le dirigeant soit également propriétaire de l'entreprise n'est statistiquement significatif que lorsque le modèle est testé sur les entreprises de la classe 3. Ceci peut être expliqué par le fait que cette classe est caractérisée par une forte proportion d'actifs immobilisés élargis nécessitant des besoins de financement plus importants. En conséquence, un dirigeant propriétaire ayant un financement propre plus limité sera contraint à s'endetter plus rapidement à long terme pour couvrir ces besoins.

L'influence positive de la variable mesurant le nombre de dirigeants au sein de l'entreprise est statistiquement significative lorsque le modèle est testé sur l'ensemble des entreprises de l'échantillon et sur les entreprises de la classe 3. Le comportement de financement des entreprises de cette classe est caractérisé par un fort recours aux dettes financières. Dès lors, un nombre de dirigeants plus important serait perçu comme un élément rassurant pour les apporteurs de fonds de tiers.

Le caractère familial de la PME semble disposer d'un impact positif sur le taux d'endettement surtout si cet endettement est principalement composé de dettes de court terme de nature commerciale si l'on en juge par la significativité statistique de cette variable sur le taux d'endettement des entreprises de la classe 2.

Le risque d'exploitation et la rentabilité des capitaux propres ne semblent pas être des déterminants proprement dit du taux d'endettement des PME belges non cotées car ces deux variables apparaissent comme non statistiquement significatives au seuil maximal de 10%. A l'inverse, la rentabilité de l'actif semble être un déterminant du taux d'endettement des entreprises de la classe 3. L'influence positive de cette variable est conforme aux prescrits de la théorie de compromis optimal. Il semblerait également que les entreprises de la classe 3 cherchent à bénéficier d'un effet de levier financier positif. En effet, le coût du financement par dettes est inférieur à la moyenne générale au sein de cette classe d'entreprise. En conséquence, l'accroissement de la dette couplé à une bonne rentabilité de l'actif leur permet de profiter d'un effet de levier financier non négligeable.

Conclusion

L'ambition de cette recherche est d'appréhender la manière dont les PME belges non cotées se financent. A l'aide de deux techniques d'analyse de données, une analyse en composantes principales associée à la mise en place d'un algorithme de classification, nous avons identifié trois profils de financement sur la base des comptes annuels des 359 PME constituant notre échantillon. Chacun de ces profils résulte de besoins de financement distincts : une classe de PME essentiellement financées par un recours accru aux fonds propres et facilité par une bonne capacité d'autofinancement ; une deuxième classe de PME principalement financées par des dettes commerciales de court terme et, finalement, une dernière classe de PME recourant majoritairement aux dettes financières. Sur la base de ces profils, un jeu d'hypothèses a été testé économétriquement de manière à faire apparaître les interactions entre les variables influençant le taux d'endettement. Les hypothèses ne portent pas sur l'ensemble des variables illustratives des classes obtenues intégrées dans l'étape de classification des 359 PME de notre échantillon. Seules les variables illustratives les plus caractéristiques des classes obtenues ont donné lieu à des hypothèses de recherche. Les modèles économétriques testés ensuite reprennent quant à eux l'ensemble des variables susceptibles d'influencer le comportement de financement

des entreprises et présentées en amont de cette recherche. Les résultats permettent de valider trois des six hypothèses émises.

Ainsi, il apparaît que le degré d'autofinancement influence négativement le recours à la dette (hypothèse 1). Ce résultat est conforme aux prescrits de la théorie du financement hiérarchique. Ainsi, les entreprises présentant un fort degré d'autofinancement préfèrent s'autofinancer avant de recourir à toute autre forme d'autofinancement.

Nous pouvons également confirmer les conclusions de la théorie du compromis optimal en ce qui concerne l'influence positive de la taille sur la dette des entreprises (hypothèse 3).

Enfin, l'hypothèse 6 ne se vérifie que lorsque le modèle de régression est testé sur l'ensemble des PME de l'échantillon et sur la classe 3. Il semble donc que la proportion d'actifs immobilisés élargis au sein du total du bilan soit un déterminant de l'endettement des PME belges non cotées, et plus spécifiquement de l'endettement financier de long terme.

