



## Les déterminants des choix de financement des PME en Côte d'Ivoire

### *Determinants of SME financing choices in Côte d'Ivoire*

**EBBAH Roland Michel**

Doctorant en Sciences de Gestion,  
Université Félix Houphouët, Abidjan, Côte d'Ivoire, 2020,  
e.mail : ebbahmichelroland@yahoo.fr  
Tel : (225) 08 65 72 38 / 56 31 26 25

#### **RÉSUMÉ**

Cette étude teste les effets de la structure financière des PME ivoiriennes sur leurs décisions de financement avec pour objectif principal de trouver un cadre théorique expliquant les choix de financement des entreprises. A partir d'un échantillon cylindré de données secondaires de 1012 PME formelles, une étude quantitative en panel dynamique permet de vérifier les hypothèses fixées et nos résultats témoignent de la non neutralité de la structure financière. Ainsi, les garanties offertes ont une influence positive sur les choix financiers des entreprises tandis que la rentabilité économique et l'autofinancement ont une influence négative.

**Mots-clés :** Structure financière, Décisions de financement, Non neutralité, Asymétries d'information.

-----

#### **ABSTRACT**

*This study tests the effects of the financial structure of ivorian SMEs on their financing decisions with the principal aim of finding a theoretical framework explaining the financing choices of companies. From a balanced sample of secondary data from 1012 SMEs, a quantitative dynamic panel study makes it possible to verify the fixed assumptions and our results bear witness to the no neutrality of the financial structure. So, the guarantees offered have a positive influence on the financial choices while the economic profitability and self-financing have a negative influence.*

**Keywords:** financial structure, choice of financing, no neutrality, asymmetries of information.

**JEL: G32:** Politique de financement ; structure du capital et de la propriété

## INTRODUCTION

En Côte d'Ivoire et dans le reste du monde, les Petites et Moyennes Entreprises (PME) sont au centre de nombreuses réflexions du fait de leur importance dans les économies nationales. Primordiales au processus de développement économique d'un pays, leur contribution en termes de production, d'emplois et de revenus dans les économies modernes est largement reconnue. Nonobstant ce fait, ces entreprises rencontrent d'énormes difficultés dans la satisfaction de leur besoin en financement du fait du rationnement des crédits.

Par conséquent, la moitié des petites entreprises créées disparaissent au bout de leur cinquième année d'existence (Portait et Noubel, 1982 ; Calles, 1998). Ce qui témoigne de la fragilité structurelle de ces entreprises. Quid des PME ivoiriennes quand on connaît leurs structures organisationnelles marquées par une forte proximité entre le patrimoine de l'entreprise et celui de son propriétaire-dirigeant, conduisant le plus souvent à une mauvaise gestion ?

Plusieurs raisons peuvent justifier l'échec des PME. Toutefois, celles qui reviennent de façon récurrente dans la littérature tiennent entre autres, à la fragilité de leur structure financière et à la qualification des entrepreneurs pour opérer les meilleurs choix en matière de gouvernance.

Considérant qu'une décision optimale de financement peut conduire inéluctablement à la création de valeur des PME, cette présente étude cherche à expliquer les mécanismes motivant les décisions de financement des entreprises et à identifier la structure financière adaptée.

L'étude de la structure financière optimale de l'entreprise a fait l'objet de nombreux débats dans la littérature et la problématique au cœur des discussions demeure d'expliquer les décisions de financement à travers le choix d'un dosage optimal entre les dettes et/ou les fonds propres maximisant la valeur de la firme.

En Côte d'Ivoire, très peu de recherches publiées se sont intéressées à la question et pourtant, selon, Paraque (1999) ; Fathi et Gailly (2003), les PME doivent être étudiées au même titre que les grandes entreprises car à celles-ci s'appliquent les mêmes prescrits théoriques de la finance d'entreprise moderne puisqu'elles sont soumises aux problèmes d'agence et d'asymétries d'information. C'est pourquoi, nous tenterons dans cette recherche, d'appréhender le rôle des variables de la structure financière dans la relation entre l'endettement et la création de valeur. Au regard des choix financiers opérés par les PME, nos résultats témoignent de la non neutralité de la structure financière des entreprises et la littérature en découlant nous permet de préciser les théories la jalonnant.

