



## La source de financement des investissements de la PME: Une étude empirique sur données sénégalaises

Mahmoudou Bocar Sall\*

---

**Résumé:** La théorie financière moderne de l'entreprise suggère l'existence d'une hiérarchie de financement de l'investissement à cause de coûts de faillite, de coûts d'agence, ou de relations entre l'entreprise et ses créanciers. Dans cette étude, nous tentons de vérifier l'existence d'une hiérarchie de financement au niveau des investissements des petites et moyennes entreprises sénégalaises au moyen de données agrégées et individuelles sur la période 1992-1999. Les résultats de l'analyse descriptive de l'échantillon montrent que l'autofinancement n'est pas utilisé en préférence. Le recours à l'endettement est aussi important que celui de l'autofinancement dans le financement des investissements de la PME sénégalaise. Le recours à une augmentation de capital est quasi-nul. On peut noter, par ailleurs que, plus la PME est de grande taille, plus la moyenne des financements par endettement est élevée. Nous présentons également les caractéristiques des sources de financement des entreprises étudiées, qui confirment l'existence d'une structure de financement particulière des Petites et Moyennes Entreprises.

**Abstract:** Modern theory in business suggests the existence of a hierarchy in financing investment, because of the failure of costs, of agency costs or relationships between firms and creditors. The purpose of this study is an attempt to point out the existence of a hierarchy in financing small and medium size companies in Senegal. We base an approach on individual data from 1992 to 1999. The results of this descriptive analysis of the sample show that auto-financing is not the preferential approach adopted. Senegalese small and medium size companies do, in many cases, invest on the basis of auto-financing or of debts at the same level importance. The bigger the company, the higher the importance of the rate. We present characteristics on the financing companies as well; they indicate the existence of a structure for the specific financing of the small and medium size companies.

---

\* Maître-Assistant: FASEG, Université Cheikh Anta Diop, Dakar, Senegal.

## Introduction

Le financement des Petites et Moyennes Entreprises (PME) a toujours constitué une préoccupation majeure pour les différents responsables d'entreprises et autorités politiques dans nos économies modernes. Il est d'ailleurs fréquent qu'il fasse l'objet d'un volet spécifique dans les politiques économiques des pays développés comme des pays en développement. Pour les PME, l'étude des sources de financement des investissements prend une dimension encore plus importante dans la mesure où elles constituent des obstacles à leur développement ou à leur survie (Churchill et Lewis 1983). Malgré l'inadaptation des dispositifs financiers traditionnels pour couvrir les besoins spécifiques des PME (Maron 1982), peu de choses sont connues sur les moyens mis en œuvre par celles-ci pour financer leurs activités.

Cet article tente de mettre en évidence la structure de financement des investissements dans les PME. Il s'agit en fait, de dégager les moyens de financement utilisés par la PME pour financer leurs investissements, ainsi que leur importance. L'objet est, en effet, d'établir un lien entre deux problématiques liées à l'analyse du financement des Petites et Moyennes Entreprises (PME): l'analyse du lien sources de financement-investissements d'une part; et les conséquences de l'environnement spécifique de la PME sur l'accès aux financements externes par les PME, d'autre part.

Ainsi, deux interrogations principales guident cette étude:

- peut-on dégager une tendance dans la hiérarchie des sources de financement des investissements dans les PME sénégalaises?
- peut-on en déduire des éléments caractérisant de façon spécifique les PME sénégalaises?

La première porte sur la mise en évidence de l'inadéquation constamment évoquée entre l'évolution des systèmes financiers et la dynamique de développement des PME. Les PME évoluent, en effet, dans un environnement de plus en plus instable, appelant par là même des modalités de financement plus souples afin de pouvoir faire face à un univers incertain. Or, et d'une manière assez paradoxale, les mutations financières n'ont pas facilité l'accès des PME aux financements externes. Il s'agit, en effet, d'un paradoxe dans la mesure où on aurait pu penser que les réformes opérées dans les systèmes financiers de

l'UEMOA (Union Économique Monétaire Ouest Africaine), depuis 1994 – qui se traduisent par une volonté de libéralisation, et donc par une aptitude plus importante du système bancaire à traiter, séparer et diversifier les risques – se seraient traduites par un financement accru des PME. Les PME sont particulièrement mal placées pour faire face aux exigences des systèmes financiers classiques. La réponse à la deuxième interrogation nous amènera ainsi à caractériser les PME sénégalaises en matière de financement.

La question de l'efficacité des petites entreprises, leur faculté à créer des emplois tout en utilisant efficacement leurs ressources en capital, a été souvent discutée (OCDE, 1990). Si la question ne peut être tranchée sans équivoque, tant les résultats sont mitigés, en revanche, il semble admis que le financement des PME n'obéit pas aux mécanismes classiques de la finance moderne, ce qui permet à Colot et Michel (1996) de prôner une théorie financière adaptée aux PME.

De nombreuses théories récentes tendent, en effet, à expliquer les différences constatées au niveau des structures financières des entreprises. Généralement, on suppose que le coût de financement par émissions d'actions est le plus élevé, vient ensuite le financement par endettement et finalement l'autofinancement qui serait à faible coût pour l'entreprise. Il ressort, cependant des études empiriques, que le financement à long terme des PME est souvent délaissé par la communauté financière, parce que jugé trop risqué pour des raisons d'information, de rentabilité et de liquidité.

Notre réflexion va donc s'orienter vers la recherche d'une structure de financement – plus ou moins alternative au marché - permettant aux PME de financer leurs investissements. Les enjeux sont d'importance au Sénégal, si l'on tient compte du rôle de ces entreprises dans la dynamique économique, et des échecs connus en matière d'investissement dans les grands projets de développement.

Dans un premier temps, nous exposerons le cadre économique et financier dans lequel évolue la PME, avant d'aborder les différentes approches du financement des investissements (études théoriques et empiriques) et d'analyser les résultats du traitement des données collectées sur des PME sénégalaises.

## **La place de la PME dans l'économie sénégalaise**

L'insertion des PME dans les circuits de l'activité économique s'est heurtée, dès les premières années de l'indépendance, à des obstacles d'ordre structurel et historique qui puisent leurs origines dans:

- l'implantation des grandes entreprises étrangères, et
- l'action d'investissement de l'État.

En raison du poids grandissant qu'il a progressivement occupé dans l'économie sénégalaise, le secteur public et para-public a été un grand dévoreur de crédit, pénalisant les quelques PME, qui rencontraient des difficultés à accéder au crédit bancaire. La Banque mondiale estimait en 1986, que le secteur public absorbait 36,11 pour cent du total des crédits alloués à l'économie sénégalaise.

Le mouvement de désengagement de l'État a favorisé l'avènement des PME par la mise en œuvre d'une NPA (Nouvelle Politique Agricole) et d'une NPI (Nouvelle Politique Industrielle), à partir de 1986. Un mouvement de promotion de la PME qui vise essentiellement à favoriser l'éclosion d'un tissu industriel dense, intégré et compétitif capable de réagir aux fluctuations de la conjoncture internationale. Il s'agissait donc de créer un potentiel national de production et, d'accroître l'efficacité des investissements, en mobilisant un secteur privé innovateur apte à risquer et à compétir, l'État étant soumis à un programme d'ajustement structurel depuis 1981.

La SONEPI (Société Nationale d'Études et de Promotion Industrielle) créée en 1968, par les pouvoirs publics dans le but d'encourager, notamment, la création et le développement de la PMI, utilisait les critères suivants pour définir la PME-PMI:

- Investissements bruts: 5 à 250 millions Fcfa, dont 5 à 25 millions pour la petite;
- Nombre d'emplois: 5 à 300 emplois, dont 5 à 50 pour la petite;
- Chiffre d'affaires: 5 à 500 millions Fcfa, dont 5 à 50 millions pour la petite.

La BCEAO (Banque Centrale des États de l'Afrique de l'Ouest) considère, de son côté, comme PME-PMI toute entreprise dont l'encours de crédits est inférieur à 30 millions de francs CFA.

