

**Etude longitudinale de la structure financière des Petites ou Moyennes Entreprises
belges issues de 9 secteurs industriels**

Par Didier Van Caillie,

Chargé de Cours à l'Université de Liège

*Cette recherche est menée et financée dans le cadre de la « Chaire PME » du Crédit
Professionnel de Belgique*

Communication présentée lors du CIFPME 1998 – Metz - Octobre

Boulevard du Rectorat , 7 – B 31 – Bte 53 à 4000 Liège (Belgique)

Téléphone : (00) 32 4 366 31 04

Téléfax : (00) 32 4 366 28 21

E-Mail : D.VanCaillie@ulg.ac.be

**Etude longitudinale de la structure financière des Petites ou Moyennes Entreprises
belges issues de 9 secteurs industriels**

Résumé

Cette recherche étudie l'évolution de la structure financière des Petites ou Moyennes Entreprises belges issues de 9 secteurs industriels clés au cours de la période 1988-1993 et la compare à celle des grandes entreprises ; elle montre, au delà de la stabilité générale des comportements, des disparités sectorielles importantes et une forte diminution du financement par crédit inter-entreprises.

Summary

This research examines the evolution of capital structure amongst Belgian Small and Medium-sized Enterprises operating in 9 key industrial sectors during the period 1988-1993 and compares it with capital structure in Big Enterprises ; beyond a strong global stability of practices, it highlights important sectorial disparities and a significant decline in trade credit.

Etude longitudinale de la structure financière des Petites ou Moyennes Entreprise belges issues de 9 secteurs industriels

1. Introduction

Depuis les travaux fondamentaux de Modigliani et Miller (1958), de nombreuses recherches, tant théoriques qu'empiriques, ont été consacrées spécifiquement à l'étude de la structure financière des entreprises (Harris, Raviv, 1991). La question de leur applicabilité et de leur pertinence lorsque l'objet de l'étude est une Petite ou une Moyenne Entreprise reste toutefois latente (Belletante, Levratto, 1995); notamment, l'examen comparé de la stabilité de comportement sur longue période en matière de structure financière entre grandes entreprises et PME et l'identification d'une quelconque influence sectorielle ont été peu approfondis.

La recherche que nous menons a dès lors pour but de mettre en évidence les différences éventuelles de comportement entre Petites, Moyennes et Grandes Entreprises en matière de structure financière au sein de 9 secteurs¹ essentiels de l'économie belge et d'analyser la manière dont ces comportements ont évolué au cours de la période 1988-1993.

2. Le cadre de référence théorique

La réflexion académique relative au choix et aux déterminants de la structure financière d'une entreprise connaît historiquement 3 approches majeures² :

- L'approche classique se base sur le concept comptable d'effet de levier financier. Elle postule l'existence d'un point neutre de rentabilité de l'entreprise, qui permet de définir deux zones : l'une dans laquelle l'endettement présente un avantage croissant pour l'actionnaire (effet de levier financier positif) et l'autre dans laquelle l'endettement présente un désavantage croissant pour l'actionnaire. Basée sur des considérations essentiellement empiriques, cette approche fut souvent critiquée pour son caractère excessivement comptable et son manque de fondement théorique (Cobbaut, 1994).
- L'approche néo-classique naît de l'article fondamental de Modigliani et Miller (1958). Cette construction théorique rigoureuse et logique postule, dans les hypothèses limitatives qui caractérisent un marché financier parfait³ :
 - dans un monde sans impôts, que la valeur de marché de toute firme est indépendante de la structure de son passif ; il n'existe donc pas dans ce contexte limitatif de répartition optimale entre dettes et fonds propres ;
 - dans un monde avec impôts, que la valeur de l'entreprise endettée est supérieure à celle de l'entreprise sans dette, le supplément de valeur de l'entreprise endettée étant égal à la somme actualisée de l'économie fiscale due à la déductibilité des intérêts de la dette ; dans ce contexte limitatif, l'objectif néo-classique de maximisation de la valeur de l'entreprise la conduit à s'endetter au maximum.

¹ Identifiés au niveau NACE 2.

² D'autres grilles de lecture de la littérature peuvent naturellement être proposées. Celle que nous adoptons s'inspire de la proposition faite par Brennan (1995) à l'occasion du numéro anniversaire de Financial Management.

³ A savoir l'existence d'un même taux d'intérêt sans risque accessible à la fois aux entreprises et aux individus, l'existence d'une classe de risque homogène pour toutes les entreprises, l'absence de coûts de faillite et l'intégration immédiate par le marché de toutes les informations relatives aux entreprises.

Rapidement, ce théorème, dit "de neutralité de la structure financière", fait l'objet de nombreuses controverses, en raison notamment du décalage qui apparaît entre les implications théoriques de ce théorème et l'importance accordée en pratique au choix d'une structure financière adéquate pour l'entreprise. Dès lors, de nombreux auteurs⁴ s'attachent à lever tour à tour les hypothèses qui caractérisent un marché financier parfait et à analyser l'influence de facteurs aussi importants que l'existence d'une fiscalité non homogène pour les individus et les entreprises ou l'incidence des coûts de faillite sur le choix d'une structure financière optimale.

- Enfin, une troisième approche, multiforme, connue aujourd'hui sous le nom de "**théorie moderne de la firme**", naît au milieu des années '70 de la remise en cause de paradigmes économiques et financiers aussi fondamentaux que l'information pure et parfaite de tous les acteurs économiques ou que l'unicité de l'objectif de chaque agent économique rationnel.

Les principaux courants⁵ qui apparaissent à ce stade dans la littérature scientifique et qui envisagent explicitement la problématique du choix d'une structure financière sont :

1. *L'approche par la "Théorie du Signal"* : le niveau d'endettement est considéré comme un signal donné par les gestionnaires de la firme quant à la qualité de l'entreprise et à la valeur de ses projets futurs (Ross, 1977)⁶.
2. *L'approche par la "Théorie de l'Agence"* : en 1976, Jensen et Meckling intègrent à la réflexion académique relative à la théorie de la firme la prise en compte de la multiplicité des objectifs et attentes potentiellement conflictuels des partenaires de l'entreprise (essentiellement les propriétaires, les dirigeants et les prêteurs) ; transposée au problème du choix d'une structure financière, cette théorie postule l'existence, parmi les dirigeants de l'entreprise, d'intérêts qui leur sont propres et qui les amènent à adopter un comportement différent de celui qu'ils auraient eu s'ils étaient les seuls propriétaires de l'entreprise.
3. *L'approche par la "Pecking Order Theory"* : dans un troisième temps, et quasi parallèlement au développement de la "*Théorie de l'Agence*", Myers (1977), puis Myers et Majluf (1984) initient un troisième courant de recherche contemporain, qui prend en compte de façon explicite les conflits d'intérêts entre bailleurs de fonds de l'entreprise et l'existence d'une information différenciée parmi ces bailleurs de fonds⁷. Ce courant de recherche débouche sur la mise en évidence d'un ordre de préférence naturel parmi les modes de financement de l'entreprise (une "*Pecking Order Theory*") : selon cette théorie, les entreprises préfèrent autofinancer leurs investissements, les

⁴ Des extensions de l'approche de Modigliani et Miller (voir les synthèses de Jensen et Smith (1984), Dubois (1985) et Harris et Raviv (1991)), incorporant d'autres variables telles que les taxes, les coûts de faillite, les coûts d'agence, les coûts de transaction et des variables tenant compte de l'asymétrie de l'information, infirment le résultat - *il est vrai dans un univers parfait* - de Modigliani et Miller.

