

Théories financières et comportement de financement des TPE : une revue de littérature

Financial theories and financing behavior of VSEs : a literature review

Mohamed MOUNIR

Enseignant chercheur

Faculté des sciences juridiques, économiques et sociales

Université Cadi Ayyad, Marrakech,

Laboratoire de recherche : Nouvelles Pratiques de Gestion (NPG)

mounir.med@gmail.com

Date de soumission : 11/04/2022

Date d'acceptation : 07/06/2022

Pour citer cet article :

MOUNIR.M.(2022) « Théories financières et comportement de financement des TPE : une revue de littérature », Revue Française d'Economie et de Gestion « Volume 3: Numéro 6 » pp : 343 – 367.

Author(s) agree that this article remain permanently open access under the terms of the Creative Commons

Attribution License 4.0 International License



Résumé

Cette revue de la littérature vise à mettre en évidence les limites des approches issues de la théorie financière moderne quant à la compréhension des choix de financement des très petites entreprises. L'objectif est de montrer la nécessité d'adopter d'autres référentiels théoriques pour mieux approcher le comportement de financement de ces entreprises. En effet, malgré l'intérêt que revêtent les construits théoriques de la « corporative finance », leur pouvoir explicatif reste limité dans le contexte des TPE. Les spécificités financières et organisationnelles de ces entreprises nécessitent la mobilisation d'autres corpus théoriques. Des théories dites alternatives, telles que la théorie du choix managérial (Norton, 1991) ou la théorie du cycle de vie (Berger et Udell, 1998) apportent un important éclairage à la question des choix de financement des entreprises de petite taille.

Mots clés : théorie financière ; caractéristiques organisationnelles ; choix de financement ; TPE ; théories alternatives.

Abstract

This literature review aims to highlight the limits of approaches derived from modern financial theory in understanding the financing choices of very small businesses. The purpose is to show the need to adopt other theoretical references to better approach the financing behavior of these companies. Indeed, despite the interest of the theoretical constructs of "corporate finance", their explanatory power remains limited in the context of VSEs. The financial and organizational specificities of these companies require the mobilization of other theoretical corpuses. The financial and organizational specificities of these companies require the mobilization of other theoretical corpuses. Alternative theories, such as managerial choice theory (Norton, 1991) or life cycle theory (Berger and Udell, 1998) provide more light on the issue of financing choices for small businesses.

Keywords : Financial theories ; organizational characteristics ; financing choice ; VSB ; alternative theories.

Introduction

La littérature se rapportant aux choix financiers des entreprises et à leur structure financière est abondante. Mais la majorité des travaux théoriques et empiriques se rapporte aux grandes sociétés cotées dans le contexte anglo-saxon (Fathi et Gailly, 2003). La littérature sur le comportement de financement des entreprises de petite taille, notamment dans le contexte financier des économies en développement est quasi-inexistante. Historiquement, les questions relatives au financement des petites entreprises et, plus généralement, au phénomène entrepreneurial ont été traitées de manière indépendante du champ d'investigation de la finance corporative (Denis, 2004). Partant du fait que les problématiques de financement des entreprises de faible dimension sont suffisamment différentes de celles des grandes entreprises, cette approche considère que les issues de la théorie financière moderne ne sont pas applicables aux entreprises de petite taille. Actuellement plusieurs chercheurs considèrent que certains problèmes fondamentaux posés par le financement des entreprises entrepreneuriales sont les mêmes que ceux évoqués par la théorie financière traditionnelle, à savoir, essentiellement, les problèmes d'agence et d'asymétrie informationnelle (Fathi et Gailly, 2003), à la différence que ces problèmes se posent avec plus d'acuité dans les entités entrepreneuriales par rapport aux firmes managériales. Certaines approches de la 'corporate finance' révèlent un pouvoir explicatif plus important dans le contexte des PME et des TPE. C'est le cas, notamment, des théories construites sur la base de l'information telles que la théorie de l'agence ou la Pecking Order Theory.

Cependant, si les construits théoriques de la finance moderne peuvent expliquer en partie les choix financiers des entreprises de petite taille, ils ne constituent pas pour autant une panacée. Les spécificités organisationnelles de ces entreprises nécessitent la mobilisation d'autres corpus théoriques. Des théories dites alternatives, telles que la théorie du choix managérial (Norton, 1991) ou la théorie du cycle de vie (Berger et Udell, 1998) apportent un important éclairage à la question des choix de financement des entreprises de petite taille.

La présente revue de littérature vise à répondre à deux questions principales :

- Quels sont les apports et les limites de la théorie financière moderne quant à la compréhension des choix de financement des très petites entreprises ?
- Quels éclairages théoriques les approches dites alternatives apportent-elles à la question du financement des entreprises de petite taille ?

L'article est structuré en trois sections ; nous présenterons, d'abord, les théories relevant de l'approche traditionnelle du financement des entreprises et mobilisées par certains travaux de

recherche pour appréhender les décisions de financement des TPE, notamment la théorie dite « théorie du compromis ». Nous nous intéresserons, ensuite, aux apports de la « pecking order theory » quant à la compréhension des choix financiers des structures organisationnelles de petite taille à travers le comportement de leurs dirigeants. Enfin, nous exposerons les approches dites « alternatives » développées en vue de tenir compte des particularités financières et managériales des TPE et les éclairages qu'elles ont apportés à la question de leurs choix de financement.

1. Théorie du compromis et choix de financement des TPE

La majorité des théories développées autour de la question du financement des entreprises et une grande partie des études empiriques s'adressent aux sociétés cotées et aux grandes entreprises (Colot et Croquet, 2007). Le cadre théorique de la finance d'entreprise n'a pas été conçu pour les structures de petite taille. Ce construit théorique dont les bases ont été jetées par les travaux de Modigliani et Miller dès la fin des années 1950 s'est développé à travers une littérature abondante dont l'un des cadres conceptuels les plus dominants est constitué par la théorie dite du compromis (ou trade of theory). Celle-ci comprend un certain nombre d'approches théoriques qui considèrent que les choix de financement résultent d'un compromis entre l'avantage fiscal de la dette lié à la déductibilité fiscale des intérêts, les coûts de faillite consécutifs à l'augmentation du niveau d'endettement et les coûts d'agence. Nous rappellerons dans la présente section les principales caractéristiques de ces approches, leurs apports et leurs limites quant à la compréhension du comportement de financement des entreprises de petite taille.

1.1. La théorie du compromis : la controverse initiale

La théorie financière moderne a été construite autour de la question de la structure financière. La problématique du choix entre capitaux propres et dettes s'est initialement posée dans les termes suivants : dans quelle mesure le choix d'une structure de financement influence la valeur de l'entreprise ? Cette question a donné lieu à une véritable controverse théorique qui a opposé, à partir de la fin des années 1950, deux thèses :

- La thèse de la neutralité qui stipule que la valeur de la firme est totalement indépendante de sa structure financière. Les modes de financement de l'investissement sont parfaitement substituables et les entreprises sont indifférentes quant à l'usage des capitaux propres ou des dettes pour financer leurs investissements car ce choix n'a aucun impact sur la valeur de leurs titres sur le marché.
- La thèse de non-neutralité selon laquelle la composition des ressources de financement

est susceptible d'influencer le coût du financement de l'entreprise, et par conséquent, sa politique d'investissement et sa valeur sur le marché.