## 1- REVUE DE LITTÉRATURE

La problématique de l'optimalité de la structure financière des entreprises débute avec les travaux de Modigliani F. et Miller M. (1958), qui soutiennent que la valeur de l'entreprise est indépendante de son mode de financement dans le cadre d'un marché parfait et que celle-ci dépend seulement des flux de trésorerie qu'elle génère et non de la manière selon laquelle ces flux sont distribués en capitaux propres et en dettes. La structure du capital est sans importance. Jugeant leur conclusion restrictive, plusieurs auteurs s'appuyant sur les théories modernes de la firme, remettent en cause cette thèse notamment, les travaux de Jensen et Meckling, 1976; Brennan et Schwartz, 1978; Myers et Majluf, 1984. Ainsi, l'explication de la structure financière de l'entreprise trouve dans un premier temps ses explications dans les théories néoclassiques que sont l'arbitrage et le financement hiérarchique.

### 1-1- Choix de financement des PME : entre arbitrage et hiérarchie des sources de financement

Pour la théorie néoclassique, en présence d'imposition, les entreprises préféreraient l'endettement au financement par fonds propres à cause des économies d'impôts réalisées. Mais, le recours excessif à l'endettement a par contre pour effet l'accroissement du risque de défaut de l'entreprise. La remise en cause progressive des hypothèses d'origine a permis de mettre en évidence l'influence d'autres facteurs déterminants la structure financière.

Ainsi, la confrontation des avantages de la dette et des coûts de faillite doit théoriquement aboutir dans le cadre de la théorie de l'arbitrage ou Trade-Off Theory (TOT) à la détermination d'un ratio-cible d'endettement qui est atteint lorsque les gains marginaux liés à la déductibilité des charges financières égalisent les coûts marginaux de faillite liés à l'augmentation de l'endettement. A son tour, la théorie de l'arbitrage a été remise en question notamment par le développement de la théorie du financement hiérarchique ou Pecking Order Theory (POT).

Selon Myers (1984) ; Myers S. C. et Majluf N. S. (1984), celle-ci est fondée sur l'hypothèse de l'asymétrie d'information qui existe entre les différentes parties prenantes de l'entreprise et son dirigeant qui ne doit pas essayer de maintenir un niveau particulier d'endettement par l'atteinte d'un ratio-cible optimal. Celui-ci adopte une politique financière qui vise à minimiser les coûts associés à cette asymétrie et préfère le financement interne au financement externe. De ce fait, il hiérarchise ses préférences en matière de financement en commençant par l'autofinancement, ensuite l'endettement et enfin l'augmentation du capital. Toutefois, un relâchement des hypothèses néoclassiques permet de trouver une explication à la structure financière de l'entreprise par la prise en compte des coûts d'agence dus à l'asymétrie d'information.

### **1-2- Le relâchement des hypothèses néoclassiques : émergence des conflits d'agence :**

Pour Jensen M. et Meckling M. (1976), suite à l'incomplétude des contrats et aux droits de propriété souvent mal définis dans la relation d'agence, il existe des asymétries d'information entre différentes parties au contrat, sources d'aléas moral et de sélection adverse susceptibles de générer des coûts supplémentaires à la relation de coopération et de créer des conflits d'agence. Dans le cadre des PME, il peut exister des conflits entre actionnaires et dirigeants d'une part et d'autre part, entre actionnaires et créanciers.

#### **1-2-1- Conflits d'agence actionnaires-dirigeants**

Guidés par la maximisation de leurs utilités, actionnaires et dirigeants ont des intérêts divergents dans la relation de coopération. Ainsi, l'entrepreneur peut chercher à conserver son pouvoir de contrôle et d'indépendance, ce qui n'est pas sans conséquences sur la valeur de l'entreprise. Aussi, des conflits d'agence actionnaire-dirigeant peuvent aussi naître du fait que l'entrepreneur ne détienne pas l'exclusivité du capital.