⁵ Nous présentons ces 3 courants en parallèle, car ils nous paraissent ressortir de 3 visions différentes de la signification économique de la structure financière d'une entreprise. Certains auteurs (tels que Hirigoyen et Jobard, 1989) préfèrent faire de la "Théorie de l'Agence" une théorie maîtresse, dont découlent tant la "Théorie du Signal" que la "Pecking Order Theory".

⁶ Certaines variantes (Leland, Pyle, 1977) affinent cette approche en y intégrant le concept économique traditionnel de l'aversion pour le risque, supposé caractériser le comportement des gestionnaires de la firme.

⁷ Les dirigeants étant généralement mieux informés que les actionnaires de l'entreprise et ceux-ci étant eux-mêmes mieux informés que les autres bailleurs de fonds.

financent à défaut par endettement et n'utilisent qu'exceptionnellement le recours à une augmentation de capital⁸.

L'examen des hypothèses théoriques sous-jacentes relatives à l'ensemble de ces approches académiques laisse toutefois apparaître deux faits majeurs :

- le maintien de l'hypothèse d'un objectif économique global, constant à tout instant, de maximisation de la valeur de l'entreprise, même si cette maximisation se réalise sous contrainte lorsque des divergences apparaissent entre les intérêts des différents partenaires de l'entreprise (actionnaires, gestionnaires et prêteurs pour l'essentiel) ;
- le maintien de l'hypothèse de séparation des pouvoirs de gestion et de propriété au sein de l'entreprise, dû au fait que l'essentiel de la recherche académique en matière financière prend pour objet d'étude la grande entreprise, généralement cotée en Bourse⁹.

Or, il ressort clairement des recherches, notamment empiriques, relatives au comportement des Petites ou Moyennes Entreprises¹⁰ que ni l'une, ni l'autre de ces hypothèses ne peuvent être généralement maintenues lorsque l'objet de l'analyse est une Petite ou Moyenne Entreprise (GREPME, 1995) (Donckels, Van Caillie e.a., 1993), puisque :

- l'objectif de maximisation à tout instant de la valeur de l'entreprise se voit fréquemment préférer un objectif de pérennité et de survie à long terme, souvent accompagné, au sein des entreprises familiales, d'un objectif de maintien de l'indépendance de l'entreprise à l'égard de ses partenaires extérieurs (actionnaires extérieurs ou prêteurs) ;
- l'hypothèse de séparation des pouvoirs de propriété et de gestion de l'entreprise n'est guère compatible avec la structure de pouvoir la plus fréquemment rencontrée dans les PME, où les pouvoirs de propriété et de gestion sont généralement concentrés dans les mains d'une seule et même personne (l'entrepreneur), voire d'une seule et même famille.

Il apparaît dès lors nécessaire de revoir¹¹ l'approche conceptuelle du choix de la structure financière d'une entreprise en y intégrant les éléments qui font la spécificité même d'une Petite ou Moyenne Entreprise, à savoir la diversité des objectifs des entrepreneurs et l'intégration des pouvoirs de propriété et de gestion de l'entreprise dans les mains d'une seule entité, l'entrepreneur et sa famille¹².

Dans le même temps, rares sont les études spécifiques publiées à avoir été consacrées à la mise en évidence des déterminants de la structure financière des Petites ou Moyennes Entreprises (GREPME, 1995) et ce, bien que de très nombreuses recherches aient été

⁸ Et donc à une émission d'actions et à une dilution du pouvoir de propriété de l'entreprise.

⁹ Ce qui justifie la fréquente intégration dans les modèles financiers théoriques publiés d'une valeur marchande (la valeur des titres de propriété et d'emprunt de l'entreprise sur les marchés financiers) distincte de la valeur comptable de l'entreprise (telle qu'elle ressort de l'examen de ses états financiers).

¹⁰ Tout au long de cette recherche, nous considérons, sauf mention particulière, qu'une Petite ou Moyenne Entreprise est une entité économique ayant revêtu une de ses formes légales prescrites par les Lois Coordonnées sur les Sociétés Commerciales et n'occupant pas plus de 100 travailleurs.

¹¹ Belletante et Levratto (1995) confirment, en guise d'introduction à un numéro spécial de la Revue Internationale PME consacré au financement des Petites ou Moyennes Entreprises, l'existence "d'un faible nombre de travaux consacrés à la question des particularités financières de la PME, cette dernière étant systématiquement appréciée au regard d'une norme qui demeure la grande entreprise".

¹² Pour une analyse plus détaillée des relations de l'entrepreneur avec sa famille et des dangers inhérents à cette relation, voir Donckels, Van Caillie e.a. (1993).

consacrées au comportement et à la gestion financière des PME¹³ ; ce constat est encore plus vrai lorsque l'on analyse les écrits spécifiques consacrés au comportement des Petites ou Moyennes Industries.

Plus rares encore sont les études qui analysent de manière comparée et sur longue période la stabilité de la structure financière des Petites et Moyennes Entreprises et des Grandes Entreprises ou celles qui tiennent compte, dans leurs hypothèses de départ, d'une quelconque spécificité financière sectorielle.

Tel est dès lors notre objectif : examiner d'une part la stabilité de la structure financière des Petites ou Moyennes Industries belges actives dans 9 secteurs clés de l'économie et d'autre part mettre en évidence des différences de comportement éventuelles entre Petites ou Moyennes Entreprises et Grandes Entreprises.

3. L'approche méthodologique

3.1. Les données utilisées

3.1.1. Les entreprises étudiées

Les entreprises (les *individus*) étudiées appartiennent aux 9 secteurs industriels repris au Tableau 1¹⁴.

Chacun de ces 9 secteurs est étudié sur une période longue de 6 années (de 1988 à 1993) et, pour chacune de ces 6 années, les comptes annuels¹⁵ de toutes les entreprises répertoriées dans le secteur par la Banque Nationale de Belgique sont pris en considération : l'étude est donc menée auprès de 9 populations d'entreprises ayant appartenu à un même secteur pendant au moins une des 6 années qui constituent la période d'investigation.

3.1.2. Les variables étudiées

Pour chacun des individus étudiés, nous construisons quatre ratios financiers représentatifs de la structure financière de l'entreprise : ils portent à la fois sur la structure financière globale du secteur¹⁶ et sur la structure de l'endettement du secteur, qu'il s'agisse de l'endettement à long terme¹⁷, de l'endettement à court terme¹⁸ ou de l'endettement commercial ou crédit inter-entreprises, par le biais du crédit octroyé par les fournisseurs¹⁹.

¹³ Sur ce point, voir Donckels, Van Caillie e.a. (1993), GREPME (1994) ou Belletante et Levratto (1995).

¹⁴ Ces 9 secteurs ont été choisis par les responsables du Crédit Professionnel de Belgique, sponsor de cette recherche, en fonction de l'intérêt de ces secteurs pour leur métier de banquier et en fonction de leur importance dans le tissu économique belge.