On retrouve les thèses de la neutralité et de la non-neutralité de la structure financière sur la valeur de l'entreprise dans les travaux précurseurs de Modigliani et Miller (1958, 1963) qui ont défini le cadre théorique de l'analyse des choix de financement des entreprises. Le modèle initial développé par Modigliani et Miller (1958) constitue l'idéal type théorique (the first best). Il a été construit sur la base d'une hypothèse forte, celle de la perfection des marchés financiers qui suppose notamment la disponibilité et la gratuité de l'information pour l'ensemble des intervenants, l'absence des coûts de transaction ou des coûts d'agence et l'absence de l'impôt. Il a abouti à la neutralité des choix de financement sur la valeur de l'entreprise. Celle-ci est déterminée par les cash-flows futurs générés par les investissements. Ce modèle théorique a été remis en cause, quelques années plus tard, par ses auteurs (Modigliani et Miller, 1963) qui ont corrigé leurs hypothèses en introduisant l'une des imperfections des marchés financiers en l'occurrence la fiscalité des bénéfices. Les auteurs ont montré que la déductibilité des charges financières du résultat imposable se traduit par un avantage fiscal en faveur de la dette par rapport aux capitaux propres dont la rémunération n'est pas admise en déduction pour le calcul de l'impôt. La déductibilité fiscale des intérêts donne lieu à un effet de levier positif de l'endettement sur la valeur de l'entreprise et le favorise comme modalité de financement. Les auteurs considèrent, en effet, que la valeur de l'actif économique d'une firme endettée est supérieure à la valeur de l'actif économique d'une firme non endettée, la différence est constituée par la valeur des économies d'impôt liée à la déductibilité fiscale des charges financières. Modigliani et Miller (1963) concluent à l'impact positif de l'endettement sur la valeur des entreprises. L'endettement deviendrait alors un facteur de création de richesses.

Les nombreux développements théoriques qui s'en suivront (Miller, 1977 ; De Angelo et Masulis, 1980 ; Myers, 1984, Malecot, 1985 ; Harris et Raviv, 1991) se sont attachés à remettre en cause le réalisme du modèle initial et ils ont essayé de rapprocher le modèle théorique de la réalité des entreprises. Les chercheurs ont levé les hypothèses à la base du premier modèle théorique de Modigliani et Miller en introduisant les autres imperfections du marché telles que l'existence des coûts de faillite ou de détresse financière qui compensent le gain fiscal liés à l'endettement de l'entreprise. Les coûts de faillite consécutifs à l'augmentation de l'endettement compensent l'avantage fiscal généré par la déductibilité des charges financières. Les choix de financement ont été inscrits dans une perspective dynamique censée aboutir à une structure financière optimale ou un ratio cible d'endettement. Les dirigeants sont alors supposés

procéder à un arbitrage entre le gain fiscal lié à la dette et les coûts de faillite qui en résulteraient. Ils choisiront de s'endetter jusqu'au moment où l'avantage de l'endettement serait totalement compensé par son désavantage. L'optimum de la structure de financement serait atteint lorsque les deux effets marginaux antagoniques (gain fiscal marginal et coût marginal de faillite) générés par la dette sont égaux. Parallèlement, d'autres travaux théoriques ont mis en évidence l'importance d'autres variables telles que l'imposition des personnes physiques et l'effet de clientèle qu'elle induit (Miller, 1977) pour nuancer le rôle central de la fiscalité dans la détermination de la structure financière de l'entreprise et rétablir partiellement, et sous certaines conditions, la neutralité de la structure du capital vis-à-vis de la valeur de la firme.

1.2. La théorie du compromis : la prise en compte des coûts d'agence

Dans le prolongement des travaux de Modigliani et Miller sur la structure du capital des entreprises, d'autres travaux de recherche sur les choix de financement des entreprises ont construit leurs approches sur l'existence d'asymétries d'information et de conflits d'intérêts entre les différentes parties prenantes. Il s'agit notamment de la théorie de l'agence (Ross, 1973 ; Jensen et Meckling, 1976) dont l'apport principal a consisté en la prise en compte des conflits d'intérêt entre les actionnaires et les dirigeants d'une part, et entre les actionnaires et les créanciers d'autre part.

Selon les tenants de la théorie de l'agence ; il existe une relation d'agence ou de mandat entre deux personnes dans la mesure où l'une d'entre elles dite « agent » (ou mandataire) agit au nom de l'autre appelée « principal » (ou mandant). La relation d'agence est définie par Jensen et Meckling, (1976) dans les termes suivants ; « *il existe une relation d'agence lorsqu'une partie (le principal) engage par contrat une autre partie (l'agent) qui doit lui procurer des services de gestion, en lui donnant certains pouvoirs sur les ressources qui ne lui appartiennent pas* ». Cette relation, qui peut être implicite, se traduit par une délégation de pouvoir en vertu de laquelle l'agent agit au nom et pour le compte du principal et accomplit les missions qui entrent dans le cadre de cette délégation.

Dans la relation d'agence actionnaires-dirigeants il y a opportunisme et asymétrie d'information. Elle est génératrice de conflits et de problèmes de contrôle. En effet, les dirigeants s'engagent à agir dans l'intérêt des actionnaires, mais ils peuvent être tentés de satisfaire, avant tout, leurs propres intérêts, en cherchant à maximiser leur rémunération et leurs avantages compte tenu du maintien de leur emploi, détournant ainsi à leur profit les richesses

de l'entreprise. Pour résoudre les conflits actionnaires-dirigeants et limiter les coûts d'agence qu'ils engendrent, il est fait recours aux différents mécanismes propres à l'entreprise, notamment les systèmes de contrôle de gestion, les procédures d'audit et les différentes formes d'intéressement et de participation. Une autre solution consiste à s'endetter. L'endettement a "un pouvoir d'incitation à la performance" dans la mesure où il augmente le risque de défaillance de l'entreprise et incite les dirigeants à améliorer leurs performances de manière à éviter le dépôt de bilan et donc la perte de leurs emplois.

Mais si l'endettement est susceptible de participer à la résolution des conflits entre les actionnaires et les dirigeants, il en crée d'autres entre les créanciers d'un côté et les actionnaires et les dirigeants de l'autre. En effet, la relation créanciers-propriétaires est également considérée comme une relation d'agence, en ce sens que, par le contrat du crédit, le créancier transfère à l'emprunteur les droits décisionnels qu'il détient sur son argent et s'expose aux risques de l'aléa moral et de la sélection adverse suite à l'asymétrie d'information qui caractérise cette relation conflictuelle.

Paranque et Cieply (1997) distinguent trois catégories d'asymétrie d'information et trois problèmes d'agence liés à la relation créancier-débiteur :

- Les asymétries ex-ante qui apparaissent lors de la présentation de la demande de financement et qui sont liées à la qualité des informations fournies par les emprunteurs et des problèmes inhérents à l'évaluation de leur niveau de risque de défaillance par les prêteurs. En effet, le dirigeant dispose d'un avantage informationnel concernant son entreprise ou le projet qu'il désire financer. Il aura tendance à dissimuler le risque de son projet quand le niveau de celui-ci est élevé. Face à ce comportement et étant incapable d'évaluer de manière efficace le risque inhérent à chaque emprunteur, le prêteur exige un taux d'intérêt correspondant au niveau de risque moyen pénalisant ainsi les porteurs des projets les moins risqués. L'augmentation du coût du crédit pénalise les bons emprunteurs qui supportent une prime de risque plus élevée par rapport au risque réel de leurs projets.
- Les asymétries d'information qui apparaissent au cours du déroulement du contrat de l'emprunt et qui donnent lieu au phénomène de l'aléa moral. En effet, l'emprunteur peut opter pour un projet plus risqué que celui pour lequel il aurait obtenu le financement et augmenter, par voie de conséquence le niveau de risque lié à l'opération de financement.
- Les asymétries d'information ex-post liées à la difficulté que rencontre le prêteur pour

l'évaluation des revenus générés par le projet financé vu que le débiteur pourrait être tenté par la déclaration de revenus inférieurs à ceux effectivement générés par l'investissement afin de minimiser ses remboursements.

