



*Working Paper*  
*Cahier de Recherche*

N° 12-2004

**Secteurs de financement et gestion de la rentabilité**

**Flexibilité financière et performances**

**Bernard PARANQUE<sup>1</sup>**

Professeur - Euromed Marseille Ecole de Management

---

<sup>1</sup> Les analyses et opinions émises n'engagent que leur auteur.

## **Résumé**

Le présent article se situe dans le prolongement d'un précédent travail exploratoire sur les régimes de financement et se réfère à l'économie des conventions. Cette problématique ne se prête que difficilement à l'observation dans la mesure où nombre des modalités y concourant sont de l'ordre du non-dit, de l'implicite. Il existe toutefois une démarche indirecte partant de ce qu'on peut considérer comme le résultat de cette coordination. Ainsi, les données disponibles sur la structure du capital des entreprises permettent d'observer des modalités de financement qui peuvent être assimilées à des régimes de financement. Les analyses présentées ont permis de développer une réflexion visant à la promotion d'outils et de procédures d'évaluation destinées à favoriser l'accès aux crédits des PME.

## **Abstract**

This paper is in the continuation of a previous exploratory work on the sector of financing and refers to the « économie des conventions ». This approach lends itself only with difficulty to observation insofar as a number of its modalities are implicit. There is however an indirect method based on what one can regard as the result of a coordination. Thus, the data available on the structure of the capital of the companies makes it possible to observe different ways of financing which can be an indicators of the sectors of financing. The analysis presented allows us to develop this approach aiming at the promotion of tools and procedures for evaluation intended to support the access to credit of SME's.

Mots clés – keywords: régime de financement, sectors of financing, SMEs', PME, flexibilité financière.

Il est courant de comparer les PME aux grandes entreprises<sup>2</sup>. Mais, est-ce qu'une opposition selon la seule taille est pertinente (Belletante, Levratto, Paranque, 2001) ? Plus précisément, ne doit-on pas d'abord analyser les entreprises du point de vue de leur logique de développement ? L'arbre de la taille ne cache-t-il pas la forêt de la spécificité des modes de croissance ?

Autrement dit, qu'est-ce qui fonde une relation de financement, comment se construit-elle, que celle-ci implique les banques, les actionnaires, les fournisseurs, les clients, au travers des avances et acomptes ou des délais de paiements, ou encore les collectivités locales et leurs aides ?

Le présent article se situe dans le prolongement d'un précédent travail exploratoire (Paranque, Rivaud-Danset, 1998) et se réfère à l'économie des conventions (Salais et Storper 1993). Celle-ci a pour objet l'étude de ce qui stabilise la coordination des actions entre des acteurs « individuels » et/ou collectifs. Cette problématique ne se prête que difficilement à l'observation dans la mesure où nombre des modalités y concourant sont de l'ordre du non-dit, du non-explicite. Il existe toutefois une démarche indirecte partant de ce qu'on peut considérer comme le résultat de cette coordination. Ainsi, les données disponibles sur la structure du capital des entreprises permettent d'observer des modalités de financement qui peuvent être assimilées à des régimes de financement, dès lors que ces modalités ne se présentent pas comme des résultats non intentionnels mais comme des modes durables et susceptibles de convenir aux acteurs concernés.

Cette approche permet :

- D'examiner d'un point de vue multi-critère les déterminants de la rentabilité, à la fois pour identifier des relations spécifiques de l'entreprise avec ses environnements réels et pour expliciter les modes de réalisation des ressources internes.
- Par ce fait, de nous renseigner sur la contrainte exercée par la nature des relations de l'entreprise avec ses environnements (en particulier ses clients et ses fournisseurs) et donc sur les causes d'une préférence renforcée pour l'autofinancement.
- Et donc d'identifier le mode de gestion de la flexibilité financière requise et donc la nature des relations "banque – entreprise" susceptibles de favoriser ou de nécessiter le recours aux ressources internes.

---

<sup>2</sup> Ici une PME est, en première approximation, une entreprise de moins de 500 salariés.

## LES CONVENTIONS DE FINANCEMENT

Selon Myers et Majluf (1984), le financement externe – bancaire ou de marché - est une solution de deuxième ordre (« second best ») à laquelle l'entreprise a recours lorsque ses capitaux mis en réserve ne suffisent plus à financer des projets d'investissement, en particulier quand ils n'ont pas été anticipés (opportunité). Ce recours peut, en outre, être nuisible, si les offreurs de capitaux exigent une rémunération excessive au regard du projet à financer, de sorte que, selon l'exemple retenu par Myers et Majluf, la richesse des actionnaires en place (éventuellement un actionnariat familial) diminuera après une augmentation de capital<sup>3</sup> consécutive, par exemple, au financement d'un projet qui ne peut pas être assumé par les seuls actionnaires en place<sup>4</sup>. Ceci peut entraîner une modification dans l'organisation du pouvoir et de la gestion de l'entreprise au détriment des investissements nécessaires à la compétitivité de l'entreprise (en tant que collectif de travail) du fait d'une pression « court-termiste ».

Cette approche, dite du *pecking order*, a été élaborée à partir du constat très familier selon lequel les entreprises privilégient l'autofinancement. Myers (1984) insiste sur cette préférence, qu'il considère comme plausible, au regard des besoins de liquidité associés au motif de transaction et de la nature des actifs des entreprises, en particulier quand ceux-ci sont spécifiques au sens de Williamson (1975, 1988). Il insiste aussi sur les besoins de financement courant liés au cycle d'exploitation. Cette approche suggère que les entreprises privilégient une forte autonomie financière, obtenue à partir des capitaux mis en réserve, pour financer les dépenses anticipées d'investissement et d'exploitation associées aux premières mais aussi pour faire face aux impondérables.

L'intérêt de cette approche est qu'en l'absence ou l'inadaptation d'un marché financier, les PME n'ont en fait que deux modes de financement, l'autofinancement (incluant l'appel aux actionnaires en place dans le cadre, par exemple, de la famille) et l'endettement auprès des banques.