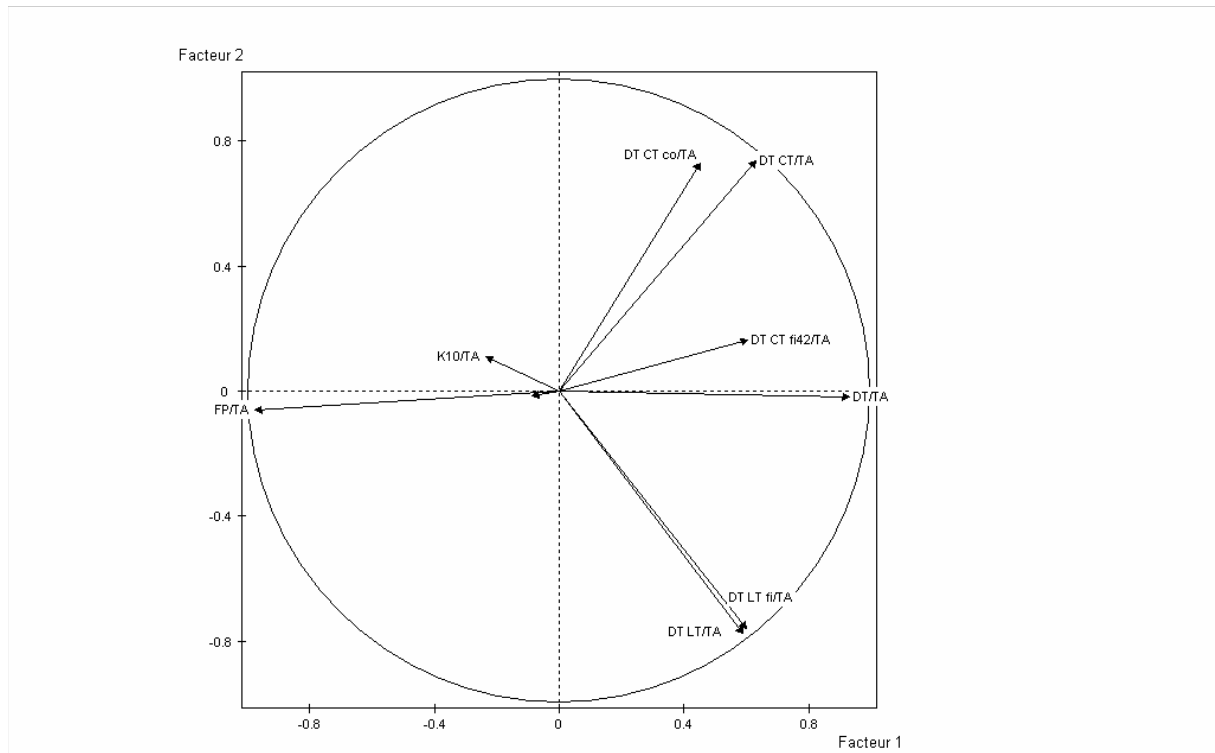
Les trois autres hypothèses (hypothèses 2, 4 et 5) ne peuvent pas être vérifiées étant donné que les résultats de la régression sont non statistiquement significatifs.

Par ailleurs, cette étude a montré que chacun des deux modèles théoriques principaux régissant la problématique du financement des entreprises (PO et TO) explique partiellement les choix de financement des PME belges non cotées. En conséquence, les conclusions de ces modèles pourraient être envisagées dans une optique de complémentarité.

Cette étude pourrait être enrichie par la prise en compte d'autres caractéristiques plus qualitatives des PME belges ou plus difficilement quantifiables telles que l'aversion au risque des dirigeants et des propriétaires. Par ailleurs, d'autres recherches futures pourraient également s'intéresser à développer un nouveau modèle théorique tenant compte de la diversité des entreprises (PME non cotées, PME cotées, grandes entreprises, entreprises familiales, etc.).

Annexes

Figure 1 : Cercle des corrélations



FP/Ta : fonds propres/total actif ; K10/Ta : capital/total actif ; DT Ct co/Ta : dettes commerciales à court terme/total actif ; DT Ct/Ta : dettes à court terme/total actif ; DT Ct fi42/Ta : dettes financières à court terme/total actif ; DT/Ta : dettes totales/total actif ; DT Lt fi/Ta : dettes financières de long terme/total actif ; DT Lt/Ta : dettes long terme/total actif.