Tableau 1 : Les asymétries d'information liées à la relation créancier-emprunteur

Type d'asymétrie d'information	Problèmes d'agence afférents
Asymétries d'information avant le lancement du projet ou « ex ante »	Choix des projets les plus risqués (<i>Sélection adverse</i>)
Asymétrie d'information pendant le déroulement du projet ou « on going »	Changement de projet par le débiteur à l'insu du créancier (<i>Risque moral</i>)
Asymétrie d'information après le lancement du projet ou « ex post »	Non-divulgation des résultats ou divulgation de faux résultats (<i>Opportunisme</i>)

Source : Pararque et Cieply (1997)

Dans cette approche, on considère que l'endettement réduit les coûts d'agence liés à la relation actionnaires-dirigeants et augmente ceux liés à la relation actionnaires-créanciers. La minimisation des coûts d'agence doit alors constituer l'objectif principal de toute décision de financement. On aboutit, à l'instar de l'approche présentée ci-dessus à un ratio d'endettement cible ou une structure financière optimale. Celle-ci correspondrait au niveau d'endettement qui minimiserait les coûts d'agence globaux.

1.3. Théorie du compromis et choix de financement des TPE

Les développements théoriques qui ont suivi le modèle séminal de Modigliani et Miller (1958) et qui ont contesté leur hypothèse centrale de la perfection des marchés et introduit les coûts de faillite comme variable déterminante du choix des modalités de financement et les modèles théoriques construits dans le cadre de la théorie de l'agence concluent à l'existence d'une structure financière optimale. Celle-ci est déterminée sur la base d'un arbitrage entre l'avantage fiscal marginal lié à l'augmentation des dettes et le coût de faillite marginal qui en résulte ou bien dans une démarche qui vise à minimiser les coûts d'agence globaux. Ces développements théoriques connus sous le vocable de « théorie du compromis », « théorie de l'arbitrage » ou « Trade Of Theory » ne réservent aucune place aux entreprises de petite taille. Leur référence à la valeur de la firme et au marché financier exclu de leur champ d'application la majorité des PME non cotées et les TPE dont la valeur de marché des titres ne peut être déterminée. De surcroît, l'une des variables centrales sur la base desquelles cette approche théorique a été construite est l'avantage fiscal lié à l'endettement. Celui-ci est d'autant plus important que le taux d'imposition de l'entreprise est élevé. Or dans la majorité des économies les très petites

entreprises bénéficient de taux d'imposition réduits¹. L'avantage de la dette est, par conséquent, peu significatif quant au choix de financement des petites structures organisationnelles.

Le risque de faillite qui permet, dans les modèles théoriques du « compromis », de déterminer le ratio d'endettement optimal en comparant les coûts qu'il génère avec le gain fiscal de la dette, présente une pertinence limitée pour l'explication du comportement de financement des entreprises de petite dimension. Le risque de défaillance est d'autant plus élevé que la taille de l'entreprise est limitée. De nombreux travaux de recherche ont montré que la probabilité de faillite est plus importante dans les TPE par rapport aux moyennes et aux grandes entreprises (Demoly et Thirion, 2001). Les approches fondées sur la prédominance des variables environnementales ainsi que celles basées sur la primauté des ressources considèrent que les entreprises de taille réduite se caractérisent par leur dépendance vis-à-vis de leur environnement, leur grande sensibilité à la variation de la conjoncture, et la rareté des ressources financières, techniques et humaines dont elles disposent. La dépendance vis-à-vis des variables contextuelles et la pénurie des ressources sont des facteurs qui accentuent la fragilité de ces entreprises et participent à l'augmentation de leur niveau de mortalité (Crutzen et Van Callie, 2009 ; Smida et Khélil, 2010 ; Ghiffi et Mounir, 2017).

L'importance du risque de faillite dans les TPE, et la portée limitée de l'avantage fiscal de la dette limitent l'applicabilité des modèles théoriques basés sur l'arbitrage entre l'avantage fiscal de la dette et les coûts de faillite qu'elle engendre dans le contexte des très petites entreprises. D'autant plus que ces modèles d'arbitrage présument, dans leur approche dynamique, que l'entreprise procède à un ajustement de son niveau d'endettement de manière à atteindre une structure financière optimale sur la base de ces deux variables. Cet ajustement sous-entend que l'endettement est accessible aux entreprises indépendamment de leur nature et de leur taille et sans difficulté. Or si les grandes firmes ont accès au financement externe par dettes, nous verrons dans ce qui suit que la forte asymétrie d'information qui caractérise la relation entre les TPE et leurs partenaires financiers, rend l'endettement difficile pour cette catégorie d'entreprise, voire inaccessible pour certaines de ses formes. Les études empiriques qui ont tenté de confronter les modèles issus de la théorie du compromis à la réalité des entreprises ont porté, dans leur majorité, sur les grandes sociétés cotées en bourse, notamment dans le contexte de l'Amérique du nord et celui de l'Europe. Certains travaux empiriques plus rares ont tentés d'appliquer ces modèles aux PME non cotées (Daskalakis et Psillaki, 2008 ; Bartholdy et

¹ Au Maroc, le taux d'imposition à l'impôt sur les sociétés des entreprises dont le bénéfice fiscal est inférieur ou égal à 300 000 dh est de 10%.

Mateus, 2005) leurs résultats sont mitigés. Toutefois, aucune étude empirique relative à l'impact de l'avantage fiscal de l'endettement et des coûts de faillite sur les choix de financement ne ressort de notre revue de littérature.

Les modèles théoriques basés sur l'asymétrie informationnelle et les coûts d'agence qui en résultent peuvent être partiellement utilisés pour la compréhension du comportement financier des TPE. En effet, les entreprises de petite dimension se caractérisent par l'inexistence de conflit d'agence entre les actionnaires et les dirigeants. Ces entreprises ne sont pas, dans leur grande majorité, des firmes managériales. La propriété du capital et la gestion sont le plus souvent concentrées entre les mains d'une même personne ; le propriétaire-dirigeant. L'endettement ne peut donc être utilisé comme solution au conflit propriétaires-managers pour en réduire les coûts d'agence. Par contre, de nombreux travaux de recherche mettent en évidence l'importance du conflit propriétaires-crédanciers dans le contexte des PME et des TPE. L'absence d'un système d'information fiable et l'opacité qui caractérise ces structures organisationnelles, notamment les plus petites d'entre elles, se traduit par une grande méfiance des prêteurs vis-à-vis de leurs propriétaires-dirigeants. La conséquence directe en est un renchérissement du coût de leur financement, voire leur inéligibilité aux crédits notamment ceux destinés à financer l'investissement.

L'asymétrie d'information et l'importance des coûts d'agence qu'elle génère constituent les principaux facteurs déterminants du coût de financement des petites entreprises (Pettit et Singer, 1985). Contrairement aux grandes sociétés, notamment celles inscrites à la cote de la bourse des valeurs, qui ont l'obligation de communiquer leurs informations financières et dont les documents comptables font l'objet de certification, les exigences réglementaires auxquelles les TPE sont assujetties en matière de production d'informations financières sont limitées. Le système d'information des TPE se caractérise par sa simplicité. Le propriétaire-dirigeant est le seul à connaître la situation financière réelle de son entreprise, son potentiel et ses opportunités de croissance. Il dispose de la possibilité de contrôler les informations qu'il met à la disposition des créanciers. La fiabilité des données comptables et financières qu'il fournit à l'occasion de la demande de crédit s'en trouve limitée et l'évaluation du risque financier de l'entreprise devient délicate. En outre, les TPE se caractérisent par la confusion entre le patrimoine de l'entreprise et celui de son propriétaire. Le niveau de la rémunération que celui-ci s'octroie et les prélèvements qu'il effectue sur les résultats de son entreprise ne peuvent être contrôlés à l'avance par le bailleur de fonds. Par conséquent, les prêteurs considèrent les TPE comme des entreprises risquées et se montrent plus exigeants quant au coût de leur financement. Ils

cherchent à compenser le risque qu'ils supportent à l'occasion de leur apport de fonds. Les banques et les établissements de crédit peuvent opter pour d'autres alternatives telles que le rationnement du crédit, l'exigence de garanties, la mise en place de clauses spécifiques ou l'utilisation d'informations privilégiées provenant de la relation entre le conseiller bancaire et le propriétaire-dirigeant de la TPE (Sorelle et al., 2020). Par ailleurs, et face à la difficulté de contrôler les transferts de richesse entre le patrimoine personnel du dirigeant et celui de son entreprise, les bailleurs de fonds peuvent exiger l'implication du dirigeant dans le financement de ses projets. L'importance des capitaux propres engagés dans un investissement est, en effet, un gage de confiance de l'entrepreneur en le potentiel de son entreprise. Elle permet au banquier d'apprécier la qualité de l'emprunteur.