Mais ce « choix » des entreprises n'est pas indépendant des conditions « sociales » dans lesquelles il peut s'exercer. Ainsi, le risque concernant les PME toucherait moins à leur

---

<sup>3</sup> Puisque les anciens actionnaires devront partager les éventuels gains avec les nouveaux. Autrement dit, le coût des capitaux externes est supérieur à celui des capitaux internes, en raison de l'asymétrie d'information, et les entreprises peuvent être rationnées par un prix du capital externe excessif (de bons projets ne seront pas entrepris)

<sup>4</sup> Dans le cas du financement d'un projet, le porteur de celui-ci peut ne pas avoir la capacité de l'assumer seul et être obligé de faire appel à des partenaires (actionnaires). Sa situation peut alors s'analyser comme le cas générique précédent.

rentabilité qu'à **l'incertitude sur leur pérennité**, ce qui pose directement le problème de leur capacité à produire pour elle-même – gage de leur capacité d'anticipation – et pour leurs partenaires, entre autres financiers, des informations sur la manière dont elles gèrent cette pérennité. On peut dire alors que le risque PME est un risque lié, d'une part, aux coûts d'élaboration de cette information et, d'autre part, au sur- coût d'acquisition de l'information<sup>5</sup> (Conseil National du Crédit, 1995) par rapport aux grandes entreprises qui sont soumises aux exigences (réglementation) des marchés financiers. La littérature sur la relation de prêts montre bien la difficulté de comprendre la demande et l'offre de crédit uniquement au travers des rapports marchands. En situation d'asymétrie d'informations, quand l'information n'est pas accessible dans les mêmes conditions pour tous ou que les capacités d'acquisition et de traitement de celle-ci diffèrent d'un agent à l'autre ou d'une catégorie d'agents à une autre, les décisions et les prévisions des agents vont dépendre de leurs capacités cognitives et donc du degré d'incertitude auquel ils sont confrontés (Revue Économique, 1989 ; Rivaud-Danset, 1996, 1998). En effet, les éléments permettant de construire un calcul économique, conditions à l'affectation d'une probabilité d'occurrence à la survenance d'un événement définissant son risque, ne sont pas disponibles ou n'existent même pas. Autrement dit, nous pouvons être rationnels mais nos aptitudes sont limitées tant par la nature imparfaite du marché que par notre position sociale (un investisseur aura une moindre connaissance de l'entreprise que le dirigeant par exemple, ou encore par l'impossibilité qu'il y a à envisager tous les futurs possibles) ou par l'impossibilité qu'il y a à envisager tous les futurs possibles ou encore quel sera le comportement avenir des autres agents. Cette situation d'incomplétude (Simon, 1976) conduit à identifier les règles formelles (lois, contrats par exemple) et informelles qui permettent la coordination des personnes. Le marché (les prix) n'est alors qu'un élément, qu'une convention parmi d'autres (Salais, Chatel, Rivaud-Danset, 1998).

## **LES SECTEURS DE FINANCEMENT**

Selon Hicks (1988), l'entreprise peut recourir à deux modalités de gestion de son besoin de flexibilité financière : l'autonomie de financement (« auto-economy »), d'une part, et le

---

<sup>5</sup> A savoir les coûts de traitements administratifs des dossiers par le prêteur mais aussi les coûts liés à l'élaboration, à l'acquisition et au traitement de l'information tant pour la petite entreprise que pour les agents extérieurs, qui pèsent relativement plus pour les petites entreprises dans le total que pour les grandes entreprises (voir CNC, 1992 ; CNCT, 1999).

découvert (« overdraft »), d'autre part. Une garantie implicite ou explicite d'accès au crédit courant peut apporter aux entreprises une flexibilité financière équivalente à celle qu'assure la détention d'actifs financiers liquides pour les entreprises autonomes. Pour faire image, on peut faire une analogie avec la flexibilité « physique » des entreprises qui peut venir de la disponibilité de biens d'équipement maintenus oisifs en situation normale ou de la soustraction. Cette possibilité peut prendre deux formes, celle de réserves de trésorerie (ressources internes accumulées) ou celle d'un accès à des financements de court terme comme le découvert autorisé, le crédit de campagne, de trésorerie ou, plus généralement, toute forme de lignes de crédit confirmées (ressources externes). Le choix entre ces deux formes, ou régimes d'*auto-economy* et d'*overdraft* selon la qualification de Hicks, dépend non seulement des caractéristiques économiques et des performances financières de l'entreprise mais aussi de sa capacité à s'inscrire dans une relation d'engagement. Celle-ci dépend de l'environnement financier, en particulier du comportement des banques et des actionnaires (prêts, avances...), ainsi que des spécificités de l'entreprise. Ces dernières ne se limitent pas aux garanties ou signaux adressés au(x) prêteur(s). Elles incluent l'intérêt pour la firme de nouer une relation d'engagement, en raison de ses particularités réelles, parmi lesquelles figure la nature du besoin de financement du cycle d'exploitation et de son procès de production, c'est-à-dire le degré de « singularité » de son activité ainsi que la nécessité de construire sa crédibilité, son ... « crédit ».

L'analyse proposée par Hicks, en mettant l'accent sur le rôle du financement de court terme (interne ou externe) comme source de flexibilité financière pour répondre aux besoins de financement liés à l'exploitation, apporte une ouverture sur le plan macro-économique à celle de Myers en termes de « pecking order » qui permet d'envisager d'autres formes d'interventions des politiques économique et monétaire. En ce sens, elle est en rupture avec l'approche néoclassique qui ne prend en considération que l'investissement productif, comme le confirment les propos de J. Schumpeter : « *La théorie régnante est d'accord avec nous ; comme nous elle voit dans les financements ordinaires qui portent sur des marchandises rien d'essentiel pour la compréhension du crédit. (...) Ce crédit d'exploitation, nous pouvons donc l'éliminer de notre examen. (...) Il ne s'agit là que d'un expédient technique de la circulation...* »<sup>6</sup>. Selon le régime, c'est-à-dire les principes de cohérence de l'action de

---

<sup>6</sup> Citation tirée de l'ouvrage de J.F. Goux, « *Économie monétaire et financière, théorie, institution, politiques* » Economica, 2<sup>e</sup> édition, 1995, page 132.

l'entreprise, la sensibilité aux conditions de crédit sera différente d'une société à l'autre. Là encore, la diversité des situations économiques s'oppose à l'unicité des outils d'interventions publiques ou privées et de régulations économiques.

On peut alors considérer que les firmes « arbitrent » entre la disponibilité interne de liquidité ou le besoin de liquidité couvert par le crédit bancaire courant pour financer le cycle d'exploitation ainsi que pour pouvoir faire face aux aléas. Le choix en faveur du découvert est généralement plus fréquent quand le poids des actifs nets d'exploitation (besoin en fonds de roulement d'exploitation) est important. Ainsi l'étude comparative de Demirgüç-Kunt et Maksimovic (1996), menée sur des données individuelles d'entreprises d'un grand nombre de pays sur plusieurs années, conclut à une corrélation positive entre la part des actifs circulants dans le total du bilan et le financement externe. En revanche, la part des actifs fixes dans le bilan est corrélée négativement au financement externe, mais positivement aux bénéfices mis en réserve.