¹⁵ Ces comptes annuels sont extraits soit des Compact Discs de la Banque Nationale de Belgique (années 1992, et 1993), soit des cassettes magnétiques diffusées par la Banque Nationale de Belgique (années 1988, 1989, 1990 et 1991) ; ils ont de ce fait été vérifiés et ont ainsi acquis une crédibilité au moins relative.

¹⁶ Le ratio "Fonds propres / Passif total" (FPAT).

¹⁷ Le ratio "Endettement à long terme / Passif total" (EDL).

¹⁸ Le ratio "Endettement à court terme / Passif total" (EDC).

¹⁹ Le ratio "Dettes commerciales à court terme / Passif total" (DCCTAT).

Secteur d'activité (Code NACE - Rev. 1) ²⁰	Effectif global	Pourcentage
20. Production de bois ²¹ et d'articles en bois et en liège, sauf fabrication de meubles ; fabrication d'articles de vannerie et de sparterie	2.050	5.9 %
21. Fabrication de pâte à papier, de papier et d'articles en papier et en carton	406	1.2 %
22. Edition , imprimerie et reproduction de supports enregistrés	3.851	11.1 %
29. Fabrication de machines et équipements n.c.a. ²²	1.759	5.1 %
31. Fabrication de machines et appareils électriques n.c.a.	585	1.7 %
32. Fabrication d'équipements et appareils de radio - télévision et communication	258	0.7 %
33. Fabrication d' instruments médicaux, de précision , d'optique et d'horlogerie	726	2.1 %
36. Fabrication de meubles ; industries diverses n.c.a.	2.337	6.8 %
45. Construction	22.708	65.4 %
Total	34.680	100 %

Tableau 1: Répartition des PME étudiées selon le secteur d'activité (Code NACE - Rev 1, à 2 chiffres)

3.2. Les questions de recherche posées

Afin d'atteindre notre objectif et compte tenu des données dont nous disposons, nous posons, pour chaque secteur, 3 questions de recherche :

- comment le secteur a-t-il évolué en termes d'effectif, de taille, d'emploi et de structure au cours de la période 1988-1993 ?
- quelle est la structure financière du secteur et comment a-t-elle évolué au cours de la période analysée ?

²⁰ La nomenclature NACE Révision 1 a pris le relais de la nomenclature NACE 0 en 1992 au sein des données diffusées par la Banque Nationale de Belgique. Cette révision de la nomenclature se traduit en 1992 par l'apparition de nouveaux secteurs (tel que le secteur NACE 30), dont les entreprises étaient précédemment recensées dans d'autres secteurs, et par des migrations d'entreprises entre secteurs, qui se concrétisent par des augmentations ou des diminutions parfois extrêmement importantes dans l'effectif des différents secteurs.

Pour cette raison et afin de mener la présente recherche avec la plus extrême rigueur, l'identification de l'appartenance sectorielle des entreprises s'effectue sur base de la nomenclature NACE Révision 1 pour la période 1992-1994, puis sur base des numéros de TVA et de la grille de concordance entre la nomenclature NACE 0 et la nomenclature NACE Révision 1 pour la période 1988-1991 : de la sorte, nous effaçons dans toute la mesure du possible les effets du changement de nomenclature et nous rendons l'analyse de l'évolution des secteurs possible et pertinente sur toute la période d'étude.

²¹ Nous reproduisons en gras le libellé sous lequel nous faisons apparaître chaque secteur dans la suite de nos commentaires.

²² La mention "n.c.a." signifie "non classé ailleurs".

- existe-t-il une différence statistique significative de structure financière entre les petites ou moyennes entreprises et les grandes entreprises ?

3.3. La méthodologie statistique

La méthodologie statistique appliquée²³ à chaque secteur comprend deux phases :

- ♦ une *première phase*, essentiellement *technique*, vise à traiter le problème des biais potentiels induits par la présence de données exceptionnelles²⁴ en remplaçant, lorsque le besoin s'en fait sentir²⁵, les valeurs inférieures au percentile 1 et les valeurs supérieures au percentile 99 par, respectivement, les valeurs du percentile 1 et du percentile 99 prises par la variable au sein du secteur, lorsqu'il s'agit de ratios financiers ;
- ♦ une *seconde phase* vise à répondre sensu stricto à nos questions de recherche ; pour chaque secteur :
 - nous commençons par analyser l'évolution globale du secteur²⁶ au cours de la période 1988-1993, ainsi que sa structure d'emploi à la fin de l'exercice comptable 1993²⁷ ;
 - nous analysons ensuite l'évolution de la structure financière à l'intérieur du secteur au cours de la période 1988-1993 ; pour chacune des 4 variables étudiées, une série de tests de différence de moyenne²⁸ entre deux exercices comptables différents est effectuée :
 - d'abord, un test de Student d'égalité de moyenne est mené en vue de comparer l'évolution du comportement financier sous-jacent (structure financière globale ou structure d'endettement) d'une année sur l'autre ;

²³ La méthodologie statistique employée repose sur l'utilisation des différents modules du logiciel Statistica for Windows, Release 5, 1995 de Statsoft Inc .

²⁴ Rappelons qu'une donnée exceptionnelle est, dans le cas qui nous préoccupe, une donnée dont la valeur s'écarte très fortement de la valeur prise pour les autres entreprises du secteur, ce qui est susceptible de provoquer une modification substantielle de la valeur prise par les différentes statistiques descriptives du comportement du secteur.

Le contenu informationnel d'une donnée exceptionnelle est donc réduit, dans la présente analyse, au fait que cette donnée est située dans le pourcent le plus élevé ou le plus faible du secteur et l'écart entre cette donnée et les valeurs des données qui la précèdent est "gommé" afin de limiter au maximum l'impact de cette donnée sur le calcul des statistiques descriptives utilisées.

²⁵ En l'occurrence, du fait de l'existence de fonds propres potentiellement négatifs en raison de la possibilité de reporter des pertes dans le temps, le ratio FPAT fait l'objet d'une correction aux percentiles 1 et 99, alors que les ratios EDL, EDC et DCCTAT font l'objet d'une correction au percentile 99 seulement.

²⁶ En terme d'effectif, de chiffre d'affaires, de fonds propres, d'actif total, de personnel, de valeur ajoutée, d'actifs immobilisés, de rentabilité économique et de rentabilité des fonds propres.

²⁷ Pour des raisons de cohérence interne de notre base de données, les informations relatives à l'emploi proviennent des états financiers déposés par les entreprises auprès de la Banque Nationale de Belgique (Rubrique 9090).

Concrètement, nous répartissons les entreprises du secteur en cinq catégories : les entreprises unipersonnelles n'occupant aucun travailleur, les très petites entreprises (TPE) qui occupent de 1 à 5 travailleurs, les petites entreprises (PE) qui occupent de 6 à 20 travailleurs, les moyennes entreprises (ME) qui occupent de 21 à 100 travailleurs et les grandes entreprises (GE) qui occupent plus de 100 travailleurs.