En résumé, deux éléments fondamentaux ressortent des modèles développés dans le cadre de la théorie dite « du compromis » lorsqu'on cherche à les adapter au contexte des TPE. D'abord, la recherche d'une structure de financement optimale est remise en question dans les TPE en raison de l'importance des coûts de faillite liés à l'endettement et l'insignifiance de l'avantage fiscal qui en découle. Ensuite, la forte asymétrie informationnelle qui caractérise la relation TPE-banques se traduit par l'augmentation du coût du financement par emprunt et la difficulté d'accès de ces entreprises au financement bancaire.

2. L'apport de la pecking order theory

La pecking order theory ou théorie du financement hiérarchisé propose une approche différente des choix financiers des entreprises basée sur le comportement de leurs dirigeants. Les origines de cette théorie remontent au début des années 1960 avec les travaux de Donaldson (1961) qui a constaté que les entreprises s'abstiennent habituellement d'émettre des actions et ne recourent à l'emprunt que dans le cas où leurs projets d'investissement exigent des fonds supérieurs à ceux qu'elles génèrent en interne. Cette approche a été développée par Myers (1984) et Myers et Majluf (1984). Les auteurs considèrent qu'il existe une hiérarchie bien établie dans le choix des modes de financement. Les entreprises ont tendance à préférer le financement interne au financement externe. Mais dans le cas où ce dernier s'impose, l'endettement est privilégié par rapport à l'augmentation du capital.

La théorie du financement hiérarchisé écarte l'objectif de recherche d'un ratio d'endettement optimal au profit de l'hypothèse d'un financement prioritaire ou d'une hiérarchie du financement. Elle est construite sur la base de l'asymétrie informationnelle entre les propriétaires et les dirigeants d'une part et les nouveaux investisseurs et les créanciers d'autre part, en ce sens que les actionnaires et les dirigeants détiennent des informations sur la valeur

des actifs de l'entreprise, ses opportunités d'investissement et son potentiel de croissance que les apporteurs de fonds (nouveaux actionnaires, banquiers...) n'ont pas.

Myers et Majluf (1984) ont construit leur modèle théorique sur la base d'un certain nombre d'hypothèses comportementales dont les principales sont : l'accès à l'information est coûteux, les dirigeants disposent d'informations privilégiées et ils agissent dans l'intérêt des actionnaires, tous les projets d'investissement entrepris sont rentables et les marchés sont efficaces. Ils considèrent la structure de financement de l'entreprise comme une résultante du choix entre les ressources de financement internes et les ressources externes basé sur les coûts des asymétries informationnelles.

2.1. Pecking order theory et financement par fonds propres

En matière de financement par fonds propres, les tenants de la pecking order theory soutiennent que les entreprises privilégient, pour le financement de leurs projets, les fonds propres internes (autofinancement) par rapport aux fonds propres externes (émission d'actions). Partant de l'hypothèse que les dirigeants sont les mieux informés sur les opportunités d'investissement de leurs entreprises et qu'ils agissent dans l'intérêt des actionnaires existants, on considère qu'ils préfèrent autofinancer leurs projets d'investissement au lieu de recourir à l'émission de nouvelles actions. Ils évitent ainsi l'effet de dilution des bénéfices générés par ces projets suite à leur partage entre les anciens actionnaires et les nouveaux. D'autant plus que l'on estime que, dans certains cas, l'annonce d'un financement par émission d'actions nouvelles aurait pour conséquence la diminution de la valeur des titres de l'entreprise. En effet, Myers et Majluf (1984) soutiennent que l'émission d'actions peut être perçue comme un signal défavorable par les investisseurs étant donné qu'elle traduit le besoin de liquidités de l'entreprise ou son choix de ne pas utiliser les liquidités dont elle dispose.

2.2. Pecking order theory et endettement

La prise en compte de l'endettement dans le modèle théorique de Myers et Majluf (1984) se fait également sur la base de l'asymétrie informationnelle et des conflits d'intérêts entre propriétaires et créanciers de l'entreprise initiés par la théorie de l'agence. Le financement par dettes est comparé d'abord avec l'émission d'actions, ensuite avec le financement par capitaux propres internes.

Comparant l'endettement à l'émission d'actions, les auteurs considèrent que le financement par emprunt figure au sommet des modes de financement externes. L'asymétrie informationnelle conduit à privilégier l'endettement par rapport au financement par capitaux propres externes. L'approche du pecking order a été développée dans le contexte des grandes sociétés

(américaines notamment) ayant accès au marché obligataire et au marché boursier. Elle soutient que, dans leur recherche de ressources de financement externes, les dirigeants de ces sociétés (et les actionnaires) préfèrent d'abord émettre des dettes non risquées (obligations ordinaires, emprunts bancaires). Ils optent, ensuite, pour les dettes risquées (obligations convertibles) et ce n'est que dans le cas où leur capacité d'endettement est épuisée qu'ils procèdent à l'émission de nouvelles actions. Cette modalité de financement est celle du dernier ressort. Elle est désavantagée par rapport à l'endettement en raison de la baisse de la valeur des titres de l'entreprise qui pourrait s'en suivre et à cause de l'importance des informations que les dirigeants doivent mettre à la disposition des investisseurs et les coûts qui en découlent. Les capitaux propres externes constituent la solution de dernier recours également pour des considérations objectives favorables à l'endettement telles que l'avantage fiscal lié à la déductibilité des charges financières et qui a été mis en évidence par la théorie du compromis. En comparant la dette à l'autofinancement les tenants de cette approche considèrent que les dirigeants ne chercheront pas à s'endetter s'ils sont capables de couvrir les besoins liés à leurs projets par le biais des ressources générées par leurs entreprises. L'autofinancement est placé au sommet de la hiérarchie du financement. Il est considéré comme le moyen le plus efficace pour éviter le problème de la sélection adverse dû à l'asymétrie informationnelle. Les capitaux propres internes, ayant pour source les bénéfices réalisés par l'entreprise, il s'en suit que les entreprises qui empruntent le moins sont les entreprises les plus rentables en tenant compte, en toute évidence, de la politique de dividendes. Leur niveau d'endettement serait faible pour la simple raison qu'elles n'ont pas besoin de fonds externes. Selon cette théorie, le choix de l'endettement ne s'explique ni par la recherche d'un ratio de structure financière optimale, ni par la subvention fiscale due à la déductibilité des intérêts. Il s'explique simplement par l'insuffisance de l'autofinancement.

En résumé, la pecking order theory suggère, dans une approche d'asymétrie informationnelle, que les entreprises suivent dans leur choix des moyens de financement un ordre inversement proportionnel à la sensibilité de ces moyens à l'information. Cet ordre est établi selon Myers (1984) et Myers et Majluf (1984) comme suit :

- Les entreprises ont une préférence pour les fonds propres internes. Ce mode de financement est accessible aux firmes qui réalisent un niveau de rentabilité élevé et qui adaptent leur politique de bénéfices aux besoins financiers liés à leurs opportunités d'investissement. Le financement par les fonds autogénérés par l'entreprise lui permet d'éviter les coûts liés aux asymétries d'information consécutives aux autres modalités

de financement.