Par conséquent, un régime de « découvert » peut correspondre à des entreprises, éventuellement bien dotées en fonds propres pour financer les actifs immobilisés et donc globalement peu endettées à moyen et long termes, mais qui recourent largement, pour financer le cycle d'exploitation, au crédit bancaire de court terme. De même qu'on peut imaginer dans cette situation des entreprises peu capitalistiques, travaillant dans des secteurs où leur compétence, fondée sur des savoir-faire, est reconnue, et disposant d'une assurance d'accès au crédit de court terme pour faire face aux imprévus sous forme de ligne de crédit confirmée... Il est vrai aussi que les conditions d'accès au crédit, en particulier de court terme, dépendent aussi de l'accès à l'information permettant de prendre la décision de crédit<sup>7</sup>. Si l'on admet alors que les problématiques de Myers et de Hicks ont, toutes deux, un pouvoir complémentaire explicatif, on peut en déduire schématiquement l'existence de trois régimes de financement théoriques:

- **l'autonomie** fondée sur la capitalisation des bénéfices, qui assure une forte dotation en fonds propres et permet aux entreprises de limiter strictement le recours aux capitaux externes pour financer leurs actifs fixes et circulants ; suivant Hicks, leur flexibilité est interne ;

---

<sup>7</sup> A savoir les coûts de traitements administratifs des dossiers par le prêteur mais aussi les coûts liés à l'élaboration, à l'acquisition et au traitement de l'information tant pour la petite entreprise que pour les agents extérieurs, qui pèsent relativement plus pour les petites entreprises dans le total que pour les grandes entreprises (voir CNC, 1992, 1995; CNCT, 1999).

- **L'endettement** constitue le régime symétrique au précédent; les entreprises recourent aux capitaux externes, bancaires à moyen ou long terme en particulier, pour financer en priorité leurs actifs fixes mais disposent des fonds propres nécessaires pour faire face aux aléas et aux besoins de liquidités éventuels correspondant ; suivant Hicks la flexibilité est interne ;
- **le découvert** se distingue des deux premiers ; les entreprises financent les actifs immobilisés sur fonds propres, comme dans le premier régime, voire par crédit bancaire à moyen ou long terme, comme pour le deuxième régime, mais recourent au crédit bancaire de court terme pour couvrir leurs besoins de financement courant ou non anticipés ; suivant Hicks, leur flexibilité est externe.

Suivant la problématique présentée on peut alors définir par année le régime ou secteur dont relève une entreprise selon la valeur des ratios correspondants.

### **DIVERS MODES DE GESTION DE LA FLEXIBILITE FINANCIERE...**

Sur la fin du siècle précédent en France, il apparaît non seulement une transformation dans la nature des sources de financements des entreprises, en particulier de l'industrie manufacturière, mais aussi une modification dans leur mode de gestion de leur flexibilité financière. À compter de 1986, d'une économie d'endettement au sens usuel en France (c'est-à-dire réduit à sa seule composante moyen et long termes), nous sommes passés à une économie d'autonomie fondée sur l'accumulation des résultats et l'appel aux prêts des groupes et associés en substitution aux recours aux concours bancaires courants<sup>8</sup>.

Cette évolution s'accompagne d'un accroissement des placements de court terme dont le rôle n'est pas seulement d'autoriser des produits financiers susceptibles de compenser, au moins partiellement, les frais financiers, mais aussi de permettre à l'entreprise de saisir, soit des opportunités de croissance, soit, le plus souvent en particulier pour les PME, de pouvoir faire face aux aléas (flexibilité interne).

Nonobstant les réserves émises en introduction, des différences importantes apparaissent suivant la taille. Les PME comme les grandes entreprises sont principalement en secteur d'*Autonomie* dans une proportion qui ne cesse de s'accroître. Elles sont toutefois plus fréquemment en secteur de *Découvert* que les grandes, ce qui est à rapprocher de leur insertion dans le tissu productif et de la nature de leurs relations, le plus souvent dépendante,

---

<sup>8</sup> Toutes les données quantitatives ont pour source la Direction des entreprises de la Banque de France.

avec leurs clients et leurs fournisseurs. Dans 1 cas sur 5, ces PME se trouvent en *Endettement*, dans une proportion qui reste stable durant la période sous revue, alors que la proportion de firmes de plus de 500 salariés est réduite de moitié <sup>9</sup>.

---

<sup>9</sup> L'année 1997 est doublée car la série 1985 – 1997 a été constituée antérieurement à celle 1997 – 2001. Entre temps, l'échantillon central de bilans a pu évoluer à la marge ; en outre les traitements statistiques ont pu être un peu différents. Ce dénombrement mériterait d'être complété par la prise en compte des liens financiers susceptibles d'exister entre entreprises et définissant ainsi des groupes. Toutefois la méthodologie qui préside à l'établissement des informations comptables et financières les concernant, correspond aux besoins des investisseurs pour élaborer leur prise de décisions. De ce fait, elle se prête mal à un travail statistique sur l'échantillon dans la mesure où se pose à chaque fois la question du périmètre de consolidation (évolution des prises de participations) ou des activités concernées.

<b>Répartition des entreprises par régime</b>																			
	1985	1986	1987	1988	1989	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1997	1998	1999	2000	2001	
Autonomie	51,1	54,1	55,8	56,5	57,4	58,4	60,0	61,5	63,8	66,6	66,9	68,7	71,1	69,2	69,6	70,0	70,2	71,5	
Endettement	19,3	20,9	22,0	22,5	22,8	22,7	22,7	21,7	21,3	19,3	18,3	17,6	16,3	17,3	17,6	17,9	18,0	17,6	
Découvert	29,6	25,0	22,3	21,1	19,8	18,9	17,3	16,9	15,0	14,1	14,8	13,7	12,6	13,5	12,8	12,1	11,8	11,0	
<b>Autonomie PME</b>																			
Autonomie PME	50,0	53,0	54,4	55,0	55,9	57,1	58,6	60,2	62,7	65,6	66,0	67,9	70,3	68,4	68,9	69,4	69,6	71,0	
Endettement PME	19,2	21,2	22,4	23,1	23,6	23,4	23,4	22,3	21,8	19,8	18,8	18,1	16,9	17,8	18,1	18,3	18,4	17,9	
Découvert PME	30,7	25,9	23,2	21,9	20,5	19,6	18,0	17,4	15,5	14,6	15,2	14,0	12,8	13,8	13,0	12,3	12,0	11,1	
<b>Autonomie GE</b>																			
Autonomie GE	59,8	65,7	72,7	76,0	78,2	79,9	81,7	82,3	82,4	84,9	84,3	85,1	85,9	87,9	85,6	85,9	85,0	82,1	
Endettement GE	19,7	18,1	16,8	14,1	12,0	11,6	11,2	10,6	12,1	9,6	9,0	6,8	5,9	5,0	6,9	6,5	7,3	9,5	
Découvert GE	20,5	16,2	10,5	9,9	9,8	8,5	7,1	7,1	5,5	5,5	6,8	8,1	8,2	7,1	7,6	7,6	7,7	8,5	