²⁸ Le test de différence de moyenne qui est mené est le test de Student. Il prend en compte explicitement non seulement l'évolution de la moyenne arithmétique du ratio sous-jacent entre les deux exercices comptables qui sont comparés, mais également l'évolution de la volatilité de ce ratio entre ces deux exercices comptables.

ensuite, l'évolution du comportement financier en termes de structure financière et d'endettement est étudiée sur longue période : pour ce faire, un test de Student est effectué entre les données de 1993 et celles de deux années-pivots : 1988 et 1990 (comparaisons 1993-1988 et 1993-1990), de façon à analyser la stabilité de ce comportement financier à des horizons respectifs de 5 et 3 ans ;

- nous cherchons enfin à détecter d'éventuelles différences de comportement en terme de structure financière et de structure d'endettement (à long terme, à court terme et par la voie du crédit - fournisseurs) entre les petites entreprises qui déposent leurs comptes annuels selon un schéma abrégé et les moyennes ou grandes entreprises qui déposent leurs comptes annuels selon un schéma complet²⁹ ; les analyses menées consistent en des tests de différence de moyenne et de variance³⁰.

²⁹ La répartition des entreprises en 5 classes d'emploi, telle que présentée à la note 26, ne peut en effet pas être retenue pour cette analyse, car la Loi Comptable belge a préféré définir le concept de Petite ou Moyenne Entreprise en fonction d'une combinaison de 3 critères.

En effet, cette Loi considère un premier groupe d'entreprises qui englobe l'ensemble des entités qui déposent leurs états financiers selon un schéma abrégé, à savoir les entreprises ayant revêtu une des formes prévues par les Lois Coordinées sur les Sociétés Commerciales (à l'exception des sociétés en nom collectif et des sociétés en commandite simple ayant un chiffre d'affaires inférieur à 20 millions Bef, qui sont assimilées aux commerçants et personnes physiques) et qui ne dépassent pas plus d'une des limites suivantes (notons que ces limites sont revues périodiquement par le législateur et qu'elles ont évolué de manière homogène tout au long de la période étudiée) :

- nombre de travailleurs occupé en moyenne sur l'année inférieur à 50 ;
- chiffre d'affaires inférieur à 200 millions Bef ;
- total du bilan inférieur à 100 millions Bef,

sauf si le nombre de travailleurs occupés en moyenne sur l'année dépasse 100 unités ; pour les besoins de cette recherche, nous assimilons ces entreprises à de *petites*, voire de *très petites entreprises*.

Quant au second groupe, il englobe l'ensemble des entreprises qui présentent leurs états financiers selon un schéma complet, à savoir l'ensemble des entreprises qui ne répondent pas aux conditions requises pour déposer leurs états financiers selon un schéma abrégé ; un simple examen des critères requis en termes d'emploi et de taille financière laisse vite apparaître qu'il s'agit essentiellement de *moyennes* et de *grandes entreprises*.

³⁰ Les résultats de ces analyses s'établissent en deux étapes :

Première étape : Le test multivarié général de Hotelling permet de comparer le comportement moyen des deux groupes successivement considérés, pour les quatre variables financières retenues, et débouche sur le calcul d'une statistique T^2 . Etant donné l'hypothèse nulle sous-jacente d'homogénéité de comportement dans les deux groupes, la clé de lecture consiste à comparer la probabilité de rejet suggérée par le test au seuil de confiance retenu de 5 % : si $p < 5\%$, l'hypothèse d'égalité des moyennes est rejetée et l'analyste peut conclure à l'existence d'une différence statistique de comportement financier en termes de structure financière et de structure d'endettement entre les 2 groupes analysés ; par contre, si $p > 5\%$, l'hypothèse d'égalité de moyenne ne peut pas être rejetée.

Deuxième étape : L'examen du comportement individuel de chacune des 4 variables analysées conduit à mener deux tests statistiques : un test de Levene et un test de Student. Dès lors, pour chacune des variables, un test de Levene est mené initialement : celui-ci permet de prendre en compte la volatilité du comportement de chacune des variables dans les 2 groupes analysés et de tester l'homogénéité des variances dans ces deux groupes ; deux cas sont ensuite à distinguer :

- le rejet de l'hypothèse nulle d'égalité des variances dans les deux groupes survient lorsque la probabilité de rejet pour le test de Levene est inférieure à 5 % : dans ce cas, le test de Student relatif à la différence des moyennes entre les deux groupes comparés doit tenir compte de la différence des distributions du point de vue des variances ;

- le non-rejet de l'hypothèse d'homogénéité des variances dans les deux groupes comparés survient lorsque la probabilité de rejet pour le test de Levene est supérieure à 5 % : dans ce cas, le test de Student relatif à la

4. Les principaux résultats empiriques ³¹

4.1. L'évolution globale des secteurs

Les secteurs étudiés connaissent globalement une évolution extrêmement différenciée, marquée généralement du sceau de la croissance.

Ils connaissent par ailleurs une double phase d'investissement en actif de production : la première, relativement modérée, survient en 1989, et est suivie, soit de manière progressive, soit de manière brutale (généralement en 1992), d'une seconde phase d'investissement plus intense.

La modernisation de l'outil de production et, dans une moindre mesure, l'expansion de cet outil de production sont les deux principales motivations de ces investissements, qui se traduisent généralement par une croissance significative de la valeur ajoutée engendrée (tout particulièrement dans les secteurs du *bois*, des *appareils électriques*, des *appareils de communication*, de la fabrication de *meubles* et de la *construction*).

En terme d'emploi, seul le secteur des *appareils de communication* connaît une croissance spectaculaire (en raison du rôle prépondérant joué par quelques grands groupes industriels dans ce secteur) ; les secteurs des *appareils électriques*, de la *construction* et, dans une moindre mesure, de l'*édition*, connaissent aussi une croissance de l'emploi. Quant aux secteurs de la *fabrication de meubles*, du *bois*, du *papier* et, plus intensément encore, de la *fabrication de machines* et de la *fabrication d'instruments de précision*, ils connaissent une réduction significative de leur niveau d'emploi.

La tendance à la croissance de la valeur ajoutée (en raison notamment d'investissements en actifs de production modernisés) et la tendance à la décroissance de l'emploi ou à une croissance de l'emploi moins que proportionnelle à la hausse du niveau d'activité du secteur conduit à une croissance généralisée de la productivité par personne occupée ; cette hausse est plus spectaculaire dans les secteurs qui, en 1988, affichent une faible productivité par personne occupée (*instruments de précision*, *meubles*, *construction*).

La rentabilité économique globale médiane est clairement orientée à la baisse pour tous les secteurs étudiés, passant d'un niveau de 5 % à 6 % à un niveau de 2 % à 4 % ; cette chute de la rentabilité économique globale frappe essentiellement le secteur du *bois*, de la *fabrication de machines*, des *appareils électriques* et de la *fabrication de meubles*.

Enfin, la rentabilité des fonds propres médiane est elle aussi clairement orientée à la baisse, suivant notamment l'orientation à la baisse du taux de rémunération des fonds prêtés à long terme ; la prime de risque médiane censée rémunérer, en application de la théorie financière néo-classique, le risque pris par l'actionnaire d'une société par actions est ainsi réduite à 1 % ou 2 % dans les secteurs du *bois*, du *papier* et de la *fabrication de meubles*.

4.2. La part sectorielle relative des Petites ou Moyennes Entreprises

Il ressort du *tableau 2* que la nature de l'activité sectorielle influence beaucoup le taux de présence de moyennes ou grandes entreprises dans le secteur. Toutefois, il apparaît clairement que de 10 % à 20 % des entreprises sont, au sein de chaque secteur, des entreprises unipersonnelles et que plus de 75 % des entreprises sont, au sein de chaque secteur, des

différence des moyennes de la variable sous-jacente est en droit de supposer l'égalité des variances dans les deux groupes comparés.