- En cas d'insuffisance des ressources internes l'entreprise recourt prioritairement aux dettes financières. Celles-ci constituent le mode de financement externe qui préserve le mieux les intérêts des actionnaires. Dans le recours à l'endettement les entreprises privilégient les dettes qui présentent un niveau de risque relativement faible telles que les emprunts bancaires, les emprunts obligataires ou les dettes de court terme.
- Les capitaux propres externes sont placés tout en bas de l'ordre hiérarchique du financement. Cette modalité est la plus sujette aux effets de l'asymétrie informationnelle et la plus coûteuse pour les actionnaires existants. Les entreprises y recourent dans le cas du dépassement de leur capacité d'endettement et de l'augmentation de la probabilité de difficultés financières et des coûts éventuels qui en découlent.

2.3. POT et choix de financement dans les TPE

La validation empirique de la théorie du pecking order a fait l'objet de nombreux travaux qui ont porté dans leur majorité sur les grandes sociétés cotées (Dufour et Al., 2014) et sur les PME dans certains cas (Bartholdy et Mateus, 2005 ; Daskalakis et Psillaki, 2008, Adair et Adaskou, 2011, 2014). Adair et Adaskou (2011) soulignent la facilité d'application de la POT aux PME qui souhaitent emprunter dans le cas où les besoins de financement de leurs investissements dépassent les flux de trésorerie qu'elles génèrent en interne. Selon les auteurs *« les dirigeants de PME cherchent à maximiser leur propre richesse tout en conservant leur indépendance vis-à-vis des acteurs externes ; c'est pourquoi les fonds propres internes font l'objet en premier lieu de leur choix de financement. Si les fonds internes sont insuffisants, ils préfèrent recourir à la dette plutôt qu'à l'augmentation du capital. Car la dette a l'avantage de réduire le degré de dépendance de l'entreprise à l'égard des autres apporteurs de capitaux, ce qui leur permet de garder le contrôle et le pouvoir de décision »*

Certains travaux, plus rares, ont tenté une validation empirique de la POT dans le cas des très petites entreprises. C'est le cas de l'étude menée par (Bellettre, 2010) qui considère que, contrairement aux approches précédentes, cette théorie semble naturellement adaptée aux très petites entreprises *« fortement soumises aux problèmes d'asymétrie d'information en raison de la place prépondérante du propriétaire-dirigeant ... et caractérisées par une volonté d'indépendance et un accès limité aux financements externes »* (Bellettre, 2010, p. 79). En effet dans les TPE l'une des hypothèses les plus importante de la POT selon laquelle le dirigeant agit dans l'intérêt des actionnaires ne peut être réfutée ; le dirigeant étant le plus souvent le propriétaire de l'entreprise. L'asymétrie d'information qui constitue le cadre de base du modèle

théorique de la POT est plus accentuée dans le contexte des TPE, notamment dans leur relation avec les banquiers, et la recherche d'indépendance vis-à-vis des investisseurs externes constitue l'un des objectifs principaux de leurs propriétaires-dirigeants.

L'ordre hiérarchique préconisé par la POT qui consiste à préférer le financement interne au financement externe et à privilégier, dans le cas de l'insuffisance des ressources internes les dettes à l'augmentation du capital, semble à priori adapté aux TPE. Cependant les raisons avancées pour expliquer une telle hiérarchisation du financement dans les grandes firmes ne peuvent être retenues pour justifier les choix financiers des entreprises de petite taille. En effet, si les problèmes liés à l'asymétrie informationnelle sont d'autant plus accentués que la taille de l'entreprise est limitée et justifient le recours aux ressources de financement autogénérées, d'autres facteurs doivent être pris en considération. La prépondérance du rôle du propriétaire dirigeant et son souci d'indépendance vis-à-vis des bailleurs de fonds et la petitesse de la taille de l'entreprise qui limite son accès aux ressources externes sont des variables qui peuvent expliquer les préférences des TPE en matière de financement.

2.3.1. Prépondérance du rôle du propriétaire-dirigeant et choix de financement des TPE

La TPE se caractérise par l'omniprésence de son propriétaire-dirigeant. Il est le plus souvent le propriétaire unique ou le dirigeant d'une entreprise dont le capital est détenu par les membres de sa famille ou ses proches. Il confond généralement le patrimoine de l'entreprise avec son patrimoine personnel. L'entreprise ne constitue qu'un prolongement de la fortune de l'entrepreneur et un moyen de réaliser ses objectifs individuels notamment celui de l'amélioration du patrimoine personnel. Dans ces conditions, l'un des objectifs principaux du propriétaire-dirigeant de la TPE est de garder le contrôle de son entreprise et son indépendance vis-à-vis des investisseurs externes. Il refuse l'ouverture du capital à des actionnaires étrangers à la famille et au cercle des proches. L'augmentation du capital par apport externe de ressources serait, selon cette logique, la modalité de financement à éviter, dans la mesure où elle conduit à la dilution du capital et contraint le dirigeant à céder une partie de son pouvoir et à réduire son indépendance.

Conformément à l'ordre de financement hiérarchique préconisé par la POT, le dirigeant de la TPE tend à privilégier le financement par capitaux propres internes par rapport à l'émission d'actions. Ce comportement, qualifié par certains auteurs de « conservatisme financier », permet au dirigeant de maintenir un contrôle étroit sur les décisions stratégiques de son entreprise et de préserver, ainsi, son indépendance vis-à-vis des bailleurs de fonds et des

investisseurs externes. Il paraît donc que l'autofinancement soit le mode de financement préféré par les propriétaires-dirigeants des entreprises de petite-taille en raison de sa disponibilité, de sa souplesse et du maintien du contrôle qu'il permet. Toutefois, il semble qu'en cas d'insuffisance de l'autofinancement pour faire face aux besoins de financement de l'entreprise, le propriétaire-dirigeant recourt, en priorité à ses propres économies à travers un apport en capital de ses fonds personnels ou par le biais du compte courant d'associés dont la nature et les modalités d'utilisation permettent de les assimiler à des fonds propres. Bellettre (2010) estime que « *la proximité du patrimoine personnel et professionnel du propriétaire-dirigeant rend l'utilisation des fonds personnels relativement proche du financement interne car ils sont, par nature, également non soumis aux coûts liés à l'asymétrie d'information et n'engendrent pas de perte de contrôle de la firme* ».

Certains auteurs considèrent que la forte implication du propriétaire-dirigeant dans la gestion de son entreprise et son temps de travail non rémunéré est une forme d'autofinancement. Ainsi pour Torres (2011) le propriétaire-dirigeant « *par sa dose de travail et sa dépense d'énergie, est souvent le premier apporteur de financement de son entreprise* ».

Signalons enfin que les apports en capital en TPE prennent la forme d'un simple transfert du patrimoine de l'entrepreneur à celui de l'entreprise dans le cas de l'entreprise individuelle. Ils peuvent également consister, dans les formes sociétaires, en émissions d'actions destinées aux actionnaires existants. Ceux-ci sont constitués le plus souvent de membres de la famille du propriétaire-dirigeant ou font partie du cercle de ses proches. A cet égard, ces apports de fonds issus du patrimoine familial ou émanant de proches peuvent être assimilés plus à des ressources internes plutôt qu'à des apports externes de capitaux.