Source : Banque de France - 2003

En *Autonomie* les entreprises bénéficient d'un autofinancement élevé, similaire à compter de 1997 de celles d'*Endettement*. Si leur rentabilité économique est la plus élevée, leurs rentabilités financières - avant et après distribution - sont moindres que celles des entreprises en *Endettement*. Cela peut s'expliquer à la fois par des prélèvements fiscaux plus importants du fait d'un effort d'accumulation productif moindre, limitant les dotations aux amortissements qui, toutes choses égales par ailleurs, « pèsent » moins sur les résultats, et d'une politique de distribution de dividendes plus soutenue. La forte autonomie financière du secteur *Autonomie* s'accompagne d'une politique de placements financiers active, que ce soit à moyen et long termes ou à court terme. Leur flexibilité financière est clairement fondée sur des réserves placées mais aussi sur les prêts accordés par les groupes et associés. L'appel à ces derniers peut aussi expliquer la politique de distribution particulièrement favorable dont ils bénéficient. L'effort d'accumulation est faible, voisin de celui des sociétés en *Découvert*. Le mode de formation de la rentabilité économique a évolué sur la période : jusqu'en 1991/1992, l'efficacité du capital y était un plus élevée que dans les autres secteurs en particulier de *Découvert*, ce qui n'est plus le cas à compter du début des années quatre-vingt-dix. En revanche, leur taux de marge est continûment plus fort, ce qui leur permet de réaliser une rentabilité économique constamment supérieure à celle des autres entreprises mais selon des leviers différents. On peut supposer qu'il ne s'agit pas tout à fait du même type de sociétés avant et après 1992.

Le mode de financement des firmes en *Endettement* s'appuie, outre les dettes financières à moyen et long termes, sur l'autofinancement qui, rapporté au capital engagé, est un peu supérieur à celui dégagé par les sociétés du secteur *Autonome*. L'effort d'accumulation est le plus élevé, en particulier pour les PME pour lesquelles il est supérieur à celui des entreprises de plus de 500 salariés. Ce trait souligne bien que l'accès aux ressources bancaires est fondé sur une certaine « lisibilité » de l'activité future, leur capacité à gérer les aléas résidant dans la constitution de réserves de trésorerie et la possibilité de mobiliser des crédits bancaires courants. Efficacité du capital et taux de marge moindre que ceux des firmes *Autonome*, conduisent à réaliser une rentabilité économique moins forte que ces dernières mais, dans ce secteur, les PME restent plus rentables que les grandes entreprises. La rentabilité financière (avant dividendes) est un peu plus forte que celle du secteur *Autonome*, illustrant l'effet positif de l'effet de levier. Après distribution, la hiérarchie est conservée bien que le poids des dividendes dans l'autofinancement soit plus faible : la politique de distribution dans le premier secteur a pour pendant la politique d'accumulation dans le deuxième.

<b>Rentabilité économique</b>																		
	1985	1986	1987	1988	1989	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1997	1998	1999	2000	2001
Autonomie	17,1	18,0	18,1	18,9	19,0	18,8	17,1	15,3	13,6	14,2	14,3	13,6	13,9	14,0	14,3	14,4	14,8	14,6
Endettement	13,6	14,3	14,8	15,1	15,2	15,3	13,6	12,3	10,6	11,8	12,0	11,3	11,5	11,8	11,9	11,8	11,9	11,4
Découvert	11,3	11,5	11,0	11,3	12,0	11,4	10,8	8,6	7,7	9,0	8,4	7,5	8,2	7,6	8,4	7,7	8,0	7,7
<b>Rentabilité financière après dividendes.</b>																		
	1985	1986	1987	1988	1989	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1997	1998	1999	2000	2001
Autonomie	11,1	12,4	12,5	13,6	13,8	13,4	12,2	10,9	8,8	9,7	9,2	8,8	9,0	8,9	12,3	9,2	9,7	9,4
Endettement	11,8	12,9	13,5	15,4	15,9	16,5	12,8	10,8	8,0	10,5	10,7	10,2	11,9	11,9	13,2	13,6	13,5	12,4
Découvert	5,0	7,1	7,2	8,0	9,2	8,1	6,8	3,1	1,5	5,4	4,5	4,4	6,4	5,5	8,0	7,3	5,9	7,0
<b>Efficacité du capital ( valeur ajoutée/capital engagé)</b>																		
	1985	1986	1987	1988	1989	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1997	1998	1999	2000	2001
Autonomie	78,2	77,5	76,8	75,9	75,7	75,2	71,3	67,6	63,2	64,4	64,8	63,2	63,4	63,5	64,4	64,2	63,6	62,3
Endettement	77,1	76,6	72,5	72,4	69,9	68,1	66,1	65,0	62,8	64,4	64,1	63,4	62,5	63,4	65,1	62,4	60,0	57,6
Découvert	74,9	74,3	71,8	71,0	69,6	69,4	69,7	68,0	69,2	69,0	69,5	67,1	68,7	68,9	70,5	67,5	66,7	66,1
<b>Répartition de la valeur ajoutée</b>																		
	1985	1986	1987	1988	1989	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1997	1998	1999	2000	2001
Autonomie	25,3	26,5	26,7	28,1	28,5	28,5	27,2	25,6	24,0	24,9	24,8	23,9	24,6	24,5	24,3	24,6	25,7	25,3
Endettement	20,7	21,8	23,4	23,6	24,4	25,3	23,6	22,5	19,9	21,2	21,7	20,3	22,0	21,7	21,7	21,8	22,5	22,3
Découvert	17,9	18,2	18,4	19,1	20,7	19,7	18,4	16,2	14,1	16,0	15,1	12,9	14,4	12,9	14,9	14,3	14,0	14,6
<b>Taux d'accumulation (investissement/capital productif)</b>																		
	1985	1986	1987	1988	1989	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1997	1998	1999	2000	2001
Autonomie	13,0	13,8	14,4	14,9	15,5	15,7	13,6	12,0	10,3	10,5	11,5	11,3	10,7	11,0	11,7	11,6	11,6	11,4
Endettement	16,6	17,3	18,3	20,2	20,7	21,2	17,4	14,9	12,2	13,0	14,8	15,7	15,5	16,1	17,5	18,3	18,3	16,8
Découvert	12,4	12,7	14,2	15,1	15,7	16,0	13,9	11,9	9,5	10,1	11,5	10,6	10,9	11,4	12,5	12,3	13,0	11,7
<b>Dividendes /Capitaux Propres</b>																		
	1985	1986	1987	1988	1989	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1997	1998	1999	2000	2001
Autonomie	2,7	2,7	3,3	3,8	4,2	4,6	4,4	4,2	4,9	5,1	5,5	5,5	5,6	6,1	6,2	6,5	6,5	6,9
Endettement	0,9	0,9	1,4	1,7	2,2	2,4	2,5	2,2	2,5	2,0	2,8	2,8	2,9	3,2	4,2	4,6	4,9	5,3
Découvert	0,9	0,9	1,2	1,6	1,6	1,8	1,9	2,0	1,7	2,3	2,0	2,4	2,2	3,5	3,2	3,1	3,2	3,3