Une première enquête de la SONEPI (1974) avait permis de recenser 200 PMI sénégalaises, soit 72 pour cent du total des entreprises industrielles implantées dans le pays. Elles employaient 7900 personnes, soit 30 pour cent de l'effectif des travailleurs du secteur industriel, et réalisaient un chiffre d'affaires de 22,30 milliards de Fcfa avec une valeur ajoutée de 8,5 milliards de FCFA, soit par rapport à l'ensemble du secteur secondaire:

- 12 pour cent du chiffre d'affaires total des industries,
- 12,20 pour cent de la valeur ajoutée,
- 8 pour cent du chiffre total des investissements industriels.

Une deuxième enquête réalisée par la SONEPI avait dénombré en 1984, 479 PMI dans la région de Dakar. Le nombre de PMI avait alors augmenté de 170 pour cent entre 1974 et 1984 (les PMI de la région de Dakar étaient au nombre de 175 lors de l'enquête de 1974). De fait, la région de Dakar constitue le pôle d'attraction des PME-PMI parce qu'elle leur permet une économie des coûts, autrement plus élevés si elles sont implantées dans les autres régions du Sénégal (économie sur les coûts de transaction, de transport, de recherche d'information et de recherche de partenaires, etc.). De plus, le réseau bancaire est nettement plus développé à Dakar et facilite d'autant le niveau des transactions.

Dans le souci de promouvoir et de maintenir le développement des PME au Sénégal, les autorités politiques et monétaires avaient mis en place un réseau de banques chargées de répondre aux besoins de financement de ces entreprises. Il s'agit de la Société Financière Sénégalaise pour le Développement de l'Industrie et du Tourisme (SOFISEDIT), la Société Nationale d'Assurance et de Garantie (SONAGA) et la Caisse Nationale de Crédit Agricole du Sénégal (CNCAS).

Malgré ces réalisations, les PME n'ont pas bénéficié des financements bancaires à long terme pour un certain nombre de raisons, parmi lesquelles:

- inadaptation de la PME aux mécanismes financiers modernes;
- niveau de garantie trop faible, voire inexistant, de la PME;
- procédures administratives complexes et longues,
- insuffisance de capitaux propres.

À ces contraintes, il faut ajouter la faillite de structures bancaires (SOFISEDIT et SONAGA) à cause de graves problèmes de gestion. À partir de 1994, avec la dévaluation du franc Cfa, le contexte dans lequel évoluent les entreprises sénégalaises en général et les PME en particulier va considérablement changer. Sur le plan interne, le changement de parité a modifié de façon significative les données de l'activité économique et a affecté les décisions des opérateurs économiques. Sur le plan externe, les données nouvelles ont trait à l'accélération de la mondialisation et de la globalisation avec notamment la signature des accords de Marrakech et, au niveau sous-régional, l'intégration économique dans le cadre de l'UEMOA.

Les réformes mises en œuvre au lendemain de la dévaluation du franc Cfa, par rapport au franc français, ont contribué essentiellement à mettre en place un réseau bancaire nouveau. Le dispositif institutionnel issu de la restructuration bancaire a innové sur un certain nombre de points, parmi lesquels sont la libéralisation des taux d'intérêts appliqués par les banques secondaires; et la prise en charge intégrale des risques par les banques commerciales.

Cette restructuration du système bancaire doit conduire les États à se désengager davantage du financement des entreprises; et, les structures bancaires à plus d'initiatives et de liberté dans leurs actions de financement. Elle explique aussi l'apparition de nouvelles sources de financement pour les entreprises sénégalaises. On constate, en effet, l'existence d'institutions spécialisées: crédit-bail, capital risque; de lignes de crédits: fonds déposés par l'État et ses partenaires dans les banques commerciales, donc gérés selon des critères spécifiques; de structures de financement décentralisées: qui sont des entités propres au secteur informel à l'origine (collecte d'épargne et organisation des crédits, c'est-à-dire une nouvelle forme d'intermédiation financière).

La restructuration bancaire contribue aussi à expliquer la nouvelle structuration des crédits à l'économie. Le montant de ces crédits à

l'économie s'élevait en décembre 1993 à 425,8 milliards de francs Cfa et 411 milliards à la même date en 1997. Sur cette période l'encours de crédit se montait en moyenne à 482,20 milliards de Fcfa. Il est, cependant, important de relever dans ces chiffres une information capitale: la faiblesse des crédits à moyen et long terme, qui sont de 43,9 milliards de Fcfa en 1998. Environ 50 pour cent de ce financement à moyen et long terme est destinée à l'investissement.

Selon les statistiques de la BCEAO (2000), 7 pour cent des PME ont accès à un crédit bancaire pour un montant global de 28,5 milliards de Fcfa: ce qui représente 6,65 pour cent des crédits destinés aux entreprises en 1999; et, les financements à court terme constituant 80 pour cent de cette enveloppe de crédit. C'est pour pallier à cette insuffisance de financement à long terme, que les autorités ont essayé de trouver des solutions originales telles que le Fonds de Promotion Économique (FPE).

D'un montant de 39 milliards de Fcfa, le FPE est un prêt contracté par l'État pour aider la petite et moyenne entreprise. D'autres structures de financement ont été mises en place, pour renforcer les moyens financiers des PME, comme le PAME (Projet d'Appui à la Micro-entreprise) financé par la Caisse Française de Développement pour un montant de 1,8 milliards de Fcfa.

Ces différentes lignes de crédits n'ont peut-être pas réglé tous les problèmes de financement des PME, mais ont contribué, certainement à améliorer l'activité économique. En 2001, l'échantillon de base du CUCI (Centre Unique de Collecte de l'Information) comptait 713 PME-PMI sur un total de 1021 entreprises de toute dimension, soit 69,83 pour cent. La part relative de la richesse créée (valeur ajoutée) de ces PME-PMI était de 21,3 pour cent et le nombre d'emplois à 47,63 pour cent de l'ensemble des entreprises enregistrées au CUCI en 2001. Les financements à long terme destinés aux PME-PMI sont restés quasi-inexistants: 3,39 pour cent des financements à long terme des entreprises constituant le répertoire du CUCI.

### **Différentes approches du financement des investissements**

En matière de financement d'investissements, on peut distinguer le financement direct et le financement indirect. Le premier comporte l'autofinancement et/ou l'augmentation de capital, le second comporte l'emprunt et/ou le crédit-bail. De nombreuses recherches ont porté

sur une combinaison optimale des financements directs et indirects; et sur les facteurs qui déterminent l'utilisation de telle ou telle source de financement dans l'entreprise. La théorie de la hiérarchie de financement (Pecking Order Theory) de Myers et Majluf (1984) suggère une diminution de la part relative de l'endettement au profit des fonds propres, alimentés par l'autofinancement de l'entreprise dans le but d'en arriver à un coût de capital minimal.

Dans cette logique, les grands paradigmes de la finance moderne semblent buter sur les réalités de la PME. De nombreux auteurs soulignent, en effet, l'inadaptabilité des théories de la finance moderne, à cette dernière. Les principes de base régissant la gestion de la PME conduisent à l'inadaptation de certains modèles. Le modèle d'évaluation des entreprises de Gordon et Shapiro se révèle incohérent dans le cas des PME, car il est basé sur les dividendes que peu de PME distribuent régulièrement (Dukes, Bowlin et Ma, 1992). Frear et Wetzal (1992) remettent en cause, quand à eux, le principe de diversification inhérent à la gestion de fonds de placement dès qu'il est question de capital risques à destination des PME.

Le modèle d'évaluation des actifs financiers à l'équilibre (MEDAF) élaboré par SHARPE, a fait l'objet de nombreuses études comparatives entre grandes et petites firmes. Il semble, cependant, que dans sa conception première, le MEDAF ne soit pas capable d'intégrer l'effet taille (Jegadeesh, 1992). La théorie de l'agence élaborée par Jensen et Meckling (1976), basée sur l'existence de conflits d'intérêts, s'inspire des développements couvrant les phénomènes de risque et d'asymétrie d'information dont Adam, Michel et Farben (1989) donnent quelques illustrations appliquées aux PME. Si Suret et Gagnon (1990) ont, par la suite, dégagé des résultats intéressants en étudiant la relation coûts d'agence-fiscalité dans les PME, Pagano (1993), après une enquête sur des PME, rejette le bien fondé de la théorie à leur égard. Malgré son fort potentiel explicatif pour traiter la problématique de la PME, la théorie de l'agence semble en définitive non appropriée au contexte de la petite structure à cause principalement de l'absence d'une séparation entre propriétaires et dirigeants de l'entreprise, qui est à la base des coûts d'agence.