2.3.2. Asymétrie d'information et choix de financement des TPE

L'asymétrie d'information signifie que les agents internes à l'entreprise (le propriétaire-dirigeant dans le cas de la TPE) disposent d'une information plus complète sur la situation de l'entreprise, ses risques et ses opportunités d'investissement et de croissance que celle dont disposent les investisseurs externes et les créanciers. Cette asymétrie est due aux relations d'agence entre les intervenants internes et externes censés poursuivre des objectifs différents et œuvrer chacun pour ses propres intérêts (Jensen et Meckling, 1976). Deux relations d'agence sont généralement mises en évidence ; la relation entre les dirigeants et les actionnaires, et la relation dirigeants et actionnaires d'une part et créanciers d'autre part. Dans le contexte des TPE on peut faire abstraction de la relation actionnaires-dirigeants dans la mesure où le dirigeant est le plus souvent l'unique propriétaire ou l'actionnaire majoritaire. Mais la relation

d'agence dirigeants-créanciers revêt plus d'importance dans les entités de petite taille car elle est plus sujette à l'asymétrie d'information que dans les grandes entreprises. En effet, comme nous l'avons vu dans la section précédente, les TPE constituent pour les créanciers un univers opaque. La simplicité de leurs systèmes d'information, l'omniprésence de leurs propriétaires-dirigeants qui monopolisent toutes les informations sur leurs performances et leur potentiel de croissance, rendent délicate l'évaluation de leur risque financier par les prêteurs et complique leur relation avec leurs partenaires financiers. Il s'en suit un accès difficile au financement par dettes car les créanciers exigent une rémunération plus importante, procèdent au rationnement du crédit octroyé à ces entreprises ou exigent des clauses et des suretés spécifiques. Le coût élevé du financement, l'exigence par les banquiers de garanties ou de clauses particulières, leur désir de s'informer sur l'entreprise et de suivre le déroulement des investissements pour lesquels ils octroient des crédits, ont pour conséquence un auto-rationnement du crédit bancaire par le propriétaire-dirigeant de la TPE. Celui-ci préfère le financement par fonds propres internes pour éviter la perte d'autonomie. Toutefois, l'endettement occupe une place intermédiaire dans l'ordre hiérarchique comme le suggère le modèle théorique de la POT, car pour le propriétaire-dirigeant, il pose moins de problèmes d'asymétrie d'information et de perte de contrôle que les capitaux propres d'origine externe.

En résumé, le modèle théorique de la POT s'avère pertinent pour expliquer le comportement financier des TPE. Le dirigeant est le propriétaire unique ou il se trouve à la tête d'une entreprise dont la propriété du capital revient à son entourage familial ou amical. Il agit suivant ses propres intérêts ou ceux des actionnaires existants et cherche à préserver son indépendance et à garder le contrôle de l'entreprise. Conformément à l'ordre hiérarchique suggéré par la POT, une priorité absolue est accordée au financement par fonds propres internes. Cependant, selon Aktas et al. (2011) le modèle théorique du financement hiérarchique doit être adapté aux TPE dans la mesure où d'autres ressources de financement sont privilégiées par les dirigeants au même titre que l'autofinancement. Il s'agit notamment de l'utilisation des comptes courants d'associés ou l'émission d'actions au profit des actionnaires existants (le plus souvent membres de la famille ou faisant partie du cercle des proches). Ces modalités de financement permettent d'éviter la perte de contrôle de l'entreprise. Elles se caractérisent par leur disponibilité relative et leur flexibilité et par l'absence des coûts liés à l'asymétrie informationnelle. Elles peuvent à ce titre être assimilées à des fonds propres internes.

3. Les théories alternatives

En réaction à la difficulté d'adapter les théories financières traditionnelles à la réalité des entreprises de petite taille, certaines approches alternatives ont été développées. Il s'agit d'approches qui tiennent compte des particularités financières et managériales de ces entités. Elles apportent de nouveaux éclairages et permettent une compréhension meilleure de leurs comportements financiers. Nous présenterons, dans la présente section, la théorie du choix managérial et la théorie du cycle de vie, et nous verrons dans quelle mesure leurs apports sont susceptibles de mieux appréhender les choix de financement des TPE.

3.1. La théorie du choix managérial

La théorie du choix managérial a été formalisée par Norton (1991) comme l'une des alternatives aux théories financières traditionnelles pour expliquer les choix de financement des PME. Cette théorie a été développée sur la base des travaux de Pettit et Singer (1985) et Barton et Matthews (1989). Elle considère que l'explication des choix des ressources de financement dans les entreprises de petite taille est à chercher principalement dans les caractéristiques propres à leurs propriétaires-dirigeants. La théorie du choix managérial a remis le propriétaire-dirigeant au centre des choix stratégiques de l'entreprise notamment en matière de structure financière. Elle considère le propriétaire-dirigeant comme le décideur dont les caractéristiques, les préférences et les désirs déterminent les choix des modalités de financement de l'entreprise, et ce en tenant compte en toute évidence des particularités de l'entreprise et de l'influence de son environnement économique et financier.

Les principales propositions de la théorie du choix managérial sont au nombre de cinq. St-pierre (2018) en fait une synthèse :

- Le choix des ressources de financement pour l'entreprise est affectée par le niveau d'aversion de son propriétaire-dirigeant au risque. En effet, le niveau de risque toléré par l'entrepreneur duquel les créanciers exigent des garanties personnelles en cas de financement par emprunt est un facteur déterminant de l'endettement de l'entreprise et par conséquent de la composition de ses ressources de financement.
- Les objectifs personnels du propriétaire-dirigeant ont un impact sur la structure financière de l'entreprise. L'entreprise de petite taille se caractérise par l'omniprésence de son propriétaire-dirigeant. Celui-ci est le seul maître à bord. Il s'accapare le pouvoir de décision et opère les choix stratégiques de son entreprise. On peut donc admettre aisément que ses objectifs personnels en matière de stratégie de développement et d'autonomie puissent avoir une influence sur ses choix de financement. Cette idée va à

l'encontre du paradigme de maximisation de la valeur actionnariale défendu par la théorie financière traditionnelle et selon lequel le dirigeant cherche à travers la composition de ses ressources de financement à maximiser la valeur de la firme.

- Les entrepreneurs, soucieux de garder le contrôle de leurs entreprises, ont une préférence pour le financement interne par rapport aux ressources d'origine externe. Cette proposition rejoint le principe de l'ordre hiérarchique du financement proposé par la *Pecking Order Theory* qui stipule que les dirigeants privilégient l'autofinancement au financement externe par fonds propres ou par dettes afin d'éviter l'immixtion des apporteurs de capitaux dans les stratégies de l'entreprise et dans sa gestion courante.
- Les conditions d'octroi des fonds par les créanciers et le niveau d'endettement des entreprises sont fonction de leurs caractéristiques financières et de la propension au risque de leurs dirigeants. Les établissements de financement prennent en compte, dans leur décision de financement un certain nombre de facteurs liés à l'entreprise, à son niveau de risque, à la nature de l'information qu'elle met à leur disposition et à la qualité de la relation que son dirigeant entretient avec le créancier. En somme, le niveau d'endettement de la TPE est fonction principalement de la nature du système financier, des méthodes d'évaluation adoptées par les créanciers et de leur volonté.
- Le choix par le dirigeant d'une structure financière pour son entreprise est impacté par les caractéristiques financières de celle-ci. La composition des ressources de financement de l'entreprise ne dépend pas de la seule volonté de son propriétaire-dirigeant. Elle est également fonction de la forme de l'entreprise, du type de son activité, de la nature des actifs qu'elle détient et des autres particularités qui la caractérisent.

Au total, il s'avère que selon cette approche, la structure financière est le résultat d'un choix qui dépend de variables liées aux objectifs et aux caractéristiques propres au propriétaire-dirigeant, aux particularités financières de l'entreprise et à la nature de son environnement financier.