³¹ Pour une présentation exhaustive et détaillée de ces résultats, voir (à compléter après acceptation de l'article).

« Etude longitudinale de la structure financière des Petites ou Moyennes Entreprises belges ... »

Petites Entreprises occupant moins de 20 personnes (ce chiffre dépasse même les 90 % dans les secteurs de l'édition, des instruments de précision et de la construction)³².

Il apparaît par ailleurs que les secteurs qui comptent une forte présence (environ 10 %) de grandes entreprises sont aussi les secteurs qui ont connu les évolutions structurelles aux amplitudes les plus marquées (secteur des *appareils de communication* et des *appareils électriques*).

4.3. Le niveau des taux de solvabilité et d'endettement et son évolution

Il ressort des *tableaux 3 à 6* des différences sectorielles majeures dans l'évolution des taux de solvabilité et des taux d'endettement moyens. Ainsi, la solvabilité est clairement orientée à la baisse dans les secteurs du *bois*, du *papier*, de l'*édition*, des *instruments de précision* et, dans une moindre mesure, de la *fabrication de meubles* et de la *construction*. Elle se stabilise par contre dans les secteurs des *fabrications de machine* et des *fabrications d'appareils électriques*.

Le secteur de la *communication* connaît quant à lui une évolution atypique, en raison essentiellement de son caractère extrêmement jeune (le secteur de la communication voit en effet affluer de très nombreuses petites entreprises débutantes entre 1990 et 1992) : les pertes accumulées lors des premières années d'existence de la plupart des entreprises débutantes de ce secteur et la sous-capitalisation extrême de ces mêmes entreprises entraînent en effet l'apparition de taux de solvabilité fortement négatifs, avant que les processus de la faillite et de la défaillance n'entrent en jeu pour assainir le secteur.

Globalement, le *taux de solvabilité moyen* des secteurs étudiés apparaît dès lors relativement faible, oscillant entre 25 % et 35 % des moyens d'action.

Le *taux d'endettement à long terme* de chacun des secteurs étudiés est quant à lui clairement orienté à la hausse, passant d'un niveau de 10 % à 12 % (hormis les secteurs de l'*édition* et de la *communication*, initialement plus endettés à long terme) à un niveau compris entre 12 % et 19 %.

Le secteur le plus jeune (*communication*), qui connaît une grave crise de solvabilité, est par ailleurs confronté à une réduction du taux de financement par dettes de longue durée lorsque la solvabilité se dégrade.

Le *taux d'endettement à court terme* moyen des secteurs étudiés connaît une évolution plus contrastée : en baisse dans les secteurs du *papier* et de la *fabrication d'appareils électriques*, il augmente significativement dans les secteurs du *bois*, de l'*édition* et des *instruments de précision*, alors qu'il se stabilise dans les autres secteurs.

Les secteurs qui traversent une grave crise de solvabilité recherchent par ailleurs clairement dans l'endettement à court terme une solution à leurs problèmes de financement ; cet endettement accru à court terme est quasi exclusivement d'origine bancaire.

Tableau 2 : Le poids des Petites et Moyennes Entreprises dans les différents secteurs étudiés (en pourcentage) - Situation au terme de l'exercice comptable 1993

	NACE 20	NACE 21	NACE 22	NACE 29	NACE 31	NACE 32	NACE 33	NACE 36	NACE 45
Entreprise unipersonnelle	11.17 %	12.46 %	19.61 %	12.09 %	10.08 %	19.58 %	14.32 %	14.48 %	11.79 %
De 1 à 5 travailleurs (TPE)	42.78 %	29.96 %	51.29 %	33.13 %	37.40 %	38.46 %	57.04 %	43.61 %	57.69 %
De 6 à 20 travailleurs (PE)	31.40 %	29.63 %	18.89 %	25.61 %	24.40 %	20.28 %	19.41 %	24.92 %	22.51 %
De 21 à 100 travailleurs (ME)	13.49 %	18.86 %	8.34 %	22.56 %	18.57 %	10.49 %	6.80 %	14.10 %	7.03 %
Plus de 100 travailleurs (GE)	1.16 %	9.09 %	1.87 %	6.61 %	9.55 %	11.19 %	2.43 %	2.89 %	0.98 %
Schéma abrégé	70.70 %	66.66 %	70.36 %	61.69 %	50.13 %	53.15 %	66.02 %	73.88 %	72.75 %
Schéma complet	29.30 %	33.34 %	29.64 %	38.31 %	49.87 %	46.85 %	33.98 %	26.12 %	27.25 %

³² Soulignons que la prise en compte du critère du schéma des comptes annuels conduit pratiquement à sous-estimer la part occupée par les Petites ou Moyennes Entreprises au sein de chaque secteur.

« Etude longitudinale de la structure financière des Petites ou Moyennes Entreprises belges ... »

L'analyse conjointe de l'évolution du taux de solvabilité moyen, du taux d'endettement moyen à long terme et du taux d'endettement moyen à court terme ³³ montre enfin que, si la répartition entre fonds de longue durée et fonds de courte durée reste relativement stable au fil des ans dans les secteurs étudiés, il apparaît par contre une tendance forte à suppléer la diminution de la part relative des fonds propres par des dettes de longue durée : l'endettement à long terme tend à revêtir un caractère supplétif par rapport aux fonds propres des secteurs analysés.

Soulignons encore que, au sein de chaque secteur, le taux de financement moyen par crédit fournisseur est clairement orienté à la baisse, passant d'un niveau de 23 % à 25 % à un niveau compris entre 19 % et 23 % (à quelques nuances sectorielles près).

Il ressort des *tableaux 7 à 10* ³⁴ que, dans la grande majorité des cas, le taux de solvabilité moyen des Petites ou Moyennes Entreprises est supérieur au taux de solvabilité moyen des grandes entreprises ; toutefois, le comportement de ces dernières est plus stable, de sorte qu'en période de crise de rentabilité et de crise de solvabilité sectorielle, le taux de solvabilité moyen des PME se dégrade beaucoup plus vite que celui des grandes entreprises. Par ailleurs, les différences de comportement ne sont pas uniformément statistiquement significatives de secteur à secteur, ni au cours du temps.

Des constatations identiques émergent lorsque l'on analyse l'évolution des taux d'endettement moyen entre PME et grandes entreprises au sein des 9 secteurs étudiés : la dimension sectorielle joue, en l'occurrence, un rôle prépondérant.

Notons toutefois que, globalement, les grandes entreprises affichent un taux de financement par crédit fournisseurs plus important que les PME, indépendamment de leur secteur d'appartenance.

Par ailleurs, au fil des ans, le degré d'endettement moyen à long terme des grandes entreprises affiche une forte tendance à la hausse et dépasse, de manière toutefois non uniformément statistiquement significative, celui des PME.