Tableau 4 : Variables illustratives

Variables	Définitions		Signalétique comptable belge
Taille	Effectif moyen		Paranque & Cieply (1997) ; Bédué (1997) ; Ziane (2004)
Potentiel de croissance	Variation relative du chiffre d'affaires sur deux années		
Rentabilité	ROA(avant amortissements)	Rajan & Zingales (1995) ; Carpentier & Suret (1999) ; Booth et al. (2001) ; Gaud & Jani (2002) ; etc.	$(70/74 + <60/64> + 630 + <631/4> + <635/7> + 75 - 9125 - 9126 - <652/9> + 653 + 6560 - 6561 + 763 + 764/9 + 77 - 664/8 + 669 - 9138) / (20/58)$
Tangibilité de l'actif	Actifs corporels / total actif	Bourdieu & Sédillot (1993) ; Shuetrim et al. (1993) ; Biais et al. (1995) ; Rajan & Zingales (1995) ; Bédué (1997) ; De Jong & Van Dijk (1998) ; Gaud & Jani (2002) ; Huang & Song (2006)	$(22/27) / (20/58)$
Taux de taxation moyen	Booth et al. (2001) ; Delcoure (2007)		$9134 / [70/67 - 67/70 + 9134]$
Avantages fiscaux non liés à la dette	Charges non décaissées d'exploitation corrigées des subsides en capital / total actif	Barton et al. (1989) ; Prowse (1990) ; Wiwattanakantang (1999) ; Adedji (2002) ; Huang & Song (2006)	$[630 + <631/4> + <635/7> - 9125] / 20/58 $
Coûts d'agence des fonds propres	Cash flow libre / total actif	Approximation du cash flow libre donnée par Juhel (1996, p.3)	$[Capacité\ d'autofinancement - (BFR_t - BFR_{(t-1)} - investissements\ nets)] / total\ actif$

Coûts de détresse financière	[écart-type de l'EBIT – espérance mathématique de l'EBIT] + valeur des actifs incorporels (rubrique 21 de l'actif).		Cette mesure est celle présentée par De Miguel & Pintado (2001). Cette variable intègre la perception du risque de défaillance dans le sens où les parties prenantes perçoivent un risque de défaillance accru si le risque opérationnel est élevé en comparaison de l'espérance mathématique de l'EBIT. Cette perception de défaillance financière plus ou moins forte se verra renforcée par la présence d'actifs intangibles au bilan de l'entreprise.	
Risque d'exploitation	Ecart-type de l'EBIT	Titman & Wessels (1988) ; Booth et al. (2001); Fathi & Gailly (2003); Huang & Song (2006)		
Coût du financement	[[650 + 653 - 9126] / [170/4 + 430/8 + 42]]			
Structure de propriété	Variable binaire prenant la valeur 1 si l'entreprise est familiale ou la valeur 0 si ce n'est pas le cas.			
Volonté de transmettre à la génération suivante	Variable binaire prenant la valeur 1 si il existe une volonté de transmettre l'entreprise à la génération suivante ou la valeur 0 si ce n'est pas le cas.			
Dirigeant propriétaire	Variable binaire prenant la valeur 1 si le dirigeant est propriétaire de la PME (participation majoritaire dans le capital de la société) ou la valeur 0 si ce n'est pas le cas.			
Structure de l'actif	Actifs immobilisés élargis/total actif	20/29 / 20/58		
	Actifs circulants restreints / total actif	[3 + 4 + 50/53 + 54/548 + 490/1] / 20/58		
Liquidité	Current ratio	29/58 / [42/48 + 492/3]		
	Délai accordé aux clients	[40 + 9150]*365/[70 + 74 - 740 + 9146]		
	Délai accordé par les fournisseurs	[44]*365/[600/8 + 61 + 9145]		
	Rotation des stocks	[-<60/64> - <71> - <72> - <740> - 9125] / 3		
Solvabilité	Degré d'autofinancement	[<140/141> + 13] / 10/49		