En réalité, la théorie financière moderne, basée sur des hypothèses trop éloignées du contexte des PME, ne peut servir utilement de référence. Elle est plutôt propre à la grande entreprise.

Quelques chercheurs se sont attelés, malgré tout, à réfléchir sur des modèles ou paradigmes en vigueur afin de les adapter à une «logique de PME». En partant de la proposition de Modigliani et Miller (1958), plusieurs auteurs se sont penchés sur les déterminants d'investissement et de financement (Klinge, 1992; Berkovitch et Narayaman, 1993; Brophy et Shulman, 1993). Les résultats de ces études permettent de conclure que la théorie de la hiérarchie de financement n'explique pas tous les problèmes de structure financière de la PME, mais permet de donner une base pour l'étude de ces contraintes financières. À cet effet, un modèle d'interaction, entre l'investissement et le financement, élaboré par Hayashi (1985) montre qu'il existe trois régimes de financement. Le premier correspond à un régime d'autofinancement. Le deuxième correspond à un régime d'endettement qui s'ajoute à l'autofinancement. Le troisième régime correspond à un régime qui inclut les deux sources de financement.

Cependant, dans chaque régime, il y a un taux d'endettement optimal pour l'entreprise indiquant qu'elle finance toujours une partie (variable suivant le régime) de l'investissement par l'endettement. L'augmentation de capital est considérée ici comme moyen de financement exceptionnel (de dernier recours). Le montant de l'investissement et son coût sont donnés par l'intersection de la courbe d'offre de financement et la demande d'investissement, fonction décroissante du coût de financement. Suivant les besoins d'investissement, on a des différences dans la structure de financement correspondant à des points différents sur la courbe de financement.

Le modèle donne dans certaines circonstances une courbe de financement discontinue par rapport au coût de financement. Dès lors, l'entreprise doit faire face à une contrainte de financement. Cela devrait être le cas des PME, parce qu'elles ont un accès difficile aux marchés des capitaux et qu'elles ne peuvent généralement pas négocier les conditions de leurs crédits avec les créanciers.

Ce palier de connaissance mène à l'interrogation suivante: qu'est-ce qui fonde la particularité des PME en matière de financement des investissements?

### ***Les difficultés de financement des PME***

Il semblerait que les efforts d'investissements engagés dans la PME ne prennent pas assez en considération les projets à long terme de l'entreprise (Fairfield-Sann 1987). L'évaluation de l'investissement, telle qu'elle est pratiquée dans l'entreprise, renvoie à la perception des performances et aux moyens que se donne l'entreprise. La liaison entre action d'investissement et résultats de l'entreprise, bien qu'indispensable, présente cependant de multiples facettes du point de vue de l'évaluation (Baldwin, 1994). La performance est appréhendée à travers l'évolution perçue des différents indicateurs traitant des influences possibles de l'investissement sur les composantes du système de gestion de l'entreprise.

Le monde très hétérogène des PME invite, cependant, à la prudence. Des attitudes et des comportements en matière de financement des investissements doivent pouvoir être identifiés, afin de permettre la mise en évidence des sources de financement.

La description de la politique de financement de la PME passe par le repérage d'indicateurs décrivant les principaux besoins auxquels elle a à faire face. Les ressources utilisées par l'entreprise apparaissent clairement dans ses états comptables et financiers, et permettent d'apprécier l'importance de chacune d'elles dans le fonctionnement de l'entreprise. Ces différentes sources de financement (capitaux propres, capitaux empruntés) caractérisent d'une certaine manière la PME.

Il est généralement admis que la croissance de la PME est gênée par l'insuffisance des fonds propres. Les banques se déclarent limitées dans leur possibilité de prêter par l'insuffisance de garantie patrimoniale offerte par la PME. Il s'y ajoute, comme tout apport extérieur, que l'ouverture du capital risque de compromettre l'autorité du chef d'entreprise. L'augmentation de capital, si elle est souhaitée, vient souvent buter sur les difficultés d'information de la PME.

En effet, compte tenu du peu d'information dont on dispose en général sur la situation des PME (ou encore de son caractère peu fiable), il existe une asymétrie informationnelle entre dirigeants et intervenants extérieurs.

Les coûts à engager pour obtenir cette information de l'extérieur, ou pour se signaler si l'on prend l'optique des dirigeants, ont toutes les chances d'être plus élevés que pour une grande entreprise (toute

proportion gardée, mais considérant l'absence de référence financière fournie par le marché). La difficulté de mesure du risque de l'entreprise (réputé élevé pour la PME) constitue un frein à l'augmentation du capital. Même un actionnariat familial peut être source de dissensions et de turbulences pour l'entreprise (Guy van Loye, 1991). La cohésion est rarement parfaite entre membres d'une même famille (ou d'un groupe d'amis), surtout face à des décisions d'investissements.

### ***L'endettement et la PME***

La principale forme d'endettement accessible aux PME est d'origine bancaire. Leur faible taille ne leur permet pas d'accéder au marché obligataire. La banque (au sens large) constitue en réalité leur interlocuteur privilégié dans ce domaine.

Les caractéristiques d'accès aux différentes formes de crédit font que les PME ont des attitudes différenciées face aux concours bancaires. Les crédits à court terme sont plus facilement accessibles. Les prêts à moyen et long terme sont rares. Ils exigent, en effet, la production de documents prévisionnels et des prises de garanties. De plus, la relative faiblesse des fonds propres fait que les exigences en matière de structure financière et de ratio d'endettement sont difficilement remplies.

Les relations entre banques et PME ont fait l'objet de beaucoup d'études, et elles sont assez bien connues: les banques considèrent cette catégorie de clientèle comme risquée; les PME reprochent aux banques leur formalisme, leur organisation trop hiérarchisée.

Le manque d'informations crédibles fournies par les petites entreprises, le risque important supporté par les créanciers sur ce segment de clientèle et la faible dotation de ces entreprises en actifs pouvant avoir valeur de garantie, semblent en théorie, surexposer les PME aux phénomènes de rationnement sur le marché du crédit. La plupart des études empiriques réalisées sur cette question ont cherché à confirmer cette hypothèse. Les enquêtes d'opinions, réalisées dans ce sens, placent au second rang des préoccupations des dirigeants la disponibilité du crédit (Jasor 1998; Bannock et Morgan 1998).

Les études empiriques ont permis aussi de mettre en relief les financements interentreprises, comme complément au financement bancaire des PME (Dei Ottati 1994). Le financement inter-firmes le plus répandu, particulièrement en France, est le crédit fournisseur qui

constitue le premier moyen de financement mobilisé par les entreprises en création et le second, après le crédit bancaire, pour les très petites et les petites entreprises (Julien 1994).

Le financement inter-firmes peut également consister en des prises de participation dans le capital du partenaire. Le montant des participations croisées entre entreprises (participations au capital, comptes courants associés, obligations convertibles, prêts participatifs à bon de souscription d'actions) a ainsi fortement augmenté, en France, en 20 ans. L'apport de financement peut aussi s'inscrire dans un partenariat de type industriel. L'existence de relations de crédit rend à cet effet plus efficace un accord de coopération industriel (Dei Ottati 1994).

Au Sénégal, la structure et la typologie de financement des PME sont moins connues. Les études existantes les plus complètes notamment, celle de «Sall Consulting» (1998) et celle de l'Unité Politique Économique du Ministère de l'Économie, des Finances et du Plan n'ont pu établir une estimation quantitative de la demande encore moins ses caractéristiques. Il résulte de ces deux études, sur le Sénégal, que plus de 2/3 des PME font appel à des sources de financement autre que la banque avec une préférence marquée pour le crédit interentreprises et le recours à des associés ou à des proches.

L'enquête effectuée par le cabinet «Sall Consulting» met, en même temps, en relief, l'existence d'une sous-capitalisation des PME liée en partie à la faiblesse des capitaux propres, qui constitue un signal négatif en ce qu'elle est interprétée comme un engagement insuffisant des promoteurs dans le projet pour lequel un financement est sollicité. Cette sous-capitalisation explique les difficultés qu'ont les PME à trouver les ressources longues durées nécessaires au financement de leurs investissements. L'étude réalisée par B. Wade et Nd. Diouf (1992) annonçait déjà cet état des faits.