3.2. La théorie du cycle de vie

Les tenants de la théorie du cycle de vie dont le développement est attribué à Berger et Udell (1998), suggèrent que l'entreprise de petite taille est une grande entreprise en devenir. Ils soutiennent l'idée selon laquelle toute entreprise passe par plusieurs stades de développement. Il existerait, ainsi, un cycle de croissance par lequel passeraient les petites entreprises pour devenir grandes. Par conséquent, leurs choix et leurs stratégies, notamment en matière de financement, vont différer selon la phase de croissance dans laquelle elles se trouvent. Les

théories qui permettent d'appréhender ses choix doivent donc s'adapter au degré de maturité de l'entreprise. Ang (1991, cité par St-Pierre, 2018) soutient que l'entreprise « *doit passer par plusieurs stades de développement avant de devenir grande. En conséquence, il ne peut y avoir une théorie unique pour expliquer les structures financières des petites entreprises. Une hypothèse plus plausible est qu'il y a autant de théories qu'il y a de stades de développement* ». Le cycle de vie de l'entreprise jouerait, selon ces auteurs, un rôle significatif dans la détermination de ses besoins de financement. Ceux-ci évoluent en fonction du rythme de développement de l'entreprise, ses opportunités de croissance et sa capacité à dégager des flux de trésorerie et induisent une structure de financement qui diffère selon le stade de développement. St-Pierre (2018) résume le modèle du cycle financier de Berger et Udell (1998) en distinguant trois phases :

- La phase de création et de démarrage de l'activité qui correspond au premier stade du cycle de vie. Dans cette phase les besoins de financement de l'entreprise sont limités, la crédibilité dont elle jouit auprès des bailleurs de fonds est faible et la volonté d'autonomie de son propriétaire-dirigeant est forte. Le financement provient essentiellement des économies de l'entrepreneur et des ressources mises à sa disposition par sa famille et ses proches.
- La phase de survie et de maintien où les besoins de financement de l'entreprise sont couverts essentiellement par les crédits bancaires et le crédit commercial. Au cours de cette phase une augmentation du niveau d'endettement de l'entreprise peut être observée dans le cas où son activité se développe à un rythme modéré.
- La phase d'expansion et de croissance où les besoins de liquidité sont importants. A ce stade, l'entreprise recourt le plus souvent au financement bancaire à long terme, voire à l'ouverture de son capital. « *À ce stade, l'entrepreneur qui privilégie d'abord le contrôle de son entreprise et son indépendance pourra freiner le développement si celui-ci n'est possible qu'au prix de la venue d'autres actionnaires* ».

Toutefois, s'il est admis que les besoins de financement des entreprises diffèrent selon le niveau de leur développement, les choix de financement ne sont pas uniformes et les structures financières peuvent différer entre des entreprises qui se trouvent au même stade de croissance. La théorie du cycle de vie ne peut donc s'appliquer aux entreprises de manière universelle. Les caractéristiques des entreprises, les qualités individuelles de leurs propriétaires-dirigeants et la nature de leur environnement financier peuvent être des facteurs déterminants de leurs choix de financement. Une entreprise au stade de démarrage de son activité peut avoir accès au

financement bancaire si elle dispose d'actifs tangibles dont la valeur constitue une garantie pour le banquier ou si la fortune familiale de son propriétaire-dirigeant est importante (Cassar, 2004 ; Mac an Bhaird et Lucey, 2010).

En effet, les rares travaux qui ont tenté de vérifier empiriquement le modèle du cycle de vie (Coleman, 2008 ; Gregory et al., 2005 ; La Rocca et al., 2011), aboutissent à des résultats qui divergent par rapport à l'enchaînement des financements tel qu'il a été proposé par Berger et Udell (1998). Il a été constaté que, dans certains contextes, les entreprises les plus jeunes recourent davantage à l'endettement comparativement aux entreprises âgées (Coleman, 2008). Au cours de la phase de démarrage le choix porte essentiellement sur le financement bancaire. Ce mode de financement est progressivement délaissé au profit des ressources générées par l'entreprise au fur et à mesure que le niveau de maturité de celle-ci s'améliore et que sa capacité à générer des ressources augmente. Le niveau d'endettement diminuerait donc avec l'âge. Ce constat s'explique par les garanties réelles et personnelles exigées par les bailleurs de fonds pour financer les petites entreprises et qui jouent un rôle déterminant dans leur financement bancaire indépendamment de leur âge et de leur niveau de développement, mais également par le désir d'autonomie des propriétaires-dirigeants qui recourent à l'autofinancement dès que le niveau de maturité de l'entreprise le permet. Dans le même ordre d'idées Gregory et al., (2005) affirment que les petites entreprises les plus jeunes sont les plus disposées à l'endettement à long terme que les plus âgées.

En résumé, le modèle proposé par Berger et Udell (1998) liant la structure financière de l'entreprise à sa taille et à son âge ne peut être utilisé comme un modèle universel pour expliquer et prédire les choix de financement des TPE. En effet, si l'on peut admettre que les besoins de financement de ces entreprises se modifient en fonction de leur rythme de développement et que leur structure financière change en conséquence, le cheminement suivi est loin d'être uniforme.

Par ailleurs, l'adoption de la théorie du cycle de vie dans le contexte des TPE revient à considérer que ces entreprises sont vouées à changer de taille et que la petitesse est un simple stade de vie que toute TPE est amenée à dépasser. Or force est de constater que les TPE, dans leur grande majorité, ne grandiront pas. Elles ne suivront pas le cheminement proposé par le modèle du cycle de vie et ne passeront pas par les phases de démarrage, de maintien et d'expansion qu'il préconise. La majorité des TPE resteront petites. La petite taille s'adapte parfaitement à l'exercice des activités émergentes (Marchesnay, 2004) et présente de nombreux

avantages dont la flexibilité et la réactivité qui favorisent la persistance voire la montée en légitimité des TPE.

Conclusion

La question du comportement de financement des entreprises a fait l'objet d'importants développements théoriques qui ont donné lieu à une littérature riche et abondante. La théorie financière moderne a été élaborée à travers une controverse autour de la problématique de la structure financière, les choix y afférents et son impact sur la valeur de la firme. Les référentiels théoriques construits autour de cette problématique ont été conçus dans le contexte des grandes entreprises et de marchés financiers développés. Les corpus théoriques ainsi construits ne réservent aucune place aux entreprises de petite taille. Cependant certaines questions évoquées par la théorie financière moderne, telles que celles relatives à l'asymétrie informationnelle et aux problèmes d'agence se posent avec plus d'acuité dans les très petites entreprises. Partant de ce fait, des travaux de recherche mobilisent les approches de la théorie financière moderne pour appréhender le comportement de financement des TPE, notamment celles issues de la 'théorie du compromis' et de la *peking order theory*.

Cette revue de littérature a montré que certaines questions soulevées par le choix de financement des TPE peuvent être approchées à travers le prisme des théories financières classiques. Elle a également mis en relief les spécificités financières et organisationnelles des TPE qui limitent la portée du pouvoir explicatif des approches issues de la '*corporate finance*' et imposent le recours à d'autres corpus théoriques. Elle a également discuté les apports des théories dites alternatives notamment celui de la théorie du choix managérial qui suggère que les choix de financement de la TPE sont fonction de variables liées aux caractéristiques propres du propriétaires-dirigeants et à ses objectifs personnels, vu l'omniprésence de celui-ci et son rôle déterminant dans le management et les choix stratégiques de l'entreprise.