Tableau 3 : Evolution du taux de solvabilité des secteurs étudiés (valeurs moyennes du ratio "Fonds propres / Passif total")

	NACE 20	NACE 21	NACE 22	NACE 29	NACE 31	NACE 32	NACE 33	NACE 36	NACE 45
1988	38.19 %	35.40 %	31.22 %	35.43 %	34.36 %	34.19 %	38.46 %	31.79 %	40.04 %
1989	36.86 %	32.63 %	29.11 %	35.59 %	33.63 %	32.99 %	36.32 %	31.66 %	39.37 %
1990	37.99 %	34.09 %	29.79 %	37.03 %	33.92 %	21.33 %	34.80 %	32.58 %	38.91 %
1991	36.73 %	37.17 %	25.75 %	35.68 %	33.61 %	-90.25 % ³³	32.59 %	31.70 %	37.69 %
1992	37.97 %	34.22 %	23.58 %	36.26 %	36.08 %	-38.14 %	32.80 %	30.27 %	36.78 %
1993	31.48 %	33.76 %	23.12 %	36.05 %	33.85 %	35.54 %	31.63 %	28.46 %	36.04 %

Tableau 4 : Evolution du taux d'endettement à long terme des secteurs étudiés (valeurs moyennes)

	NACE 20	NACE 21	NACE 22	NACE 29	NACE 31	NACE 32	NACE 33	NACE 36	NACE 45
1988	11.83 %	12.65 %	16.48 %	10.41 %	11.05 %	15.40 %	11.57 %	11.86 %	9.54 %
1989	12.71 %	14.06 %	18.10 %	10.87 %	12.00 %	12.89 %	12.17 %	12.37 %	10.44 %
1990	13.48 %	15.53 %	18.56 %	11.22 %	11.08 %	13.17 %	12.99 %	12.66 %	11.06 %
1991	13.69 %	15.16 %	19.25 %	11.58 %	11.81 %	10.68 %	13.01 %	13.33 %	11.46 %
1992	13.51 %	17.79 %	19.17 %	12.92 %	11.64 %	12.98 %	14.09 %	14.65 %	12.16 %
1993	15.60 %	18.85 %	18.56 %	12.28 %	14.34 %	15.74 %	16.23 %	14.82 %	12.55 %

³³ Ce chiffre permet de montrer avec acuité l'impact sur les statistiques sectorielles d'une frange non négligeable (2 à 3 %) d'entreprises, souvent débutantes, qui ont connu, à partir de 1990, de graves problèmes de rentabilité ayant entraîné des pertes reportées considérables et l'apparition de fonds propres fortement négatifs.

Dans la foulée, ce chiffre permet de souligner le retard avec lequel sont appliqués les articles 103 et 105 des Lois Coordonnées sur les Sociétés Commerciales belges, qui régulent la disparition juridique ou économique de ce type d'entreprises.

³³ Les fonds mis à la disposition de l'entreprise par ses associés sont exclus de l'analyse, car leur caractère de dettes à court terme n'apparaît pas nécessairement évident dans une optique d'analyse financière ; ceci explique notamment pourquoi la somme du taux de solvabilité moyen et des taux d'endettement moyens n'atteint pas 100 %.

³⁴ Ces tableaux reprennent les résultats des Tests de Hotteling et de Levene relatifs à l'existence d'une différence de structure de financement statistiquement significative entre les Petites ou Moyennes Entreprises (qui déposent un schéma abrégé de leurs comptes annuels) et les Grandes Entreprises (qui déposent un schéma complet de leurs comptes annuels) : rappelons que ces tests prennent en compte non seulement les différences entre les moyennes de ces taux au sein de ces deux groupes, mais aussi les dispersions respectives de ces taux autour de leur moyenne, ce qui conduit parfois à déclarer non significative une différence de moyenne apparemment importante (en raison en fait d'une non-homogénéité de comportement à l'intérieur de l'un ou l'autre des deux groupes étudiés).

Tableau 5 : Evolution du taux d'endettement à court terme des secteurs étudiés (valeurs moyennes)

	NACE 20	NACE 21	NACE 22	NACE 29	NACE 31	NACE 32	NACE 33	NACE 36	NACE 45
1988	48.16 %	48.68 %	49.31 %	49.83 %	51.88 %	50.68 %	47.56 %	54.18 %	48.14 %
1989	48.78 %	52.07 %	49.06 %	50.30 %	51.87 %	51.59 %	48.98 %	53.51 %	48.18 %
1990	46.77 %	48.43 %	48.33 %	48.84 %	51.00 %	62.78 %	50.57 %	53.07 %	47.79 %
1991	48.00 %	45.42 %	51.83 %	49.57 %	50.87 %	177.24 %	51.52 %	52.70 %	48.86 %
1992	46.80 %	44.57 %	54.65 %	47.53 %	49.45 %	122.30 %	50.69 %	52.68 %	49.20 %
1993	50.36 %	46.28 %	55.53 %	48.28 %	48.80 %	44.43 %	50.59 %	54.13 %	49.47 %

Tableau 6 : Evolution du taux de financement par crédit fournisseurs des secteurs étudiés (valeurs moyennes)

	NACE 20	NACE 21	NACE 22	NACE 29	NACE 31	NACE 32	NACE 33	NACE 36	NACE 45
1988	24.08 %	22.68 %	24.17 %	24.78 %	24.23 %	21.84 %	19.77 %	23.00 %	24.92 %
1989	25.56 %	23.16 %	23.88 %	24.46 %	23.42 %	21.70 %	18.53 %	22.39 %	24.85 %
1990	23.39 %	22.93 %	23.06 %	24.28 %	24.85 %	23.50 %	20.18 %	22.60 %	24.24 %
1991	22.98 %	22.14 %	22.94 %	23.18 %	23.85 %	23.05 %	19.84 %	21.46 %	23.82 %
1992	21.64 %	20.34 %	23.09 %	22.38 %	23.77 %	22.70 %	18.16 %	20.07 %	22.86 %
1993	21.51 %	21.03 %	23.62 %	22.94 %	23.50 %	19.51 %	15.56 %	20.12 %	22.63 %

Tableau 7 : Les différences de structure financière entre PME et grandes entreprises parmi les secteurs étudiés (valeurs moyennes sur base du schéma des comptes annuels)

		19 88	19 89	19 90	19 91	19 92	19 93
NACE 20	PME	Non ³⁶ 38.43 %	Non 37.29 %	Oui 38.61 %	Oui 37.77 %	Oui 39.33 %	Non 32.50 %
	GE	35.49 %	33.18 %	33.19 %	30.37 %	31.94 %	29.50 %
NACE 21	PME	Non 33.37 %	Non 31.32 %	Non 32.64 %	Non 37.60 %	Non 33.60 %	Non 35.67 %
	GE	39.94 %	35.39 %	37.25 %	36.38 %	35.24 %	31.02 %
NACE 22	PME	Oui 31.78 %	Oui 30.61 %	Oui 30.92 %	Oui 27.69 %	Oui 26.29 %	Oui 26.70 %
	GE	27.62 %	22.22 %	25.41 %	20.26 %	17.91 %	16.73 %
NACE 29	PME	Non 36.01 %	Non 36.42 %	Oui 38.11 %	Oui 37.10 %	Oui 37.55 %	Oui 38.71 %
	GE	33.98 %	33.61 %	34.55 %	32.85 %	34.04 %	32.82 %
NACE 31	PME	Non 34.75 %	Non 34.33 %	Non 33.44 %	Non 34.58 %	Non 37.83 %	Non 34.60 %
	GE	33.05 %	31.52 %	35.17 %	31.88 %	34.00 %	33.22 %
NACE 32	PME	Non 33.97 %	Non 35.36 %	Non 17.20 %	Non - 58.61 %	Non - 32.67 %	Non 37.58 %
	GE	32.29 %	26.16 %	33.37 %	-156.08 %	- 45.63 %	33.98 %
NACE 33	PME	Non 39.47 %	Oui 38.56 %	Non 36.14 %	Non 32.92 %	Non 33.88 %	Non 32.56 %
	GE	33.54 %	26.38 %	29.87 %	31.73 %	30.76 %	30.24 %
NACE 36	PME	Oui 32.72 %	Oui 32.57 %	Oui 33.75 %	Oui 32.93 %	Oui 31.80 %	Oui 30.90 %
	GE	25.26 %	26.49 %	27.28 %	27.14 %	26.31 %	23.61 %
NACE 45	PME	Oui 40.53 %	Oui 40.23 %	Oui 40.29 %	Oui 39.46 %	Oui 38.78 %	Oui 39.16 %
	GE	31.16 %	32.46 %	31.46 %	31.11 %	31.64 %	29.83 %