Il ressort ensuite, de ces études, que la PME sénégalaise ne se donne pas les moyens de son développement en ouvrant son capital. La forte personnalisation de la PME constitue un handicap important, même constituée sous forme de SARL ou SA, la répartition du capital reste très privée en ne dépassant pas le cadre de la famille et des relations proches. Cette structuration «privée» de la PME constitue ainsi un obstacle sérieux dans la recherche de capitaux propres suffisants ou de concours bancaires nécessaires à son expansion.

Les financements requis (fonds propres, dettes), outre l'apport de ressources qu'ils permettent, sont aussi des instruments d'action et de réaction par rapport à l'environnement, à la disposition des dirigeants de la PME. Or, force est de constater que la recherche sur le financement des PME est fondée «sur un projet nécessairement flou et instable et dont les frontières sont nécessairement contingentes» (Torres 1997).

Ce qui contribue à modifier certaines orientations de la théorie financière, voire à retirer une part de l'importance accordée aux approches purement financières du choix de la structure du capital.

## **Méthodologie et Résultats**

### ***La méthodologie appliquée***

La démarche méthodologique empruntée pour ce travail est essentiellement exploratoire. Elle consiste au recensement des différentes sources de financement utilisées par les PME pour couvrir leurs besoins d'investissement, avant de s'interroger sur les facteurs déterminants.

Pour atteindre les objectifs fixés dans cette recherche, une collecte de données comptables et financières a été effectuée auprès de CUCI<sup>1</sup>.

Dans un premier temps, nous avons tiré de la banque de données du CUCI, un échantillon de 523 entreprises répondant à la définition des PME proposée par la SONEPI.

La seconde vague de sélection a retenu les PME suivantes:

- celles ayant accompli leurs obligations de dépôt des documents de synthèse (bilans, comptes de résultat, tableaux financiers des ressources et des emplois) sur la période de 1992 à 1999. La constance de la PME sur cette période est la première condition;
- celles dont les réalisations en investissements sont strictement supérieures à zéro.

Sur la base de ces critères de sélection, nous avons constitué un échantillon final de 149 entreprises.

Notre approche des réalités des PME à partir des données comptables et financières n'est cependant pas sans difficultés. Elle se

---

<sup>1</sup>CUCI: Le Centre Unique de Collecte de l'Information, qui joue le rôle de centrale des bilans au Sénégal, est un service de la Direction de la Statistique du Ministère de l'Économie et des Finances. Il collecte les états comptables et financiers de toutes les entreprises établies au Sénégal.

heurte au problème de l'opérationnalisation des différents concepts, à cause de leurs pratiques comptables. Il s'agit en effet de traduire les variables retenues sous forme d'indicateurs et de s'assurer que chacune des mesures utilisées rend fidèlement compte de la réalité.

Les pratiques comptables ont, du reste, été caractérisées par leur délicatesse (Chappellier et Montgolfier 1995) au regard des disparités qui peuvent exister dans les données. Le choix des données soulève toujours de nombreux problèmes, et l'utilisateur est souvent contraint d'effectuer un arbitrage entre les avantages et inconvénients des différentes bases de données ou sources d'information existantes.

- Les données agrégées présentent certains avantages lorsque l'étude porte sur le comportement de stockage. Ces données permettent de disposer d'informations périodiques. Cette périodicité doit être plus proche des délais de rotation (ou de renouvellement) des investissements (horizon des plans d'investissement - financement des entreprises).
- En revanche, les données individuelles d'entreprises permettent d'obtenir des résultats plus pertinents concernant l'influence des imperfections financières (Calomiris, Orphanides et Sharpe 1994). Elles nous renseignent sur les caractéristiques individuelles et temporelles d'un grand nombre d'entreprises. Elles donnent ainsi accès à l'information transmise par l'entreprise, qu'elle soit financière ou générale. Elles nous permettent également de mettre en évidence, de manière robuste, l'influence des conditions financières sur les comportements de stockage (d'investissements), sans avoir besoin d'un nombre important de périodes.

Les données agrégées, sur 5 ou 8 ans, nous permettent de mettre en relief les sources de financement utilisées pour couvrir les investissements. En revanche, les données individuelles, (périodicité annuelle, trimestrielle voire mensuelle), peuvent paraître plus adaptées à l'étude des comportements d'investissements. Les banquiers, les fournisseurs et les autres apporteurs de capitaux prennent leurs décisions, le plus souvent, à partir d'informations comptables permettant d'apprécier la rentabilité et la solvabilité d'une affaire.

Pour ces raisons, nous combinons les deux techniques d'analyse des données: l'analyse des données agrégées pour mettre en relief les ressources financières utilisées, ainsi que leur caractérisation et celle des données individuelles pour approfondir l'étude du comportement des PME en matière de financement des investissements.

Afin de pouvoir effectuer une liaison entre action d'investissement et sources de financement à partir des données comptables et financières de l'entreprise, l'utilisation des résultats de A. Chevallier et J. Gupta (1983) semble pertinente. Ils ont montré l'existence de quatre classes d'entreprises auxquelles se réfèrent le plus souvent les analystes comptables et financiers, avec leurs caractéristiques:

- des sociétés saines à long terme qui connaissent une bonne rentabilité traduite par des ratios élevés de CAF/Capitaux propres, EBE/CAH.T<sup>2</sup> et fortement endettées;
- des sociétés saines à moyen terme, caractérisées par une stabilité et une amélioration des indicateurs;
- des sociétés saines en voie d'anémie, qui connaissent une dégradation des indicateurs, notamment la capacité d'autofinancement et la capacité d'endettement;
- des sociétés en difficulté, avec un avenir sombre. Leur CAF est proche de zéro et leur capacité d'endettement nulle.

L'adoption de cette typologie pour notre étude nous renvoie à un schéma articulé autour de deux indicateurs: la capacité d'autofinancement (CAF) et la capacité d'endettement. Le choix d'une échelle de mesure implique ainsi trois niveaux:

- les PME à faible capacité de financement: CAF faible et capacité d'endettement faible voire nulle;
- les PME à capacité de financement moyenne; CAF moyenne et capacité d'endettement moyenne;
- les PME à forte capacité de financement: CAF élevée et niveau d'endettement élevé.

La description et la caractérisation des entreprises de notre échantillon de PME se feront, donc, à partir de ces trois classes.

---

<sup>2</sup> CAF: Capacité d'Autofinancement - EBE: Excédent Brut d'Exploitation - CAH.T: Chiffre d'Affaires Hors Taxe.

Dans cette démarche exploratoire, nous avons considéré les outils d'opérationnalisation des sources de financement des investissements dans la PME. D'une manière très classique, les choix de financement des investissements sont appréciés, d'une part grâce aux ratios de couverture des besoins d'investissement par les ressources de l'entreprise; et d'autre part, par les déterminants de ces choix, donc déterminer les liens de causalités entre certaines variables.

Il existerait, certainement, un panier de déterminants à l'intérieur duquel s'exercerait une certaine hiérarchie, qui s'imprimerait dans la logique des comportements financiers (Navo 1989). C'est cette hiérarchie des comportements que nous chercherons à mettre en relief et à caractériser.

La théorie affirme que les entreprises ont un ordre de préférence concernant les différents moyens de financement auxquels elles ont recours pour financer leurs projets d'investissement. Les entreprises ont une préférence pour le financement interne (autofinancement par les bénéfices non distribués) par rapport au financement externe. Ce n'est que dans la mesure où elles auront épuisé leurs possibilités d'autofinancement qu'elles auront recours au financement extérieur. En matière de financement extérieur, les entreprises préfèrent les dettes aux émissions d'actions nouvelles auxquelles elles n'auront recours qu'en toute dernière extrémité, lorsque le taux d'endettement ne leur permettra pas d'emprunter davantage.

Au total l'ordre de préférence s'établit ainsi:

- premièrement: financement interne,
- deuxièmement: endettement,
- troisièmement: augmentation de capital.

Précisons enfin, que nous avons effectué une analyse factorielle en composantes principales (ACP), sur l'ensemble des variables tirées des informations comptables et financières. Nous avons ensuite éliminé les variables les moins discriminantes afin d'améliorer la représentation du nuage. Les axes ainsi obtenus ont été interprétés, et ont servi de variables de départ à notre analyse des sources de financement des investissements de la PME.