Tableau 5 : Répartition sectorielle des répondants

Secteur d'activité	Pourcentage
Industries (code NACEBEL de 01 à 41)	17,92 %
Construction (code NACEBEL 45)	22,08 %
Commerce (code NACEBEL de 50 à 55)	43,90 %
Services (code NACEBEL de 65 à 93)	16,10%
TOTAL	100,00%

Tableau 6 : Effectif moyen des entreprises

	Percent	Valid Percent	Cumulative Percent
De 1 à 4 travailleurs	49,09%	49,09%	49,09%
De 5 à 9 travailleurs	26,23%	26,23%	75,32%
De 10 à 19 travailleurs	17,40%	17,40%	92,73%
De 20 à 49 travailleurs	6,49%	6,49%	99,22%
De 50 à 99 travailleurs	0,78%	0,78%	100,00%
Total	100,00%	100,00%	

Tableau 7 : Total du bilan

Total du bilan (en euros)	%
Jusque 250.000	22,86 %
Entre 250.001 et 500.000	26,49 %
Entre 500.001 et 1.000.000	24,68 %
Entre 1.000.001 et 2.000.000	18,18 %
Plus de 2.000.001	7,79 %
Total	100 %

Bibliographie

Achy, L. & S. M. Rigar (2005). «What determines financial structure in the Moroccan manufacturing sector? A firm level analysis», 12th Annual Conference, Economic Research Forum, Grand Hyatt, Caire, Egypte, pp. 1-17.

Adedeji, A. (2002). «A cross-sectional test of pecking order hypothesis gainst static trade-off theory on UK data», [en ligne], disponible sur World Wide Web: <http://ssrn.com/abstract=302827>, pp. 1-29.

Anderson, R. & D. Reeb (2003). « Founding family ownership and firm performance: evidence from the Setp 500 », *Journal of Finance*, 58 (3), pp. 1301-1327.

Astrachan, J.H. & T. Kolenko (1994). « A neglected factor explaining family business success : Human resource practices », *Family Business Review*, vol. 7, n°3, pp. 251-262.

Baxter N.D. (1967), « Leverage, risk of ruin and the cost of capital », *Journal of Finance*, 22, pp. 395-403.

Booth, L., V. Aivazian, A. Demircug-Kunt & V. Maksimovic (2001). « Capital structure in developing countries », *Journal of Finance*, 56, pp. 87-130.

Bourdieu J. & Colin-Sedillot B. (1993), « Structure du capital et coûts d'information : le cas des entreprises françaises à la fin des années 80 », *Economie et Statistique*, 268/267, pp. 87-100.

Bradley, M., G. Jarrell & E. Kim (1984). « On the existence of an optimal capital structure : Theory and evidence », *Journal of Finance*, 39, pp. 857-880.

Calof, J. (1985). « Analysis of small business owners financial preferences », *Journal of Small Business and Entrepreneurship*, 3, (3), pp. 39-44.

Carpentier C & Suret J.M. (1999), « Stratégies de financement des entreprises françaises : Une analyse empirique », *Série Scientifique (CIRANO)*, 99s-09, pp.1-33.

Casson, M. (1999). « The economics of the family firm », *Scandinavian Economic History Review*, 47, pp. 10-23.

Colot, O. & M. Croquet (2007). « L'endettement des moyennes entreprises familiales est-il différent de celui des moyennes entreprises non familiales ? Le cas de la Belgique », *Management & Avenir*, 1, pp. 167-185.

Croquet, M. & A. Heldenbergh (2008). « Structure financière de l'entreprise : nouvelles perspectives », Editions Larcier, Cahiers Financiers, 168 pages.

Crouzet, F. (1995). « Rôle et géographie des dynasties d'affaires », *Entreprise et Histoire*, n°9, pp. 5-11.

Delcours, N. (2007). « The determinants of capital structure in transitional economies », *International Review of Economics & Finance*, 16, pp. 400-415.

De Miguel, A. & J. Pintado (2001). « Determinants of capital structure: new evidence from Spanish panel data », *Journal of Corporate Finance*, 7, pp.77-99.

Drobtz W. & Fix R. (2003), « What are the determinants of the capital structure? Some evidence for Switzerland », *Working paper, n°04*, pp.1-35.