³⁶ La mention « Oui » apparaît lorsque les tests statistiques effectués permettent de conclure, au seuil α de 5 %, à l'existence d'une différence de comportement significative entre PME et Grandes Entreprises.

Tableau 8 : Les différences de taux d'endettement à long terme entre PME et grandes entreprises parmi les secteurs étudiés (valeurs moyennes sur base du schéma des comptes annuels)

NACE 20	PME	Oui	19 88	Oui	19 89	Oui	19 90	Non	19 91	Non	19 92	Oui	19 93
			11.57 %		12.47 %		13.19 %		13.12 %		12.93 %		14.61 %
	GE		14.63 %		14.79 %		15.65 %		17.22 %		16.13 %		17.53 %
NACE 21	PME	Oui	11.51 %	Oui	12.76 %	Oui	14.10 %	Non	13.94 %	Non	17.32 %	Non	18.53 %
	GE		15.18 %		16.83 %		18.64 %		17.41 %		18.53 %		19.30 %
NACE 22	PME	Oui	16.97 %	Non	18.17 %	Non	18.48 %	Non	18.98 %	Non	18.74 %	Oui	17.94 %
	GE		13.34 %		17.79 %		18.89 %		20.01 %		20.09 %		19.67 %
NACE 29	PME	Oui	11.06 %	Non	11.57 %	Oui	11.90 %	Oui	12.35 %	Non	13.13 %	Non	12.40 %
	GE		8.79 %		10.14 %		9.67 %		10.03 %		12.56 %		12.14 %
NACE 31	PME	Oui	12.03 %	Non	12.64 %	Non	11.29 %	Non	11.79 %	Non	11.08 %	Non	14.47 %
	GE		7.78 %		10.06 %		10.55 %		11.85 %		12.30 %		14.23 %
NACE 32	PME	Non	16.28 %	Non	11.38 %	Oui	10.62 %	Non	9.59 %	Non	11.55 %	Non	14.78 %
	GE		12.98 %		17.27 %		20.61 %		12.97 %		14.92 %		16.48 %
NACE 33	PME	Non	11.45 %	Non	12.17 %	Non	12.89 %	Non	12.89 %	Non	13.14 %	Non	15.08 %
	GE		12.16 %		12.13 %		13.38 %		13.38 %		15.90 %		17.95 %
NACE 36	PME	Non	12.06 %	Non	12.46 %	Non	12.82 %	Non	13.07 %	Non	14.18 %	Oui	14.04 %
	GE		10.47 %		11.88 %		11.93 %		14.28 %		15.87 %		16.36 %
NACE 45	PME	Oui	9.70 %	Non	10.37 %	Oui	10.81 %	Oui	11.08 %	Oui	11.54 %	Oui	11.55 %
	GE		6.67 %		10.94 %		12.38 %		12.86 %		13.75 %		14.53 %

Tableau 9 : Les différences de taux d'endettement à court terme entre PME et grandes entreprises parmi les secteurs étudiés (valeurs moyennes sur base du schéma des comptes annuels)

NACE 20	PME	Non	19 88	Non	19 89	Non	19 90	Non	19 91	Oui	19 92	Non	19 93
			48.14 %		48.57 %		46.47 %		47.64 %		46.17 %		50.54 %
	GE		48.42 %		50.66 %		48.95 %		50.22 %		49.67 %		50.01 %
NACE 21	PME	Non	51.35 %	Non	54.96 %	Oui	51.21 %	Non	46.04 %	Non	45.44 %	Non	46.03 %
	GE		42.73 %		45.95 %		42.36 %		44.26 %		43.16 %		46.64 %
NACE 22	PME	Oui	48.63 %	Oui	47.96 %	Oui	47.58 %	Oui	50.62 %	Oui	52.92 %	Oui	53.05 %
	GE		53.68 %		54.13 %		51.24 %		55.25 %		52.28 %		59.96 %
NACE 29	PME	Oui	48.91 %	Oui	49.39 %	Oui	47.81 %	Oui	47.83 %	Oui	46.57 %	Oui	46.25 %
	GE		52.15 %		52.48 %		51.18 %		53.04 %		49.20 %		50.74 %
NACE 31	PME	Non	50.60 %	Non	50.70 %	Non	50.98 %	Non	49.85 %	Non	48.49 %	Non	48.32 %
	GE		56.17 %		55.39 %		51.02 %		52.71 %		50.60 %		49.21 %
NACE 32	PME	Non	52.09 %	Non	51.37 %	Non	69.61 %	Non	147.49 %	Non	118.96 %	Non	45.62 %
	GE		46.80 %		52.22 %		42.88 %		239.18 %		125.91 %		43.52 %
NACE 33	PME	Non	46.96 %	Oui	46.83 %	Non	50.13 %	Non	50.13 %	Non	50.80 %	Non	51.16 %
	GE		50.51 %		58.57 %		52.19 %		52.19 %		50.46 %		49.75 %
NACE 36	PME	Oui	52.94 %	Oui	52.34 %	Oui	51.82 %	Oui	51.74 %	Oui	51.81 %	Oui	52.38 %
	GE		62.85 %		60.11 %		58.75 %		56.24 %		54.94 %		57.62 %
NACE 45	PME	Oui	47.58 %	Oui	47.46 %	Oui	46.71 %	Oui	47.51 %	Oui	47.84 %	Oui	47.42 %
	GE		58.34 %		53.86 %		53.65 %		53.88 %		52.69 %		53.55 %

Tableau 10 : Les différences de taux de financement par crédit fournisseurs entre PME et grandes entreprises parmi les secteurs étudiés (valeurs moyennes sur base du schéma des comptes annuels)