L'analyse des données individuelles est utilisée pour approfondir la caractérisation des PME en matière de financement des investissements.

Des tests de corrélation sont ainsi effectués pour mesurer l'étroitesse des liens entre variables.

### ***Les résultats de l'étude***

#### **Premiers résultats**

Les résultats de l'analyse descriptive et contingente des sources de financement des investissements de la PME sont successivement présentés. L'objectif est d'élaborer, à partir des données de bilan, une typologie des PME, c'est-à-dire d'isoler parmi l'ensemble des 149 entreprises de l'échantillon, différents groupes dont les caractéristiques de financement des investissements sont relativement identiques entre eux et différentes de celles des autres groupes.

Notons, parmi les sources de financement habituellement utilisées (autofinancement, endettement, augmentation de capital), la part négligeable du financement par augmentation de capital. En effet, sur la période étudiée, (1992 à 1999), seules quelques dix PME ont procédé à une augmentation de capital. Les indicateurs ainsi retenus pour apprécier la couverture des investissements, en matière de financement, ont été construits à partir des variables autofinancement et endettement.

Deux indicateurs sont retenus pour apprécier le niveau de couverture des investissements par les ressources:

- R.F.E.: ratio de financement par endettement, qui est le rapport des dettes à long et moyen terme sur les investissements réalisés;
- R.F.A.: ratio de financement par autofinancement exprimé par le rapport autofinancement sur investissements réalisés. La méthode additive est utilisée pour calculer la capacité d'autofinancement (CAF):

CAF = Résultat net + Dotations aux amortissements et aux provisions – Reprises sur amortissements et provisions.

Pour chacune des variables utilisées dans ces deux ratios, nous avons calculé les flux annuels: variation des dettes à long et moyen terme; autofinancement de l'exercice; investissements réalisés dans l'année.

Ces deux ratios reflètent l'efficacité de la combinaison des sources de financement utilisées pour couvrir les besoins d'investissements. Si nous appliquons la typologie dégagée plus haut pour apprécier le

niveau de financement (faible capacité de financement; moyenne capacité de financement; forte capacité de financement), les PME de notre échantillon se répartissent différemment selon l'indicateur retenu. Les échelles d'appréciation suivantes de ces indicateurs étant appliquées:

- la forte capacité de financement, entreprises de Type 1, regroupant les PME dont le RFE est supérieur ou égal à 0,650 et dont le RFA est supérieur ou égal à 5,250;
- la moyenne capacité de financement, entreprises de Type 2, comprenant les PME dont le RFE est compris entre 0,0057 et 0,640 et le RFA situé entre 1,0821 et 5,249;
- la faible capacité de financement, entreprises de Type 3, étant établie pour les PME ayant un RFE égal à zéro et un RFA inférieur ou égale à un.

Sur cette base, la répartition des PME se présente selon le tableau 1.

**Tableau 1: Répartition des PME selon la capacité de financement**

Niveau de financement	RFE		RFA	
	En nombre	En %	En nombre	En %
· Forte capacité de financement	47	31,50	26	17,50
· Moyenne capacité de financement	23	15,50	47	31,50
· Faible capacité de financement	79	53,00	76	51,00
<b>Totaux</b>	<b>149</b>	<b>100,00</b>	<b>149</b>	<b>100,00</b>

De façon très significative, l'on considère que 31,50 pour cent des PME (47 PME) de notre échantillon empruntent à long et moyen terme pour financer leurs investissements; alors que 17,50 pour cent de l'échantillon a recours à l'autofinancement. Ces proportions s'inversent lorsqu'on considère les entreprises de type 2 (PME à moyenne capacité de financement).

Si l'on regroupe les entreprises du type 1 et du type 2, l'on constate que près de 47 pour cent des PME de l'échantillon ont recours à

l'endettement et à l'autofinancement; et plus de 50 pour cent d'entre elles utilisent très faiblement, voire pas du tout ces sources de financement.

Pour vérifier la théorie de la hiérarchie de financement, il est intéressant d'examiner l'importance de financement interne, (autofinancement) et celle du financement externe (endettement). Sans être en mesure de dire qu'il s'agit des mêmes entreprises, l'on constate que: la majorité des entreprises du type 1 utilisent l'endettement à long et moyen terme, alors que, la majorité des entreprises du type 2 utilisent l'autofinancement.

L'on constate, ainsi que l'autofinancement ne semble pas être, de façon très nette, la première source de financement des PME de notre échantillon.

Une analyse plus approfondie, nous permettra de mettre en évidence le comportement des PME de notre échantillon et de conclure par rapport aux théories explicatives.

À ce stade de notre travail, il est utile de noter que la part de l'endettement bancaire des entreprises de l'échantillon s'élève à 27 pour cent environ de l'ensemble des dettes. Par ailleurs, la part des concours bancaires courants (CBC) dans l'endettement bancaire atteint en moyenne 70 pour cent.

Afin d'amorcer la discussion (point suivant), nous présentons les coefficients de corrélation entre d'une part les ratios d'endettement et d'autre part le taux de croissance du chiffre d'affaires, la couverture du Besoin en Fonds de Roulement (BFR) par le chiffre d'affaires, la trésorerie-active dans le Total du bilan (T.AcT) considérée comme indicateur de richesse, et le taux d'endettement (TEND et TCBC).

Comme le montre le tableau ci-dessous, la part de l'endettement bancaire et celle des CBC semblent liées au régime de croissance, à la rentabilité économique, au poids du BFR et à la richesse. Les coefficients de corrélation présentés sont, dans l'ensemble, assez faibles. Les tests des coefficients de corrélation, réalisés au seuil de 5 pour cent, ne donnent que peu de résultats significatifs. Ils ne nous permettent donc pas d'établir des relations fortes entre les variables. Ils nous autorisent toutefois à jeter les premiers repères dans l'analyse des relations entre les banques et les entreprises.

**Tableau 2: Corrélations Endettement-Indicateurs de performances**

	End. Banc/End. Total			CBCB/End.banc.		
	Coefficient de corrélation observé	Coefficient de corrélation théorique	Résultat	Coefficient de corrélation observé	Coefficient de corrélation théorique	Résultat
Taux de croissance	-0,17	0,21	ns	0,02	0,09	ns
Rentabilité Economique	0,08	0,11	ns	-0,07	0,14	ns
Poids du BFR	0,21	0,15	Corrélation +	0,13	0,16	ns
Richesse	-0,13	0,16	Corrélation -	-0,10	0,18	ns

ns: non significatif

Corrélation +: on admet que les deux variables sont positivement corrélées, au seuil de 5 pour cent d'erreurs

Corrélation -: on admet que les deux variables sont négativement corrélées, au seuil de 5 pour cent d'erreurs.

### ***Les différents comportements en matière de financement des investissements***

L'analyse porte tout d'abord sur les attitudes des PME au regard des sources de financement et sur le contenu de leur politique de financement. Les différentes entreprises étudiées ne font pas toutes preuve du même dynamisme ou de la même rigueur dans leurs actions (comme le montre l'analyse descriptive). Afin de montrer la réalité de financement des investissements dans les PME, nous avons effectué dans un premier temps une ACP (Analyse en Composantes Principales) sur les données de structure de la fonction d'investissement et de financement; puis, dans un deuxième temps, nous avons tenté une synthèse des variables caractérisantes. Ainsi, pour cerner les différentes attitudes des entreprises étudiées, 15 indicateurs traduisant, directement ou indirectement, les actions de financement ou d'investissement ont été sélectionnées (voir en annexe l'ensemble des variables utilisées):

- Taux de Rentabilité Économique (TRENT): Résultat Net/Actif Total;

- Taux d'Investissement ou Effort d'Investissement (TINV):
- Investissements/Chiffre d'affaires H.T.;
- Ratio de Financement par Autofinancement (RFA): Autofinancement/ Investissement;
- Ratio de financement par Endettement (RFE): variation Dettes à Long et Moyen Terme/Investissement;
- Ratio de financement par Augmentation de Capital (RFCP): Variation Capital Social/Investissement;
- Degré d'Intensité Capitalistique (DINC): Immobilisations/Actif Total;
- Degré d'Intégration (DINT): Valeur Ajoutée/Chiffre d'affaires H.T.;
- Conditions de Financement des Investissements (CFI): Capitaux permanents/ Investissements;
- Autonomie Interne (AUTI): Dettes à Long et Moyen Terme /Capitaux propres;
- Capacité de Remboursement (REMB): Dettes Long et Moyen Terme/Autofinancement;
- Taux de production (TPDT): Valeur Ajoutée/Production;
- Rendement Apparent du Personnel (RAP): Valeur Ajoutée/ Effectif;
- Rendement du facteur Capital Machines (RFCM): Valeur Ajoutée/Dotation aux Amortissements.;
- Production du Facteur Travail (PDTW): Production/Effectif;
- Productivité du Facteur Machine (PDTM): Production/Dotation aux Amortissements.