Dubois, M. (1985). « Les déterminants de la structure financière : le cas des grandes entreprises françaises », *Finance*, vol. 6, (1), pp. 41-70.

Fakhfakh, H. & R. Ben Atitallah (2006). « Les déterminants de la structure du capital des firmes tunisiennes : une étude à travers la théorie de Market Timing », AFFI., Congrès International en finance : « Finance d'entreprise et finance de marché : quelles complémentarités ? », Poitiers, 26 et 27 juin, [en ligne], disponible sur World Wide Web : <http://www.iae.univ-poitiers.fr>, pp. 1-25.

- Fathi, E.T. & B. Gailly (2003). « La structure financière des PME de la haute technologie », Working paper. Institut d'administration et de gestion. School of Management, [en ligne], disponible sur Worl Wide Web :
http://www.isys.ucl.ac.be/working_papers/documents/WP103Gailly.pdf , pp. 1-23.
- Friedman, M. & S. Friedman (1994). *How to run a family business*. Cincinnati OH :Betterway Books, 176 pages.
- Friend, I. & J. Hasbrouk (1987). « Determinants of capital structure», in *Andy Chen*, *Research in Finance*, 7, pp.1-19.
- Friend, I. & L. Lang (1988). « An empirical test of the impact of managerial self interest on corporate capital structure », *Journal of Finance*, 43, (2), pp. 271-281.
- Gallo, M. & A. Vilaseca (1996). « Finance in family business », *Family Business Review*, Vol. 9, n°4, pp. 387-405.
- Gaud, Ph. & E. Jani (2002). « Déterminants et dynamique de la structure du capital des entreprises suisses : une étude empirique », *Cahiers de recherche – HEC Genève*, 12, pp1-32.
- Harris, M. & A. Raviv (1991). « The Theory of Capital Structure », *Journal of Finance*, 46, (1), pp. 297-355.
- Hirigoyen, G. (1982). « Le comportement financier des moyennes entreprises industrielles familiales », *Banque*, 417, pp. 588-593.
- Homaifar, G., J. Zietz & O. Benkato (1994), «An empirical model of capital structure : some new evidence », *Journal of Business Finance and Accounting*, 21, pp. 1-14.
- Huang, G. & F.M. Song (2006). « The determinants of capital structure: Evidence from China», *China Economic Review*, 17, pp.14-36.
- Jensen, M.C. & W.H. Meckling (1976), « Theory of the firm: managerial behavior, agency costs and ownership structure », *Journal of Financial Economics*, vol.3, pp. 305-360.
- Jorissen A., E. Laveren, R. Martens & A-M. Reheul (2002), « Differences between Family and Nonfamily firms: The impact of different research samples with increasing elimination of demographic sample differences », *Conference Proceedings, RENT XVI, 16th workshop*, Nov. 21-22, 20 pages.
- Kim, E. (1978). « A Mean-Variance Theory of Optimal Capital Structure and Corporate Debt Capacity », *Journal of Finance*, 33, pp. 45-63.
- Kraus, A. & R.H. Litzenberger (1973). « A state-preference model of optimal financial leverage », *Journal of Finance*, 28, pp. 911-922.

Kremp, E. & E. Stöss (2001). « L'endettement des entreprises industrielles françaises et allemandes : des évolutions distinctes malgré des déterminants proches », *Economie et Statistique*, n° 341-342. 1/2, [en ligne], disponible sur :World Wide Web : <http://www.insee.fr>.

Kremp, E., E. Stöss & D. Gerdesmeier (1999). « Estimation d'une fonction d'endettement. Résultats à partir de panels d'entreprises françaises et allemandes », dans *Modes de financement des entreprises allemandes et françaises*, Projet de recherche commun de la Deutsche Bundesbank et de la Banque de France, pp. 123-163.

Latrouss, I. (2007). « Structure de propriété et structure du capital : approche par la méthode des équations simultanées », Congrès international de l'AFFI, « Ethique & gouvernance », Bordeaux, 27, 28 et 29 juin, pp. 1-40.

Lebart, L., A. Morineau & M. Piron (1995). *Statistique exploratoire multidimensionnelle*. Dunod, Paris, 439 pages.