Il convient, toutefois, de souligner les limites de notre approche. La principale d'entre elles est liée au choix des corpus théoriques alternatifs mobilisés par les travaux de recherche pour combler le gap en matière de comportement de financement des très petites entreprises. Notre revue de littérature s'est, en effet, limitée à la discussion des apports de la théorie du choix managérial et la théorie du cycle de vie. Or, d'autres corpus théoriques peuvent constituer des cadres particulièrement riches pour appréhender le comportement de financement des TPE en tenant compte de leurs particularités financières et managériales. Il s'agit notamment de la théorie du rationnement du crédit initiée par Stiglitz et Weiss (1981), de la théorie du capital social et de l'approche proxémique conceptualisée par Torres (2002, 2011) à partir des travaux

sur la psychologie de l'espace dus à Moles et Rohmer (1978). Une revue de littérature théorique et empirique élargie pourrait compléter notre approche.

Bibliographie

Adair, P., & Adaskou, M. (2011). Théories financières et endettement des PME en France : une analyse en panel. *Revue internationale PME Économie et gestion de la petite et moyenne entreprise*, 24(3-4), 137-171.

Adair, P., & Adaskou, M. (2014). Théorie du compromis versus théorie du financement hiérarchique : une analyse sur un panel de PME non cotées. *12eme Congrès International Francophone en Entrepreneuriat et PME*.

Aktas, N., Bellettre, I., & Cousin, J. G. (2011). Capital structure decisions of French very small businesses. *Finance*, 32(1), 43-73.

Bartholdy, J., & Mateus, C. (2005, February). Debt and taxes : Evidence from bank-financed small and medium-sized firms. In *EFA 2005 Moscow Meetings Paper* (<http://ssrn.com/abstract=672104>).

Barton, S.L. et C.H. Matthews (1989), « Small firm financing : implications from a strategic management perspective », *Journal of Small business Management*, vol. 27, n° 1, p. 1-7.

Bellettre I. (2010), « Les choix de financement des très petites entreprises », Thèse de Doctorat en sciences de gestion, Université Lille 2.

Berger, A. N., & Udell, G. F. (1998). The economics of small business finance : The roles of private equity and debt markets in the financial growth cycle. *Journal of banking & finance*, 22(6-8), 613-673.

Cassar, G. (2004). The financing of business start-ups. *Journal of business venturing*, 19(2), 261-283.

Crutzen, N., & Van Caillie, D. (2009). Vers une taxonomie des profils d'entrée dans un processus de défaillance : un focus sur les micro-et petites entreprises en difficulté. *Revue internationale PME Économie et gestion de la petite et moyenne entreprise*, 22(1), 103-128.

Coleman, S. (2008). The Determinants of Capital Structure in Small Firms : New Evidence from the 2003 Survey of Small Business Finance. In *ICSB World Conference Proceedings* (p. 1). International Council for Small Business (ICSB).

Colot, O., & Croquet, M. (2007). La contribution de variables propres aux PME et à leurs dirigeants dans l'explication de la structure financière des PME. *La revue des sciences de gestion*, (6), 61-72.

Daskalakis, N., & Psillaki, M. (2008). Do country or firm factors explain capital structure ?

- Evidence from SMEs in France and Greece. *Applied financial economics*, 18(2), 87-97.
- DeAngelo, H., & Masulis, R. W. (1980). Optimal capital structure under corporate and personal taxation. *Journal of financial economics*, 8(1), 3-29.
- Demoly, E., & Thirion, B. (2001). Les cinq premières années des nouvelles entreprises.
- Denis, D. J. (2004). Entrepreneurial finance : an overview of the issues and evidence. *Journal of corporate finance*, 10(2), 301-326.
- Dufour, D., Séverin, E., & Juhel, J. C. (2014). *La structure de financement des TPE : un état des lieux sur le marché français* (No. hal-01527955).
- Fathi, E. T., & Gailly, B. (2003). La structure financière des PME de la haute technologie. Actes du XII Congrès AIMS.
- Fonrouge C. (2002), « L'entrepreneur et son entreprise : une relation dialogique », *Revue française de gestion*, vol. 28, n° 138, p. 145-158.
- Ghiffi N. Mounir M. et Nekka H., (2018), « L'échec entrepreneurial : le cas des pharmacies d'officine émergentes au Maroc », *Revue Internationale des Sciences de l'organisation (RISO)*, N°4.
- Gregory, B. T., Rutherford, M. W., Oswald, S., & Gardiner, L. (2005). An empirical investigation of the growth cycle theory of small firm financing. *Journal of small business management*, 43(4), 382-392.
- Jaouen A. (2010), « Typologie des dirigeants de TPE ». *Journal of Small Business and Entrepreneurship*, 23(1) : 133-152.
- Jensen, M. C., & Meckling, W. H. (1976). Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of financial economics*, 3(4), 305-360.
- La Rocca, M., La Rocca, T., & Cariola, A. (2011). Capital structure decisions during a firm's life cycle. *Small Business Economics*, 37(1), 107-130.
- Mac an Bhaird, C., & Lucey, B. (2010). Determinants of capital structure in Irish SMEs. *Small business economics*, 35(3), 357-375.
- Malécot, J. F. (1985). Structure du capital et hypothèse de compensation : un point de vue critique.
- Marchesnay, M. (2004). Hypermodernité, hypofirme et singularité. *Management Avenir*, (2), 7-26.
- Miller, M. H. (1977). Debt and taxes. *The Journal of Finance*, 32(2), 261-275.
- Modigliani, F., & Miller, M. H. (1958). The cost of capital, corporation finance and the theory of investment. *The American economic review*, 48(3), 261-297.

- Modigliani, F., & Miller, M. H. (1963). Corporate income taxes and the cost of capital : a correction. *The American economic review*, 53(3), 433-443.
- Mounir, M., & Ghiffi, N. (2017). L'impact de la Proximité Relationnelle sur le Financement Bancaire des TPE : une Etude Exploratoire.
- Myers S.C. (1984), "The capital structure puzzle", *The Journal of Finance*, vol. 39, n° 3, p. 575-592.
- Myers, S. C., & Majluf, N. S. (1984). Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have. *Journal of financial economics*, 13(2), 187-221.
- Norton, E. (1991). Capital structure and small growth firms. *The Journal of Entrepreneurial Finance*, 1(2), 161-177.
- Paranque, B. & Cieply, S., (1997). Comportement d'endettement et risques : apports et limites d'une approche en termes de taille (Debt Patterns and Risks : Advantages and Limitations of an Approach Based on Company Size). *Banque de France Bulletin*, (37).
- Pettit, R. R., & Singer, R. F. (1985). Small business finance : a research agenda. *Financial management*, 47-60.
- Pigé, B. (2002). La gouvernance d'entreprise dans les PME : l'adaptation du profil du dirigeant aux besoins de l'entreprise. *Revue internationale PME Économie et gestion de la petite et moyenne entreprise*, 15(2), 119-142.
- Ross, S. A. (1973). The economic theory of agency: The principal's problem. *The American economic review*, 63(2), 134-139.
- Smida, A., & Khelil, N. (2010). Repenser l'échec entrepreneurial des petites entreprises émergentes : proposition d'une typologie s'appuyant sur une approche intégrative. *Revue internationale PME Économie et gestion de la petite et moyenne entreprise*, 23(2), 65-106.
- Sorelle, E. J., Mamoudou, H., & Robert, W. (2020). Analyse théorique de l'influence du financement sur la pérennité des très petites entreprises. *Global Journal of Management And Business Research*.
- St-Pierre, J. (2018). Gestion financière des PME : théories et pratiques. 2^{ème} édition. Presses de l'université du Québec, Québec.
- Stiglitz, J. E., & Weiss, A. (1981). Credit rationing in markets with imperfect information. *The American economic review*, 71(3), 393-410.
- Torrès O., (2002), « Essai de conceptualisation proxémique de la petitesse des entreprises », 6ème congrès international francophone PME (CIFPME), HEC Montréal, p. 18.
- Torrès O., (2011) ; « Proxémies financières de la PME : Les effets collatéraux de la financiarisation des banques », Lavoisier | *Revue française de gestion* 2011/4 - n° 213, pp. 189-204.