En effet, dans la pratique, le manager a tendance à s'octroyer d'importants avantages en nature ou à engager des dépenses superflues au regard d'une gestion saine de l'entreprise. Ces actes peuvent conduire à réduire le profit résiduel du propriétaire. Pour les PME, ces attitudes pourraient se révéler fatales pour la survie à long terme de l'entreprise. Toutefois, du fait que la propriété de l'entreprise et son management sont détenus par une seule et même personne, rend leur réalisation rares. Tout de même, lorsqu'ils adviennent, les spécificités de la PME rendent leur contrôle difficile. Il naît également des conflits d'agence entre actionnaires et créanciers.

#### **1-2-2- Conflits d'agence actionnaires créanciers**

Pour Ang (1991), les spécificités financières des PME pourraient engendrer des coûts d'agence plus élevés dus à l'asymétrie informationnelle. Ainsi, un conflit peut naître suite à l'obtention de financement par endettement. Il s'agit du problème de la sélection adverse. Un autre conflit naît suite, au suivi et au contrôle de l'utilisation des fonds alloués par les créanciers. Il concerne la politique de rémunération, la substitution d'actifs et le problème de sous-investissement.

On oppose donc volontiers, propriétaire-dirigeant aux bailleurs de fonds de l'entreprise. Cette situation caractérise particulièrement les PME en Côte d'Ivoire, essentiellement familiales qui sont dans leur grande majorité sous le contrôle du propriétaire-dirigeant. Les relations contractuelles qu'entretiennent ces deux entités sont sources de conflits d'intérêts et par conséquent de coûts d'agence externes en raison de l'asymétrie d'information (Jensen et Meckling, 1976). Les développements suivants nous permettent de présenter la méthodologie adoptée pour atteindre nos objectifs.

## 2- MÉTHODOLOGIE

Pour cette étude, nous aurons recours à un échantillon cylindré de données secondaires, issus des états financiers de 1012 PME formelles de droit ivoirien, ayant au moins cinq (5) années d'existence. Les données seront collectées sur le même nombre d'années, de 2011 à 2015. La collecte se fera auprès de la Banque de Données Financières de l'Institut Nationale de la Statistique de Côte d'Ivoire. Les données seront traitées à l'aide du logiciel Excel pour le calcul des ratios et le logiciel Stata en ce qui concerne l'analyse descriptive et économétrique. La relation entre les variables qui déterminent la structure financière des entreprises en Côte d'Ivoire et l'endettement sera testée en utilisant finalement après plusieurs tests de validité et de cohérence, la Méthode des Moments Généralisés (MMG). Cette étude va nous conduire par une approche épistémologique du positivisme et une démarche hypothético-déductible à vérifier les hypothèses de départ fixées. Le point suivant nous permet de présenter les déterminants traditionnels de la structure financière des entreprises et les hypothèses retenues.

### 2-1- Les déterminants traditionnels de la structure financière et les hypothèses de l'étude

#### 2-1-1- La rentabilité de la PME

Selon la théorie du ratio optimal d'endettement, une entreprise rentable est capable de s'autofinancer. Toutefois, elle aura plus recours à l'endettement à cause des économies d'impôts à engranger suite aux déductions fiscales des charges de la dette du résultat imposable. Les entreprises capables de générer davantage de bénéfices de leurs activités, et donc capables de générer davantage de ressources internes, devraient être les moins endettées (Myers, 1984; Myers et Majluf, 1984; Fama et French, 2002), d'où la première hypothèse à savoir :

*H<sub>1</sub> : La rentabilité a une influence négative sur l'endettement.*

#### 2-1-2- La liquidité de la PME

Pour sa survie, une PME devrait pouvoir faire face à ses engagements d'exploitation qui relève du court terme. Ainsi, elle doit être constamment solvable en ayant de la liquidité. Les entreprises privilégient une forte autonomie en finançant les dépenses d'investissement et d'exploitation grâce aux capitaux mis en réserve. Conformément à la théorie du financement hiérarchique, une entreprise ayant d'importantes liquidités va autofinancer ses investissements plutôt que de chercher à s'endetter. Nous fixons donc la deuxième hypothèse notamment :