D'après l'analyse factorielle, les valeurs propres en ordre descendant sont présentées dans le tableau suivant:

**Tableau 3: Valeurs propres**

Variation axes	Valeurs Propres	Trace	Pourcentage cumulé
12345	12,0075	41,41	41,41
	3,6457	12,57	53,98
	2,5959	8,95	62,93
	1,9513	6,73	69,66
	1,4530	5,01	74,67

Les valeurs propres des 5 axes sont respectivement de 12,0075; 3,6457; 2,5959; 1,9513; 1,4530 et leur contribution à la variation totale est de 41,41 pour cent; 12,57 pour cent; 8,95 pour cent; 6,73 pour cent; 5,01 pour cent; soit un total de 74,67 pour cent de l'information de nos données, ce qui est un total honorable dans un espace d'informations cachées.

Un grand nombre d'axes (variables) explique la position des individus sur le plan. L'on remarque, cependant, une cession entre les significations des deux premiers axes et les suivants du point de vue de la restitution des informations. Ce constat incite donc à ne conserver pour cette analyse que les deux premiers axes, à la limite y inclure les informations du troisième axe.

La lecture des informations par axe, nous permet de faire les commentaires suivants:

- Le premier facteur est fortement corrélé négativement aux variables ACT, CPER, CP, DLT d'une part; et, d'autre part, positivement aux variables AUTO, DLT, RES. Il opposerait les individus à faible actif et DLT (type 3) et les individus à fort Autofinancement et à Endettement Long terme élevé (type 1). Le niveau d'endettement des PME du type 1 étant supérieur à 11675700 FCFA, et celui des CP se situant à 76393400 FCFA en moyenne. Les entreprises du type 3 sont caractérisées par des valeurs faibles.
- Le second axe marque une opposition entre les PME faisant appel aux capitaux permanents de l'entreprise pour financer leurs investissements à celles dont les conditions de financement interne (CFI) sont faibles.

- Le troisième axe semble mettre en évidence l'effet taille. Il oppose deux groupes d'entreprises à partir des mêmes variables.

Les premières tendances traduisent, cependant, une absence de prédominance d'actions parallèles pouvant expliquer le comportement des PME en matière de financement des investissements.

### **Discussion**

Les indicateurs des sources de financement ont permis, dans le premier point de l'analyse des résultats, de distinguer trois groupes de PME. Il s'agit à ce stade de notre réflexion de voir les liaisons entre ces indicateurs et un certain nombre de variables caractérisant la PME.

La dernière projection effectuée sur le plan factoriel a englobé les différentes modalités sensées caractériser les PME de l'échantillon. L'analyse de cette caractérisation est menée sous deux angles: de l'endettement et de l'autonomie.

Les variables concernant les entreprises du type 2 ne sont pas déterminantes, sur le plan de l'autofinancement. Par contre, l'effectif semble jouer un rôle important si l'on considère cette catégorie de PME. Le facteur travail semble se substituer au volume du capital investissement.

Les PME du type 1, forte capacité de financement, semblent être caractérisées:

- par les variables, DLT, TRENT, AUTO, CAREMB, de façon très significative, c'est-à-dire par un niveau supérieur à la moyenne;
- par un niveau d'investissement (ou d'immobilisations) proche de la valeur maximale observée dans notre échantillon.

L'examen des indicateurs RFE et RFA pour les PME à forte capacité de financement, après vérification de l'existence de liaisons significatives entre les variables d'après le calcul du Khi carré, permet de confirmer ces tendances. Ces croisements entre variables de financement d'investissement et variables caractérisant les PME impliquent quelques observations.

Considérant l'indicateur RFE, les entreprises à forte capacité de financement ont un effectif moyen compris entre 97 et 233 personnes. Une telle observation n'est pas valable avec l'indicateur RFA. La formalisation, qui faciliterait l'accès au crédit bancaire, s'accroît ainsi

avec la taille de l'entreprise, ce qui a déjà été observé par plusieurs auteurs (Mahe de Bois Landelle 1988; d'Amboisie et Bakanibona, 1999; Julien 1993). L'indépendance financière est plutôt privilégiée par les PME de moyenne capacité de financement (PME du type 2). Cette catégorie d'entreprises dispose pourtant d'une rentabilité économique (TRENT) satisfaisante (9,5 pour cent en moyenne) et d'un effectif de 74 personnes en moyenne.

On constate que l'état des relations bancaires est lié à la taille de l'entreprise, exprimée par le chiffre d'affaires. En effet, le poids de l'endettement à long et moyen terme décroît avec la taille si l'on considère les PME du Type 1 et du Type 2.

On remarque aussi, que les entreprises qui dégagent une rentabilité élevée rencontrent moins de difficultés pour obtenir des emprunts bancaires (37,40 pour cent des PME qui réalisent des bénéfices, contre 11 pour cent pour l'échantillon). À l'évidence, les banques sélectionnent les plus performantes d'un point de vue économique.

Le tableau qui suit, nous permet de déceler d'éventuels liens entre le comportement des banques et les caractéristiques d'investissements des PME de l'échantillon.

**Tableau 4: Répartition des financements bancaires**

	Type 1	Type 2	Type 3
Espace de ventes	7%	3%	0
Equipements	45,5%	26%	6%
BFR	38,5%	64%	83%
Autres	9%	7%	11%
Pourcentage	100%	100%	100%

Le tableau ci-dessus donne un aperçu de la répartition des financements bancaires entre les différents besoins des PME de notre échantillon. Il existerait une relation entre la nature des relations bancaires et le type d'investissement. En effet, les PME du type 1 et celles du Type 2 consacrent respectivement 45,5 pour cent et 26 pour cent de leur endettement bancaire au financement d'investissements.

Les PME du type 3 et du Type 2 utilisent plutôt des concours bancaires courants pour couvrir des besoins générés par le cycle d'exploitation. Par ailleurs, dans une fourchette située entre 3 pour cent et 7 pour cent, les financements bancaires à Moyen et Long terme sont utilisés pour modifier les espaces de production ou de vente.

Ces résultats sont cohérents avec les analyses faites sur le comportement des banques. En effet, les entreprises qui réalisent les bénéfices les plus élevés sont celles qui dégagent une plus grande valeur de garantie. Elles bénéficient, par conséquent, des financements bancaires à Long et Moyen terme. Ainsi, non seulement les banques calculent la part du risque lié à l'emprunteur, mais aussi celle induite par la nature de l'investissement.

L'information véhiculée par le financement à long et moyen terme sert, en principe, à déterminer le niveau des investissements désirés, mais également la vitesse de rotation du capital productif (immobilisations brutes). Son influence doit donc ressortir nettement.

Les ratios retenus comme indicateurs des moyens de financement (RFE et RFA) analysés sur des données individuelles permettent de cerner les mécanismes de propagation et d'amplification des problèmes d'équilibre financier. Ainsi, tous les phénomènes qui dégradent le bilan et le compte de résultat entraînent des difficultés de financement externe et interne; et, une modification des termes (ou conditions) du crédit. Cela affecte alors le comportement de la PME en matière d'investissements. Les caractéristiques financières des entreprises étudiées permettent d'approfondir les problèmes de financement.

Les données de notre étude nous permettent d'avancer que les banques prêtent plutôt aux entreprises riches (48,6 pour cent d'entre elles contre seulement 8 pour cent pour l'ensemble de l'échantillon). Les relations bancaires des plus riches sont plus souples: elles ne subissent pas de restriction de crédits, lorsqu'il s'agit de financer des investissements productifs.