Source : Banque de France - 2003

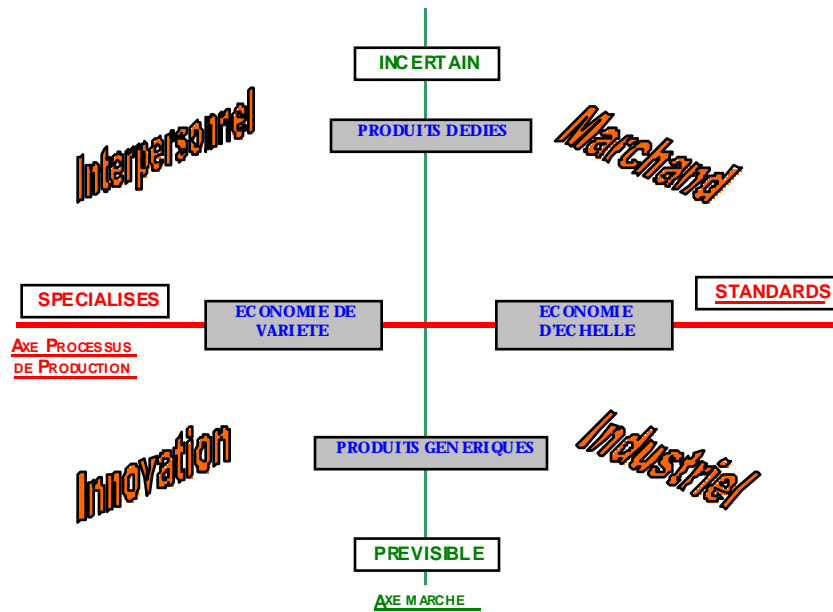
Les entreprises en *Découvert* bénéficient de moins de prêts des groupes et associés que les sociétés en *Autonomie* mais leur part s'accroît néanmoins sur la période pour devenir équivalente à celles en *Endettement* puis supérieure à compter de 1993 – 1994. Elles sont les moins rentables mais comme pour le premier secteur présenté on relève une modification de la formation de leur rentabilité économique. Leur taux de marge est le plus faible et se réduit sur la période sous revue mais l'efficacité du capital de moindre devient la plus élevée car elle se dégrade moins que dans les autres secteurs. Il s'agit en outre d'entreprises moins capitalistique que les autres. Si leur effort d'accumulation est similaire à celui des entreprises *Autonome*, leur politique de distribution est voisine du secteur d'*Endettement*. À compter de 1989/1990, ces entreprises ont plus recours que les autres aux augmentations de capital. Ceci peut être interprété de manière contradictoire. Soit on considère que leur faible rentabilité pèse sur leur capacité à répondre aux exigences de solvabilité des prêteurs et implique un recours accru aux actionnaires et associés; soit il apparaît que la difficulté à obtenir des premiers une assurance d'accéder au découvert du fait de l'évolution du système financier <sup>10</sup>, les contraint à constituer les réserves nécessaires à leur flexibilité et à la gestion de leurs environnements. Autrement dit, cet indicateur traduit la fragilité de la relation « banque – entreprise » sur laquelle est / était construite la gestion de leur flexibilité financière. Les exigences accrues de solvabilité des banques ont modifié en profondeur cette gestion.

### **... CORRESPONDENT A DIFFERENTS LEVIERS DE LA RENTABILITE**

Ces régimes de financement ainsi décrit, peuvent s'analyser comme exprimant la dimension « financière » de la gestion des « mondes de production » tels que les définissent R. Salais et M. Storper (1993). En suivant ces auteurs, il est alors possible d'apprécier la rentabilité économique à l'aune de deux dimensions que sont le marché et le processus de production.

---

<sup>10</sup> Qui outre ses propres contraintes dans la gestion de ses relations de marché, est engagé dans une compétitivité prix qui se fait souvent au détriment des marges comme s'en est émue à plusieurs reprises la Commission Bancaire (2002).



**La première dimension** met l'accent sur le **marché**, à savoir une recherche de profit guidée par le marché, « *autrement dit sur les choix de produit(s) et d'organisation compatible avec une optimisation de la rentabilité économique guidée par le marché* », c'est-à-dire sur l'ajustement dans le court terme des actifs à la demande.

**La seconde dimension** éclaire une recherche de rentabilité guidée par la technologie et le processus de production. Elle concerne principalement les ressources fixes de production, incluant le capital fixe et la main-d'œuvre. Les variables correspondantes sont : l'efficacité du capital, la productivité du travail, l'intensité capitalistique (indicateur de la substitution du capital au travail) et la part des frais salariaux dans la valeur ajoutée.

La rentabilité économique s'écrit sous la forme suivante :

$$RBG = \frac{\text{Excédent brut global}}{\text{Capital engagé}}, \text{ rentabilité brute globale}$$

**Une rentabilité guidée par le marché**

$$(1) RBG = \frac{EBG}{CA} \times \frac{\frac{CA}{\text{Équipement productif}}}{\frac{\text{Capital avancé}}{\text{Équipement productif}} + \frac{BFRE}{CA} \times \frac{CA}{\text{Équipement productif}}}$$

avec

Capital avancé = capital engagé moins les besoins en fonds de roulement

CA = chiffre d'affaires

EBG = excédent brut global

BFRE = besoins en fonds de roulement d'exploitation

**Le procès de production comme guide**

***Productivité apparente du travail ...***

La première formulation s'écrit :

$$(2a) RBG = \frac{(1 - \frac{FP}{VA}) \frac{VA}{N}}{\frac{C}{N} + \frac{BFRE}{N}}$$

avec :

VA = valeur ajoutée,

FP = frais de personnel (salaires plus charges sociales),

N = effectifs,

C = capital avancé

***... versus efficacité du capital***

La seconde formulation s'écrit :

$$(2b) RBG = \frac{(1 - \frac{FP}{VA}) \frac{VA}{C}}{1 + \frac{BFRE}{C}}$$

*Produits standards et économies d'échelle* s'accompagnent de la baisse des coûts unitaires ; aussi la firme donne-t-elle la priorité à la réduction relative des frais de main-d'œuvre dans la valeur ajoutée, à la substitution du capital au travail et à la recherche d'une productivité élevée du travail.

*Produits spécialisés et économies de variété* reposent, de leur côté, sur la reconnaissance du rôle de la main-d'œuvre et de sa spécialisation dans la combinaison productive. La priorité est donnée à l'usage, au développement et à la reproduction des savoir-faire de la force de travail (c'est-à-dire à des actifs spécialisés tels que l'investissement dans la qualité du travail). L'importance relative des coûts en travail est plus grande, mais, en contrepartie, l'efficacité du capital est plus élevée.