NACE 20	PME	Oui	19 88	19 89		19 90		19 91		19 92		19 93	
	GE		23.67 %	25.06 %	Oui	22.87 %	Oui	22.49 %	Oui	21.11 %	Non	21.01 %	
			28.72 %	29.82 %		27.34 %		25.97 %		24.00 %		22.48 %	
NACE 21	PME	Non	22.63 %	Non	23.63 %	Non	23.40 %	Non	22.61 %	Non	19.28 %	Non	19.43 %
	GE		22.78 %		22.14 %		21.91 %		21.28 %		22.04 %		24.53 %
NACE 22	PME	Oui	23.23 %	Oui	22.95 %	Oui	22.63 %	Oui	22.08 %	Oui	22.22 %	Oui	22.42 %
	GE		30.23 %		28.12 %		24.72 %		25.38 %		24.91 %		25.76 %
NACE 29	PME	Oui	23.13 %	Oui	23.04 %	Oui	22.73 %	Oui	21.27 %	Oui	20.94 %	Oui	20.78 %
	GE		28.90 %		27.87 %		27.83 %		26.98 %		24.87 %		25.57 %
NACE 31	PME	Non	23.62 %	Non	23.26 %	Oui	24.62 %	Non	22.71 %	Non	22.40 %	Non	21.76 %
	GE		26.25 %		23.92 %		25.43 %		25.90 %		25.40 %		24.98 %
NACE 32	PME	Non	21.03 %	Non	21.64 %	Non	23.37 %	Non	22.14 %	Non	23.06 %	Non	19.58 %
	GE		24.08 %		21.88 %		23.88 %		24.95 %		22.21 %		19.46 %
NACE 33	PME	Oui	18.34 %	Oui	17.26 %	Oui	19.01 %	Oui	18.02 %	Oui	16.85 %	Oui	13.39 %
	GE		26.76 %		24.14 %		24.47 %		24.71 %		20.63 %		18.81 %
NACE 36	PME	Oui	21.79 %	Oui	21.36 %	Oui	21.25 %	Oui	20.38 %	Oui	18.87 %	Oui	18.87 %
	GE		31.54 %		28.27 %		28.70 %		25.46 %		23.19 %		22.62 %
NACE 45	PME	Oui	24.05 %	Oui	24.09 %	Oui	23.34 %	Oui	22.88 %	Oui	22.13 %	Oui	21.72 %
	GE		40.64 %		30.89 %		29.09 %		27.31 %		24.76 %		24.45 %

Conclusion

Les principaux enseignements qui ressortent de cette recherche sont, à nos yeux, les suivants :

- ◆ L'étude du comportement financier des Petites ou Moyennes Industries belges ne peut se faire que sur une base sectorielle, tant est grande la diversité des évolutions sectorielles constatées.

Ainsi, parmi les 9 secteurs étudiés, recensons-nous un secteur en phase de création, plusieurs secteurs en phase de stagnation, plusieurs secteurs en phase de reconstitution de leur tissu industriel et enfin, plusieurs secteurs en phase de croissance, soit continue, soit par paliers, avec intégration de nombreuses nouvelles petites entreprises ou avec intégration d'outils de production modernisés.

A chacune de ces évolutions sectorielles spécifiques correspondent des comportements financiers bien particuliers, notamment en termes de structure financière ou de structure d'endettement.

- ◆ Au sein de chaque secteur, il existe une frange d'entreprises fortement sous-capitalisées et sous-dimensionnées ; ces entreprises, souvent fort jeunes, faussent l'image financière de chaque secteur.

- ◆ Au sein de chaque secteur, nous constatons une relative stabilité des comportements sur toute la période étudiée (1988-1993), tant en terme de structure financière que de structure d'endettement. L'évolution spécifique à chaque secteur peut toutefois distordre temporairement cette relative stabilité.

- ◆ Au sein de chaque secteur, il existe une tendance claire à la décroissance du taux de financement par crédit fournisseurs et donc, compte tenu d'une relative stabilité du taux d'endettement moyen à court terme, une tendance claire à la croissance du financement par crédit bancaire à court terme apparaît.

Cette tendance est beaucoup plus accentuée parmi les moyennes ou grandes entreprises, dans la mesure notamment où le taux de financement par crédit fournisseurs de ces dernières en 1988 était de 5 % à 10 % supérieur à ce même taux mesuré parmi les petites entreprises et où cette différence est réduite de 1 % à 5 % en 1993.

En 1993, le financement par crédit fournisseurs représente environ 20 % des sources de financement total des entreprises industrielles, quasi indépendamment du secteur analysé.

- ◆ Dans la grande majorité des cas, le taux de solvabilité moyen des Petites ou Moyennes Entreprises est supérieur au taux de solvabilité moyen des grandes entreprises ; toutefois, le comportement de ces dernières est plus stable, de sorte qu'en période de crise de rentabilité et de crise de solvabilité sectorielle, le taux de solvabilité moyen des PME se dégrade beaucoup plus vite que celui des grandes entreprises. Par ailleurs, les différences de comportement ne sont pas uniformément statistiquement significatives de secteur à secteur, ni au cours du temps.

Au plan conceptuel, il apparaît dès lors nécessaire d'intégrer dans la réflexion relative à la structure financière de la PME, outre la spécificité des objectifs particuliers qu'elle poursuit et une structure de gouvernance associant étroitement contrôle et propriété de l'entreprise, une double dimension conjoncturelle et sectorielle marquée.

Au plan opérationnel, la forte réduction du crédit inter-entreprises constatée et son remplacement par un crédit bancaire de court terme accru permet de souligner le rôle croissant joué par les partenaires bancaires dans le financement des PMI belges et devrait

amener gestionnaires de PME et banquiers à rechercher ensemble d'éventuelles formules alternatives de financement du cycle d'exploitation, sous peine de voir apparaître un risque de dépendance excessif de la PMI à l'égard de ses partenaires bancaires.

Bibliographie

- Belletante B. et N. Levratto N. (1995), "Finance et PME : quels champs pour quels enjeux ?", Revue Internationale PME, 3-4, 5-42
- Brennan M. (1995), "Corporate finance over the past 25 years", Financial Management, 24, 2, 9-22
- Cobbaut R. (1994), Théorie financière, 3ème édition, Paris : Economica
- Donckels R., Van Caillie D., Lievens J., Aerts R. and M. Cottyn (1993), KMO's ten voeten uit - Van onderzoek tot actie, Koning Boudewijn Stichting, KMO Studiecentrum, K.U. Brussel, Brussel : Roularta Books
- Dubois M. (1985), "La structure financière des grandes entreprises industrielles françaises", Finance, 1-48
- GREPME (1994), Les PME : bilan et perspectives, Presses Inter Universitaires, Canada : Economica
- Harris M. and A. Raviv (1991), "The theory of capital structure", Journal of Finance, 46, 297-355
- Hirigoyen G. et J.P. Jobard (1988), "Financement de l'entreprise : évolution récente et perspectives nouvelles", Encyclopédie de Gestion, 2, 1221-1241 : Economica
- Jensen M. and W. Meckling (1976), "Theory of the firm: managerial behavior, agency costs and ownership structure", Journal of Financial Economics, 3, 305-360
- Jensen M. and C. Smith (1985), "Stockholder, manager and creditor interests : applications of agency theory", in Altman E., Subrahmanyam M., Recent Trends in Corporate Finance, Homewood (Illinois) : Dow-Jones Irwin
- Leland H. and D. Pyle (1977), "Informational asymmetries, financial structure and financial intermediation", Journal of Finance, 371-387
- Modigliani F. and M. Miller (1958), "The cost of capital, corporation finance and the theory of investment", American Economic Review, 48, 261-297
- Myers S. (1977), "Determinants of corporate borrowing", Journal of Financial Economics, 5, 147-175
- Myers S. and N. Majluf (1984), "Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have", Journal of Financial Economics, 13, 187-221
- Ross S. (1977), "The determination of financial structure: the incentive signalling approach", Bell Journal of Economics, Spring, 23-40