Notre approche synthétique met en exergue que la plus ou moins grande facilité des entreprises de l'échantillon à accéder à des financements de haut de bilan dépend aussi de la taille.

**Tableau 5: L'effet de la taille sur l'endettement**

RFE/CA	Type 1	Type 2	Type 3	Total	%
< 50	11 23,40%	6 26,10%	45 56,96%	62	41,61%
[50-250[	17 36,17%	9 39,13%	21 26,58%	47	31,54%
250 et plus	19 40,43%	8 34,77%	13 16,46%	40	28,85%
Total	47	23	79	149	100%
%	17,50%	31,50%	51,00%	100%	

Khi-deux: 17,05; probabilité P = 0,0081

Les tests montrent qu'il existe une relation significative entre la taille des entreprises et l'accès aux financements longs. En effet, les plus grandes PME de l'échantillon bénéficient plutôt d'un accès aisé aux financements (40,43 pour cent d'entre elles contre 17,50 pour cent pour l'ensemble) de même que, dans une moindre mesure, les entreprises de taille moyenne (36,17 pour cent d'entre elles). Les petites PME du type 1 et du type 2 sont significativement moins nombreuses que la moyenne à ne pas connaître de pénurie de financement de haut de bilan. Rappelons que les entreprises du type 1 et du type 2 sont respectivement les PME à forte capacité de financement, et les PME à moyenne capacité de financement.

Les résultats obtenus avec les PME du type 3 (faible capacité de financement) vont dans un sens moins favorable. Les petites PME sont significativement peu nombreuses à bénéficier de financements à long et moyen terme.

Sur l'ensemble des investissements, la taille semble à nouveau déterminer la sensibilité des PME aux moyens de financement à long et moyen terme. Le ratio du Fonds de Roulement (capitaux permanents/ Immobilisations) influence significativement le comportement d'équilibre financier des PME (Trésorerie > 0), et son coefficient de corrélation affiche le signe attendu ( $\square > 0$ ). L'influence demeure moins marquée sur les entreprises de petite taille. Le signe et la valeur du coefficient sont cohérents avec la théorie. Mais paradoxalement, le problème au

niveau d'une certaine catégorie de PME ne semble pas se situer dans l'équilibre financier global, mais dans la structuration des ressources.

En effet, toutes les entreprises, mais plus particulièrement les PME, sont soumises à des chocs incessants, et leur survie passe par la capacité d'adaptation qui suppose à la fois:

- une réaction aux changements;
- une solidité financière accrue pour absorber les éventuels chocs de reconversion ou les écarts brutaux de conjoncture.

Le contexte dans lequel évoluent actuellement les PME sénégalaises conduit à privilégier la situation d'insolvabilité en raison de facteurs relevant d'une logique purement financière.

Le bilan permet de saisir le risque financier à partir de la relation:

$$TN = FR - BFR$$

Cette équation, dite relation fondamentale de la trésorerie signifie qu'il y a équilibre financier si la Trésorerie Nette (T.N.) est strictement supérieure à zéro ( $TN > 0$ ). Les composantes de cette trésorerie nette sont:

- le Fonds de Roulement (F.R.) qui est l'excédent des capitaux permanents sur les actifs immobilisés nets;
- le Besoin en Fonds de Roulement (B.F.R.) qui représente les besoins nets à financer générés par les activités de l'entreprise.

L'intérêt de cette relation est certaine. Il est cependant pertinent de discuter sa mise en œuvre.

En premier lieu, le fonds de roulement, alimenté par les capitaux propres et l'endettement à long terme, a pour objectif de couvrir la part structurelle du besoin en fonds de roulement. L'insuffisance des capitaux permanents des PME sénégalaises amène à souligner, le premier risque repérable: c'est celui qui correspond à une situation où le fonds de roulement est insuffisant eu égard à l'immobilisation en besoin en fonds de roulement, car la PME finance des emplois longs par des ressources courtes.

En deuxième lieu, il est clair, et en cela nous rejoignons l'analyse financière dans ce qu'elle a de plus traditionnelle, que le risque financier est d'autant plus fort que l'entreprise est faiblement capitalisée. En effet,

les capitaux propres sont une des composantes du fonds de roulement, et leur niveau conditionne donc directement le niveau de trésorerie nette, toutes choses égales par ailleurs.

Globalement, les PME de l'échantillon sont risquées pour les banques dans la mesure où elles ont peu de garanties à leur proposer, si l'on considère le niveau des fonds propres. De plus, les entreprises de l'échantillon sont peu tournées vers les solutions d'augmentation de capital social ou de financement par les marchés financiers, pour des questions de taille, de contrôle ou de manque d'informations. Ce sont, donc, les plus petites qui souffrent le plus d'un accès limité aux financements de haut de bilan. Il faut donc souligner l'existence d'une offre bancaire sélective d'une part et les vides de financements d'autre part.

Les différences constatées trouvent leur origine dans les imperfections du marché du crédit. Le financement à long terme, si faible soit-il, bénéficie surtout aux PME de type 1. L'information transmise par les PME semble déterminer ainsi largement les conditions de crédit et influence les décisions des dirigeants des PME du type 1.

Plus largement, nous pouvons également faire référence aux relations entre l'entreprise et ses partenaires non bancaires afin d'expliquer le comportement d'investissement et de financement des PME. En effet, les résultats des PME du type 3 et du type 2 laissent supposer l'existence d'autres mécanismes qui déterminent leur comportement d'investissement. Cette conclusion est renforcée par les financements inter-entreprises (crédits clients et fournisseurs, relations avec les partenaires). Pour les petites entreprises, la particularité semble être le regroupement de ces structures afin de réaliser des investissements communs (secteurs de la menuiserie, de la couture, ...). Ce qui a pour effet de permettre une exploitation normale, alors même que les immobilisations sont inexistantes aux bilans des entreprises.

## **Conclusion**

Globalement, les données comptables et financières utilisées permettent d'avancer que les PME de l'échantillon ont recours à deux sources de financement pour couvrir leurs besoins d'investissement.

Dans un premier temps, une description des données a permis d'identifier trois catégories de PME avec différentes caractéristiques du point de vue de l'endettement et de l'autofinancement.

Ensuite, l'analyse factorielle souligne que le système de financement d'une partie importante des PME (type 1 et type 2) est fondé sur l'endettement et l'autofinancement sans pour autant discriminer nettement l'utilisation de ces deux sources de financement. L'étude contribue sur ce point à avancer que la théorie de la hiérarchie des financements ne s'applique pas aux PME.

Nous avons, cependant, mis l'accent sur le taux d'endettement bancaire, parce que l'on peut constater que les entreprises qui utilisent de façon significative les emprunts bancaires à long terme sont aussi celles les plus rentables. Il existerait donc une corrélation entre l'endettement et l'autofinancement.

Enfin, l'analyse des relations entre les sources de financement et les variables caractérisantes a permis d'avancer que l'endettement est significativement lié à la taille donc à l'organisation. En outre, l'indépendance financière est un phénomène réel au sein des PME. La prudence doit, cependant, présider à l'interprétation et à l'appréciation de nos résultats. Notre travail fondé sur des données comptables ne permet, en effet, pas de développer des explications approfondies sur les situations statiques. Il serait donc nécessaire de prolonger cette étude par un travail de terrain: une observation assez longue dans le temps.

Le financement de la PME pourra notamment être influencé par des variables plus complexes que celles utilisées dans notre étude: les caractéristiques psychologiques des dirigeants (attitude face au risque, à l'incertitude, à la créativité, etc.), mais aussi l'environnement économique et social de la PME.