L'explicitation des modes de gestion de la rentabilité permet ainsi d'identifier les leviers de réalisation des ressources internes. De même, elle fournit un outil adapté à l'évaluation de la diversité des entreprises et de leur situation de marché.

Suivant le modèle de formation de la rentabilité, deux interprétations « favorables » d'un même ratio, par exemple le poids élevé du capital circulant (BFRE) qui est a priori défavorable, sont possibles :

- suivant le premier, la firme entend construire des relations de clientèle durables et accepte des délais clients plus longs que la « norme », gages d'une meilleure prévisibilité de son activité et de son « crédit » ; en contrepartie, soit elle peut négocier des délais similaires avec ses fournisseurs fondés sur les mêmes principes d'engagement, soit elle dispose de la flexibilité financière (interne ou externe) lui permettant d'assumer cet « investissement »,
- suivant le second, le marché est prévisible, la firme traite les fluctuations de la demande comme si elles se compensaient autour d'une tendance centrale et connue. La gestion des stocks lisse les fluctuations, de sorte que ceux-ci peuvent être momentanément élevés, sans être symptomatique de difficultés à résoudre, reflétant la capacité d'adaptation conjoncturelle de l'entreprise.

### ... REGIMES DE FINANCEMENT ET MONDES DE PRODUCTION

L'analyse porte sur les années 1997 à 2001 et permet de confirmer l'intuition selon laquelle, d'une manière globale, la formation de la rentabilité économique diffère d'un régime à l'autre. En *Autonomie* la rentabilité économique est plus forte que dans les autres régimes (14,3 % contre 11,7 % en *Endettement* et 7,9 % en *Découvert*), en revanche l'efficacité du capital y est la plus faible alors que le taux de marge y est le plus élevé. Ces entreprises présentent un taux d'accumulation moindre que celles des deux autres régimes alors que l'activité est moins soutenue qu'en *Endettement* mais similaire au *Découvert*. Le délai de rotation des besoins en fonds de roulement d'exploitation (BFRE) est plus long qu'en *Endettement* mais plus rapide que le *Découvert* (respectivement 66,4 jours, 52,9 jours et 84 jours). Il semblerait que ce régime réunisse des entreprises dont la rentabilité soit guidée par le marché et devant s'adapter aux fluctuations de celui-ci. Le taux de rotation des équipements productifs plus rapide que dans le cas de *Endettement* leur permet d'ailleurs de compenser le poids élevé des BFRE. Relativement au *Découvert*, on observe une situation similaire mais inverse, puisque ces dernières compensent une lourdeur des BFRE par une meilleure adaptation de leur outil de production à la demande (respectivement 150 jours, 206 jours et 120 jours). Ce constat permet d'illustrer l'exemple donné plus haut. L'orientation de « marché » du régime d'*Autonomie* est confortée par un rendement apparent de la main d'œuvre le plus fort et une intensité capitalistique là aussi la plus élevée, soulignant la recherche de gains de productivité du travail comme mode de gestion des fluctuations de la demande ( par la substitution du capital au travail, la flexibilité de la gestion de la main d'œuvre comme le travail en équipe, le recours à l'intérim etc).

La rentabilité économique est meilleure en *Endettement* qu'en *Découvert* traduisant les différences en matière d'accumulation et d'orientation technologique. Le régime de *Découvert* se caractérise par des taux de marge inférieurs et un moindre taux de rotation des BFRE mais une efficacité du capital supérieure, une intensité capitalistique plus faible et une rotation plus rapide des équipements. La rentabilité premier secteur est fondée sur une orientation technologique basée sur l'accroissement de la productivité du travail alors que celle du deuxième dépend plus de sa capacité à répondre à une demande spécifique impliquant une flexibilité technique fondée sur l'optimisation de l'utilisation du capital productif.

Moyenne des années 1997 - 2001	<b>Autonomie</b>	<b>Endettement</b>	<b>Découvert</b>	<b>Ensemble</b>
<b>rentabilité économique (%)</b>	<b>14,4</b>	11,8	7,9	13,2
<b>taux de marge de production (%)</b>	<b>14,0</b>	12,1	8,9	13,0
<b>taux de partage de la VA (%)</b>	<b>24,9</b>	22,0	14,1	23,0
<b>efficacité du capital (%)</b>	63,6	61,8	<b>68,1</b>	63,8
<b>rotation des BFRE (j)</b>	66,4	<b>54,7</b>	84,0	66,2
<b>rotation des équipements productifs (j)</b>	150,4	206,6	<b>120,5</b>	156,7
<b>rendement apparent de la main-d'œuvre (ke/p)</b>	<b>52,7</b>	44,9	41,3	49,9
<b>intensité capitalistique (% w)</b>	312,5	298,5	<b>266,0</b>	304,3
<b>capital engagé / effectif (ke/p)</b>	122,3	104,6	<b>96,9</b>	116,0
<b>taux d'accumulation (%)</b>	11,4	<b>17,4</b>	12,2	12,6
<b>capital avancé par personne (ke/p)</b>	<b>93,0</b>	83,9	58,5	87,1
<b>BFRE par personne (ke/p)</b>	<b>29,0</b>	19,1	36,5	28,2
<b>équipement productif / capital avancé (%)</b>	70,2	<b>83,9</b>	77,3	73,5
taux de variation du CA	6,2	<b>8,6</b>	6,4	6,7
autonomie financière	<b>82,6</b>	54,5	49,4	73,5
endettement bancaire MLT	9,0	<b>33,0</b>	10,3	13,4
CBC	4,3	7,0	<b>33,2</b>	8,3
rentabilité financière brute	12,5	<b>15,3</b>	8,9	12,6
rentabilité financière brute après dividendes	9,2	<b>13,0</b>	6,7	9,6
rémunérations actionnaires hors intérêts	<b>6,4</b>	4,4	3,3	5,7
liquidités	<b>13,0</b>	5,4	3,4	10,5
groupes et associés	4,7	5,8	<b>7,7</b>	5,3

en gras l'écart "plus favorable"

Source : Banque de France - 2003

La rémunération des actionnaires (hors intérêts) leur est plus favorable en *Autonomie* que dans les autres régimes mais c'est aussi celui qui semble le moins dynamique au regard de l'investissement.

Il serait alors possible d'étendre à la rentabilité financière l'analyse de la formation de la rentabilité économique en analysant l'effet de levier à la lumière des décompositions précédentes.

Ces formulations soulignent la diversité, certes relative mais bien réelle, d'élaboration de la performance et de la nature des contraintes à gérer. La cohérence de l'organisation de l'entreprise avec ses environnements est alors déterminante, en particulier au regard de son adéquation avec le type de financement requis et la propre logique du prêteur. Cette approche permet de définir une grille de lecture de la gestion de la contrainte de rentabilité qu'il s'agira alors d'utiliser pour définir des modalités d'interventions dans les choix de gestion menés.