*H<sub>2</sub> : La liquidité a une influence négative sur l'endettement.*

#### 2-1-3- L'autofinancement de la PME

Le financement externe diminue avec l'augmentation de la rentabilité. Ceci justifie l'autofinancement des entreprises les plus rentables. Par conséquent et selon cette approche, un lien direct existe entre les investissements, les liquidités et la structure du capital observée des entreprises. Selon la POT, l'autofinancement a un impact négatif sur l'endettement et cette théorie nous permet de retenir notre troisième hypothèse :

*H<sub>3</sub> : L'autofinancement a une influence négative sur l'endettement.*

#### 2-1-4- Les garanties offertes

La présence d'immobilisations corporelles non spécifiques au bilan de l'entreprise a un impact considérable sur sa structure financière. En effet, ces immobilisations corporelles constituent des garanties importantes aux yeux des créanciers, leur valeur liquidative étant importante, ce qui facilite l'accès aux crédits bancaires. Une entreprise possédant d'importants actifs tangibles, sera moins sensible aux asymétries informationnelles et peut avoir une opportunité de financement, d'où la quatrième hypothèse de l'étude.

***H<sub>4</sub> : Les garanties offertes ont une influence positive sur l'endettement.***

### 2-1-5- La taille de la PME

Pour la TOT, la taille aurait une influence positive sur le niveau d'endettement car, les firmes chercheraient à atteindre un niveau optimal d'endettement pour bénéficier des économies d'impôts dues aux déductions des charges financières du résultat. Par ailleurs, une entreprise de grande taille serait plus apte à diversifier ses activités. Toutefois, plusieurs études ont montré l'influence positive de la taille des PME sur le recours à la dette bancaire dont celles de St-Pierre et Allepôt (1998). Ce qui nous permet de noter la cinquième hypothèse :

***H<sub>5</sub> : La taille a une influence positive sur l'endettement.***

### 2-1-6- L'âge de la PME

L'expérience de l'entreprise et plus généralement la survie de la PME sont des facteurs qui concourent à la réduction des coûts d'agence par le biais d'un signal positif de la qualité des projets d'investissement. Les théories de l'équilibre statique, de l'agence et du signal présupposent ainsi l'existence d'une relation positive entre la durée de vie de l'entreprise et le poids de l'endettement financier, d'où la sixième hypothèse :

***H<sub>6</sub> : L'âge a une influence positive sur l'endettement.***

**Tableau 1 : Synthèse des variables de l'étude**

| Variable                | Indicateur             | Mesure                        | Notation | Auteurs   |
|-------------------------|------------------------|-------------------------------|----------|---|
| Variables dépendantes   | Endettement financier  | Dettes financières            | End      | Jensen et al. (1992) ; Bourdieu, Colin-Sédillot (1993) ; Carpentier et Suret (1999) ; Kremp et Al. (1999) ; Cassar (2003) ; Ziane Y. (2004) ; Trabelsi A. (2006)  |
|                         |                        | Total passif                  |          |   |
| Variables indépendantes | Performance Financière | Résultat Net                  | Roa      | Charreaux (1991), Eisenberg et al (1998) Biais et al (1995) Rajan & Zingales (1995) ; Kremp et Stoss. (2001) ; Daines (2004) ; Voulgaris et Al (2004) ; Huang & Song (2006) ; Assandé (2014) ; Rahj I. (2016) |
|                         |                        | Total passif                  |          |   |
|                         |                        | Résultat Net                  | Roe      | Nekhili (1994) ; Mulkay & Sassenou (1995) ; Rajan & Zingales (1995) ; Suret (1999) ; Booth et al, (2001) ; Wiem et Wafa (2005) ; Kolsi et Ghorbel (2011) ; Bouaziz et Triki (2012)                            |
|                         |                        | Capitaux Propres              |          |   |
| Variables indépendantes | Liquidité              | Actif Circulant               | Liq      | Ziane Y. (2004) ; Trabelsi A. (2006) ; Rahj I. (2010)   |
|                         |                        | Passif Circulant              |          |   |
| Variables indépendantes | Autonomie Financière   | Capitaux Propres              | Auf      | Mulkay et Sassenou (1995) ; Rahj I. (2016)  |
|                         |                        | Total Passif                  |          |   |
| Variables indépendantes | Taille                 | Log x Chiffre d'affaires      | Tle      | Abimbola (2002) ; Omri M. A. (2002) ; Gaud & Elion, (2002) ; Wiem E. M. et Wafa K. (2005) ; Booth et al (2001) ; Huang & Song, (2006) ; Rahj I. (2016)  |
|                         |                        |                               |          |   |
| Variables indépendantes | Garanties offertes     | Actif immobilisé              | Gro      | Bédué et Levy (1997) ; Bourdieu, Colin-Sédillot (1993) ; Gaud & Elion (2002) ; Hovakimian et al (2004) ; Ziane Y. (2004) ; Trabelsi A. (2006) ; Huang & Song (2006) ; Rahj I. (2016)                          |
|                         |                        | Total actif                   |          |   |
| Variables indépendantes | Age                    | Année (2015)-Année (création) | Age      | Ziane Y. (2004)   |