## **Bibliographie**

- Adam, M.C., Michel, P. et Farber, A., 1992, «Théorie financière et PME», *Nouvelles de la Sciences et des Technologies*, vol. 7, n° 3, pp. 59-64.
- Baldwin, J., 1994, «Stratégies de réussite, profil des PME en croissance au Canada», *Statistiques Canada*, Ministère de l'Industrie, des Sciences et de la Technologie, p. 59.
- Bannock, G. et Morgan, V.E., 1998, *Banks and Small Business: an International Perspective*, Londres, The Forum of Private Business.
- Berkovitch, Narayaman, 1993, «Timing of Investment and financing decisions in imperfectly competitive financial markets», *Journal of Business*, vol. 66, n° 22, pp. 219-248.
- Brophy, Schulman, 1992, «A Finance perspective: an entrepreneurship research», *Entrepreneurship theory and practice*, vol. 16 n° 3, pp. 59-64.
- Calomiris, Orpharides, Sharpe, 1994, «Leverage as a state variable for employment,

- Inventory Accumulation, and fixed Investment», NBER, Working Paper.
- Chapellier, P., 1997, «Profils de dirigeants et données comptables de gestion en PME», *Revue Internationale PME*, Vol. 10, n° 1, pp. 9-41.
- Chapellier, P. et de Mongolfier C., 1995, «Une synthèse des approches méthodologies du système d'information comptable», 16<sup>ème</sup> Congrès de l'Association Française de Comptabilité, Tome 2, Montpellier, mai, pp.1053-1069.
- Chevalier, A. et Gupta J., 1983, «Le suivi et le développement à moyen terme de l'entreprise: une nouvelle approche du diagnostic financier», *Revue Du Financier*, n° 30, novembre-décembre, pp. 63-75.
- Churchill, N.C., Lewis, V.L., 1983, «Les cinq stades de l'évolution d'une PME», *Havard l'expansion*, n° 30, juillet-août, pp. 102-119.
- Colot, V. et Michel, P.A., 1996, «Vers une théorie financière adaptée aux PME: réflexion sur une science en genèse», *Revue Internationale PME*, vol. 9, n° 1, pp. 143-165.
- D'Ambroise, G. et Bakanibona, 1990, «La planification dans les PME: une synthèse de résultats empiriques. Conclusions et recommandations», *Revue Internationale PME*, vol. 3, n° 2, pp. 147-166.
- Degos, J.C., 1993, «L'image comptable des PME: une grille de lecture des comportements», *Revue française de Gestion*, sept.-oct., pp. 87-95.
- Dei Ottati, G., 1994, «Trust, interlinking transactions and credit in the industrial district», *Cambridge Journal of Economics*, vol. 18.
- Dukes, W.P., Brown, O.D. et Ma, C.K., 1992, «Valuation techniques for closely-held firms», communication présentée au Fourth Annual International Research.
- Fairfield-Sonn, J.W., 1987, «A Strategy process model for small business training and development», *Revue française de Gestion*, sept.-oct., pp. 87-95.
- Freear, Wetzl, W.E., 1992, «The informal venture capital market in the 1990s», *The State of Art of Entrepreneurship*, Kasarda Ed. Vol. 3, pp.127-144.
- Guy van Loye, 1991, «Organisation du pouvoir et financement des PME», *Rev. Direction et Gestion des Entreprises*, n°132-133.
- Hayashhi, F., 1985, «Corporate Finance side of the Q theory of investment», *Journal of Public Economics*, n° 27, pp. 261-280.
- Jasor, M., 1998, «Amélioration des relations entre banques et PME», *Les Échos*, 16-17, janvier.
- Jegadessh, N., 1992, «Does Market Risk really explain the size effect?», *Journal of Financial quantitative analysis*, Vol. 3, pp. 337-351.
- Jensen, M.C. et Meckling, W.H., 1976, «Theory of the firm: managerial behaviour, agency costs and ownership structure», *Journal of Financial Economics*, vol. 3, n° 2, pp. 305-360.
- Julien, H., 1993, «Vers un modèle général des PME», dans *GREPME, les PME, bilan et perspectives*, Ouvrage collectif, Paris, Economica.
- Julien, H. et Paraque, B., 1995, «Financement des entreprises et évolution du système financier», *Revue Internationale PME*, vol.8, n°3-4, pp.43-66.
- Julien, P.A., 1994, *Les PME: bilan et perspectives*, Cap-Rouge, Presses inter-universitaires, Paris, Economica.
- Kinge.F., 1992, «Causality between investment activity and cash-flows of US based

- non-financial firms», communication présentée au «Fourth Annual International Research Symposium on Small Firm Finance», Texas.
- Leray, Y., 1999, «Pour une approche renouvelée des structures organisationnelles des PME-PMI françaises», *Revue Internationale PME*, vol. 12, n° 4, pp. 33-35.
- Levratto, N., 1990, «Le financement des PME par les banques: contraintes des firmes et limites de la coopération», *Revue Internationale de la PME*, vol. 3, n° 2, pp. 1993-213.
- Mahe de Boislandelle, 1988, *Gestion des ressources humaines dans les PME*, Paris, Economica, 322 p.
- Marchesnay, M., 1990, *Économie d'entreprise*, Paris, Editions Eyrolles.
- Marion, A., 1982, «Approche de la logique financière des PMI», *Revue Française de Gestion*, janvier-février, pp. 67-76.
- Modigliani, F. et Miller, M., 1958, «The cost of capital, corporation, finance and the theory of investment», *American Economic Review*, 48(3), pp. 261-297.
- Myers, S. et Majluf, W., 1984, «Corporate financing and investment decisions when firms have informations that investors do not have», *Journal of Financial Economics*, 13, pp. 187-221.
- Nadeau, R., Martel, J.M. et Bouyssou, D., 1987, «L'utilisation des méthodes quantitatives pour l'aide à la décision dans la PME: Rêve ou réalité?»,
- Naro, G., 1989, *Facteurs et comportements d'embauche dans la PME*, Thèse de Doctorat, Université de Montpellier I.
- OCDE, 1990, *Promouvoir le secteur privé dans les PVD*, Paris, OCDE.
- Olivier, T., 1997, «Pour une approche contingente de la spécificité de la PME», *Revue Internationale PME*, vol. 10, n°2, pp. 9-43.
- Pagano, M., 1993, «Financial Markets and Growth», *Journal of Finance*, September, pp. 1445-1465.
- Paradas, A., 1998, «Evaluer la formation dans les PME françaises: résultats d'une étude empirique», *Revue Internationale PME*, vol. 11, n°2-3, pp. 29-48.
- Reix, R., 1994, «Quelques facteurs affectant l'utilisation d'informations de caractère comptable», Actes de Congrès de l'Association Française de Comptabilité, Comptabilité et décision», Nice, avril, pp. 357-370.
- Sall Consulting, 1998, «La demande de crédits des PME-PMI», Doc. de Travail.
- Suret, J.M. et Gagnon, J.M., 1990, «Coûts d'agence, fiscalité et PME: aspects théoriques et tests empiriques», Ouvrage collectif, Paris, Economica.
- UPE, 1997, «Financement de l'économie: le poids des PME-PMI», Doc. interne du Ministère de l'Économie et des Finances.
- Wade, .B. et Diouf, C. Nd., 1992, «La crise de financement de la PME au Sénégal», *Rev. Internationale PME*, vol. 5, n° 34.

### Annexe: Variables de l'étude

CA	Chiffre d'Affaires
VA	Valeur Ajoutée
PDT	Production
IMP,	Impôt
RES	Résultat Net
AMO	Amortissement
CAP	Capital social
ACT	Actif Total
DCT	Dettes à court terme
INV	Investissements annuels
EFP	Effectif permanent
SAL	Salaires
AUTO	Autofinancement
CPER	Capitaux Permanents = capitaux propres + Dettes à Long et Moyen Termes
VARC	Variation capital social
TPDT	Taux de Production
EFPB	Effet global
DINT	Degré d'intensité capitalistique
CFI	Conditions de financement
RAP	Rendement apparent
RFCM	Rendement Facteur Machines
PDTW	Productivité facteur travail
PDTM	Productivité facteur Machine
RFA	Ratio de financement par autofinancement
TINV	Taux d'investissement
TRENT	Taux de Rentabilité
CRFCP	Croissance des capitaux propres
DLT	Dettes à long et moyen termes
VDLT	Variation dettes à long et moyen termes
AUTI	Autonomie financière
CAPREMB	Capacité de remboursement
RFE	Ratio de financement par emprunt
CP	Capitaux propres
TCCA	Taux de croissances du chiffre d'affaires
CBC	Concours bancaires courants
CBFR	Couverture du BFR par le CAHT
TAcT	Trésorerie Active dans le Total du bilan
TEND	Taux d'Endettement Global
TCBC	Part du CBC dans l'endettement bancaire
TCEND	Taux de croissance des dettes à Moyen et Long termes