Ce constat fait écho à la préoccupation exprimée par Michael Jensen (2001) quand il s'interroge sur les problèmes d'élaboration d'accord et de coordination de l'action, autorisant les managers à gérer la firme selon des objectifs explicités et supportés par les différentes parties prenantes. Pour obtenir un accord, encore faut-il pouvoir exprimer la diversité des objectifs mais aussi les conditions de leurs compatibilités et de leur soutenabilité.

Partant des différentes dimensions autour desquelles les entreprises s'organisent, on met en évidence une diversité concrète des **modèles d'organisation** plus grande que ne le suppose le point de vue normatif usuel, en particulier celui néo-classique. Cette diversité conforte celle observée sur les comportements économiques des entreprises. Elle traduit l'existence de différents systèmes d'action pour les entreprises et l'adaptation de ces dernières à des ensembles de contraintes spécifiques qu'elles doivent gérer (attentes des clients, nature prévisible ou incertaine du marché, technologie standard ou spécialisée, importance des savoir-faire...). La spécificité de leur produit en résulte, ainsi que celle des problèmes qu'elles rencontrent pour demeurer pérennes.

## **DU BESOIN D'UNE INTERMEDIATION INFORMATIONNELLE**

On l'a vu, non seulement les PME sont plus exposées à un rationnement du crédit<sup>11</sup> du fait d'une gestion le plus souvent externe de leur flexibilité financière, mais en outre elles sont plus fréquemment confrontées à l'incertitude, ce qui les rend d'autant plus difficilement « évaluables » par les tiers, et donc risquées, contraignant leurs accès aux ressources externes. La Direction des entreprises commerciales, artisanales, de services et des professions libérales du Secrétariat d'Etat aux PME a, sur la base de ces constats, engagé un travail de recherche visant à améliorer l'accès au crédit des petites et très petites entreprises. En effet, les grandes entreprises peuvent bénéficier d'outils et de conseils qui valident, pour elle-même et les tiers, leur stratégie et leur capacité à être pérennes. Pour les petites entreprises, non seulement les outils et les conseils sont difficiles d'accès (coûts et technicité), voire n'existent pas, mais leur capacité à produire l'information formalisée nécessaire est faible, pour ne pas dire inexistante. Simultanément le besoin d'informations sur cette catégorie d'entreprise n'a jamais été aussi fort que ce soit pour le crédit, la garantie, les aides publiques ou le développement territorial.

---

<sup>11</sup> Voir Cieply, Paraque (1997).

De plus le marché de la petite entreprise, s'il est faible du point de vue des montants unitaires, est important par le volume total qu'il représente.

En contre point, si les entreprises perçoivent le besoin d'améliorer leur gestion, pour autant la nécessité d'élaborer une information pertinente n'est pas toujours bien comprise, à fortiori s'il s'agit de communiquer avec les tiers.

Autrement dit, comment passer d'une logique de conviction dont le résultat est chaque fois remis en cause du fait de son caractère discontinu, pour se diriger vers une logique de production de connaissances partagées, c'est à dire de production d'informations standardisées susceptibles de permettre des arbitrages sur la base de règles communes ?

Pour répondre à cette question, il faut simultanément répondre à un autre défi qui est de disposer d'un système qui permette à l'entreprise de faire face à ses engagements sans remettre en cause sa pérennité. Pour cela il y a deux impératifs.

D'une part il faut qu'elle puisse disposer de réelles possibilités d'accès au financement, en particulier de court terme, pour pouvoir faire face aux aléas et aux retournements d'activité.

D'autre part, il est nécessaire qu'elle offre des garanties qui, au-delà des sûretés réelles et autres cautions, facilitent la gestion du risque et expriment sa capacité à assurer sa pérennité: tableaux de bord, organisation de la succession, suivi du marché, justification objectives des décisions d'investissement ( enquêtes, études, statistiques...), recours à des conseils etc.

Il faut donc organiser la relation de l'entreprise avec ses environnements, dont le financement, de telle manière qu'elle permette au prêteur d'estimer la qualité de l'engagement de la PME et, à cette dernière, d'apprécier les conditions et modalités de l'engagement de la banque en fonction de critères qui ne sont habituellement que pour partie communs à la « culture » de chacun des acteurs. En particulier, les éléments qualitatifs d'appréciation de la situation de l'emprunteur et les facteurs déterminants sa compétitivité sont le plus souvent secondaire, voire hors du champ des critères de la solvabilité (parfois faute de l'information correspondante). Seules les grandes entreprises et les entreprises cotées fournissent ce type d'informations qui est à la base des arbitrages de portefeuille et des décisions d'investissement. Ces éléments recouvrent non seulement les relations de la firme avec ses environnements économique et financier mais aussi les conséquences de ses décisions d'investissement sur sa santé financière et sa compétitivité, et donc sur celles de sa banque et de l'ensemble des acteurs, salariés, clients, fournisseurs sans oublier l'État en tant qu'expression de la collectivité et des citoyens.

Le concept de monde de production développé par Robert Salais et Michael Storper permet d'appréhender la diversité économique et financière des petites entreprises et, par contre coup, de faire apparaître un **réel besoin en matière d'intermédiation informationnelle** (Paranque 2001, Levratto 2001), c'est-à-dire d'une capacité de collecte, de traitement, de valorisation, de validation et de diffusion de l'information nécessaire pour évaluer une entreprise. En effet, dans un univers économique caractérisé par une forte diversité des acteurs, qui dépasse largement les différences quantitatives que permettent d'apprécier le nombre de salariés, le total du bilan ou le chiffre d'affaires, il importe de disposer d'outils spécifiquement dédiés à l'analyse de la viabilité des petites entreprises. Le recours à une typologie fondée sur les mondes de production permet d'intégrer la variété typique du monde de la petite entreprise mais aussi des entreprises en générale, en faisant apparaître les différents marchés sur lesquels travaillent ces entreprises, les différents positionnements stratégiques, modes organisationnels, structures productives et besoins financiers que tout cela induit.

Dans ce contexte, il est apparu que la réponse pertinente pour accéder à ce marché de la PME était, d'une part, de rendre celle-ci proactive, intéressée dans la production de l'information, d'autre part, de disposer d'une structure d'animation, au plus près des acteurs, au contact des entreprises, qui assure une coordination tant technique que commerciale du processus de production, d'élaboration, de collecte, de validation, de restitution et, éventuellement, de diffusion de l'information.

Autrement dit, il faut impulser l'animation du terrain afin de créer les liens d'engagement vis à vis de la démarche de production de l'information nécessaire. Cela peut être le cas dans le cadre de programmes régionaux d'aides aux entreprises ou du développement des outils de financement de proximité.