Long, M. & I. Malitz (1985). « Investment patterns and financial leverage », dans *Corporate Capital Structure in the United States*, B. Friedman ed., Chicago IL: University of Chicago Press, pp. 325-348.

Miller M.H., (1977), « Debt and taxes », *Journal of Finance*, 32, pp. 261-276.

Modigliani, F. & M. Miller (1958). « The cost of capital, corporation finance and the theory of investment », *American Economic Review*, 58, (3), pp. 261 – 297.

Modigliani, F. & M. Miller (1963). « Corporate income taxes and the cost of capital : a correction », *American Economic Review*, 53, (3), pp. 433– 443.

Myers, S.(1977). « Determinants of corporate borrowing », *Journal of Financial Economics*, 5, (2), pp. 147-175.

Myers S. C. (1984), « The Capital Structure Puzzle », *Journal of Finance*, 39, pp. 575-592.

Myers, S.C. & N.S. Majluf (1984). « Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have », *Journal of Financial Economics*, 13, pp. 187-221.

Norton E. (1991), « Factors affecting capital structure decisions », *Financial Review*, august, 26,(3), pp. 431-446.

Ooghe, H. & C. Van Wymeersch (2000). *Traité d'analyse financière. Comptes annuels statutaires. Bilan social. Comptes consolidés*. Editions Kluwer et Presses Universitaires de Namur, Tomes 1, 457 pages.

Paranque, B. (1999). « Flexibilité financière des PME », [en ligne], disponible sur World Wide Web : <http://perso.orange.fr>, pp. 1-11.

- Pellissier, T. A. (2001), «L'induction au coeur du dilemme des savoirs en sciences de gestion», in *Stratégies, Actualité et futurs de la recherche*, Vuibert, FNEGE, [en ligne], disponible sur World Wide Web : <http://cergors.univ-paris1.fr>.
- Prowse, S. (1990), «Institutional investment patterns and corporate financial behavior in the US and Japan », *Journal of Financial Economics*, 27, pp. 43-66.
- Rajan, G.R. & L. Zingales (1995). « What Do We Know About Capital Structure? Some Evidence From International Data », *Journal of Finance*, 50, (6), pp. 1421-1460.
- Reidel, H. (1994), « Family business in Germany », *Family Business network Newsletter*, n°9, p. 6.
- Ross S.A. (1977), « The determination of financial structure : the incentive-signalling approach », *Bell Journal of Economics*, 8, (1), pp. 23-40.
- Scott, J. (1977). « Bankruptcy, secured debt and optimal capital structure», *Journal of Finance*, 32, pp. 1-19.
- Sheel, A. (1994). «Determinants of capital structure choice and empiricism on leverage behavior: a comparative analysis of hotel and manufacturing firms », *Hospitality Research Journal*, 17, (3), pp. 3-16.
- Shuetrim, G., P. Lowe & S. Morlings (1993). « The determinants of corporate leverage: a panel data analysis », Research Discussion Paper, 9313, Reserve Bank of Australia, [en ligne], disponible sur World Wide Web: <http://www.rba.gov.au>, pp. 1-52.
- St-Pierre J. & Allepôt N. (1998), « Le crédit bancaire aux PME : les banques discriminantes selon la taille ou selon le risque des entreprises emprunteuses ? », Actes du 4^{ième} CIFPME, Metz-Nancy, pp. 1-17, [en ligne], disponible sur World Wide Web : <http://web.hec.ca/airepme>.
- Titman, S. & R. Wessels (1988). « The determinants of capital structure choice », *Journal of Finance*, 43, pp. 1-19.
- Van Caillie D. (1998), « Etude longitudinale de la structure financière des Petites ou Moyennes Entreprises belges issues de 9 secteurs industriels », Congrès International Francophone de la PME, Metz, pp.1-21.
- Ward, J. (1988). « The special role of strategic planning for family business », *Family Business Review*, 1 (2), 105-117.
- Wtterwulge, R., F. Janssen, S. Mertens & F. Olivier (1994), « Le financement de croissance des entreprises moyennes belges par le recours au capital à risque », Louvain-La-Neuve, IAG.
- Wtterwulge, R. (1998). *La PME : Une entreprise humaine*. De Boeck, 173 pages.