## CONCLUSION

Si on s'accorde pour considérer que les différences présentées ne sont pas simplement événementielles, formelles, mais qu'elles reflètent des dynamiques économiques originales, alors l'opposition selon un critère d'effectifs ou de chiffres d'affaires, donc de taille, n'est pertinente qu'en second lieu, une fois identifiée la logique de l'entreprise.

Il apparaît en effet que la nature de la gestion de la flexibilité financière coïncide avec des leviers spécifiques de la performance. Dès lors, ce couple correspond à des modalités particulières d'insertion des entreprises dans leurs environnements (commercial, innovation, savoir-faire et organisation du travail, financier...) et donc à une sensibilité différente aux conditions du crédit et de la politique économique. Ceci renforce alors la nécessité de disposer d'outils aptes à permettre l'évaluation de la diversité des qualités des entreprises, c'est-à-dire tenir compte des leviers propres à chaque dynamique économique.

Il apparaît alors que la nature du besoin de financement (capital fixe versus capital circulant) et la gestion du motif de flexibilité financière (ligne de crédit versus actifs financiers) déterminent les conditions d'accès aux ressources pour assurer la liquidité nécessaire et donc la nature de la relation de financement entre l'entreprise et les autres parties prenantes de son développement.

L'existence d'une incertitude irréductible, non seulement sur les états futurs du monde mais aussi sur le comportement futur des agents conduit à proposer une ré-interprétation de la relation de crédit fondée sur une hiérarchie entre type de ressources dépendante de la nature des besoins de financement (Paranque, Rivaud-Danset, 1998). La correcte appréciation de ceux-ci par un apporteur de fonds, d'une part, et la crédibilité de l'emprunteur dans sa capacité à identifier ses leviers d'actions, d'autre part, sont la condition pour que les exigences des uns et des autres trouvent la réponse adaptée.

En considérant que la PME est une entreprise impliquée dans une logique de conviction, on pourrait dire qu'une entreprise est une grande entreprise si elle a évolué vers une standardisation de son activité coïncidant avec celle de l'information nécessaire à son développement lui permettant alors, d'une part, d'accéder aux ressources dont elle a besoin selon une logique d'allocation mais aussi, et d'autre part, d'exprimer la qualité de ses décisions de gestion d'un point de vue d'une efficacité économique et sociale mieux maîtrisée (Belletante, Levratto, Paranque, 2001). Si l'entreprise assure sa cohérence par une proximité

vis à vis de la demande impliquant le renouvellement continue d'une relation de confiance, d'engagement, on pourra alors la qualifier de petite car la logique de conviction sous-jacente pour obtenir les ressources nécessaires à la poursuite de son activité, implique une **proximité** (sociale, spatiale...) des acteurs. Le terme « petite et moyenne » définissant alors non plus la taille mais la « distance » entre les acteurs, nécessaire au « fonctionnement de la conviction »<sup>12</sup>. La qualité du territoire - entendu comme l'espace géographique considéré et reconnu comme pertinent par les agents économiques pour leurs actions devient alors déterminante (Paranque, 2003).

---

<sup>12</sup> Cette définition rejoint celle avancée par Olivier Torrès (2003) mais s'en différencie par la problématique qui est celle de la coordination de l'action telle que l'entend l'économie des conventions.

## BIBLIOGRAPHIE

B. Belletante, N. Levratto, B. Paranque : *Diversité économique et modes de financement des PME* L'Harmattan 2001;

S. Cieply, B. Paranque : *Le Rationnement des Petites Entreprises sur le Marché du Crédit: mythe ou réalité?*, Revue Banque et Marchés, mars-avril 1998;

Conseil National du Crédit (1992) : « Le financement de la très petite entreprise » ;

Conseil National du Crédit (1995) : « Risque de crédit » ;

Conseil National du Crédit et du Titre (1999) : « Le financement de l'entreprise » ;

Commission Bancaire : *Rapport annuel 2002* ;

Demingüç-Kunt , V. Maksimovic: *Financial constraints, uses of funds and firm growth on international comparison* , World Bank, Policy Research Working Paper 1671, October 1996;

M. Jensen: *Value Maximization, stakeholder theory and the corporate objective function*, Bank of America, Journal of applied corporate finance, volume 14, number 3, fall 2001, disponible sur [http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=220671](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=220671)

N.Levratto: *L'intermédiation informationnelle: un dispositif au service de la pérennité des petites entreprises*, Techniques Financières et Développement, , n° 68, pp.13-25, septembre 2002.

S.C. Myers (1984) : *The capital structure puzzle* , Journal of Finance, vol. 39, juillet 1984 ;

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

B. Paranque (2002) : *Quelle intermédiation informationnelle pour les PME* , Techniques Financières et Développement, n° 68, pp.5-12, septembre 2002.

B. Paranque : *Economie de la PME : de l'artefact statistique à une réalité économique*, Document de travail, août 2003, disponible sur [http://papers.ssrn.com/sol3/cf\\_dev/AbsByAuth.cfm?per\\_id=1633](http://papers.ssrn.com/sol3/cf_dev/AbsByAuth.cfm?per_id=1633).

B. Paranque, D. Rivaud-Danset, R. Salais : *Évaluation de la performance et maîtrise du risque des entreprises industrielles françaises* , Revue Internationale PME, Volume 10, 1997 ;

B. Paranque, D. Rivaud-Danset : *Structure financière des entreprises industrielles françaises: une approche en termes de convention de financement* , Bulletin de la Banque de France 57, 1998 ;

Revue Économique : *Marchés internes, marchés externes*, n°40, mars 1989 ;

D.Rivaud-Danset: *Les contrats de crédit dans une relation de long terme*, Revue Économique, no.4, juillet 1996;

D. Rivaud-Danset, R. Salais : *Les conventions de financement. Premières approches théorique et empirique*, Revue Française d'Économie, Vol. VII, 1992;

R. Salais, E.Chatel, D. Rivaud-Danset : *Institutions et conventions : la réflexivité de l'action économique*, Raison Pratique, éditée par École des Hautes Études en Sciences Sociales, Paris, 1998 ;

R. Salais, et M. Stopper : *Les mondes de production*, École des Hautes Études en Sciences Sociales, Paris, 1993;

H.A. Simon : *From substantive to procedural rationality*, in *Methods and appraisals in economics*, Lastis ed., Cambridge University Press 1976;

O. Torrès : *Petitesse des entreprises et grossissement des effets de proximité*, Revue Française de Gestion, volume 29, numéro 144, mai/juin 2003, pp 119-138 ;

O.E. Williamson : *Markets and Hierarchies*, The Free Press ; 1975 ;

O.E. Williamson : *Corporate Finance and Corporate Governance*, The Journal of Finance, vol. XLIII, no.3, July 1988 ;