Source : nous-mêmes

## 2-2- La spécification du modèle de la recherche

Modèle de recherche de la forme :

$$\text{End}_{it} = \beta_0 + \beta_{1a}\text{Roe}_{it} + \beta_{1b}\text{Roa}_{it} + \beta_2\text{Liq}_{it} + \beta_3\text{Auf}_{it} + \beta_4\text{Gro}_{it} + \beta_5\text{Tle}_{it} + \beta_6\text{Age}_{it} + \varepsilon_{it} \quad (1)$$

i = PME de l'échantillon;

t = 2011, ..., 2015 (années);

$\beta_0, \beta_1, \beta_2, \beta_3, \beta_4, \beta_5, \beta_6$ , représentent les paramètres inconnus du modèle;

$\varepsilon$ , représente le terme de l'erreur.

## 2-3- Analyse multivariée des données

L'analyse bivariée (annexe 3) permet d'observer l'ensemble des corrélations entre chaque paire de variables. En effet, l'endettement présente une corrélation significative et négative avec la variable Auf (-0,2881). Ce qui signifie que les PME disposant de ressources internes préfèrent autofinancer leur besoin financiers.

Par ailleurs, d'après la matrice des corrélations, l'on note une significativité positive du ratio d'endettement avec les ratios, Roa (0,6989), Liq (0,1351) et Gro (0,0268). De même, la liquidité influence positivement l'endettement des PME. C'est aussi le cas lorsque les PME disposent de garanties nécessaires à la couverture du risque de défaut. Cependant, il n'y a pas de significativité entre l'endettement et les variables Tle, Roe et age. Pour plus de précision sur les corrélations inter-variables indépendantes, nous allons vérifier l'absence ou la présence de multi-colinéarité entre ces variables et pour cela, nous utilisons le Variation Inflation Factor (VIF) pour le test.

## 2-4- Interprétation des résultats des estimations et discussion

### 2-4-1- Influence sur la rentabilité

Les résultats permettent d'observer que la rentabilité financière (Roe) a une influence négative mais non significative sur l'endettement (annexe 4). Ce qui signifie que les fonds propres dont disposent les PME ne permettent pas d'influencer l'endettement. Pourtant, une amélioration de la rentabilité financière des PME devrait conduire à une augmentation du niveau d'endettement, selon la théorie de l'arbitrage. Ces résultats infirment l'hypothèse  $H_{1a}$  de départ à savoir, une PME rentable financièrement évite l'endettement car ayant les ressources nécessaires pour autofinancer ses investissements. Ils infirment ceux de Ziane (2004), où une relation négative existe entre la rentabilité financière et la dette, infirmant la théorie du signal mais validant la POT. Ils infirment ceux de Trabelsi A. (2006), selon lequel, la rentabilité financière est négativement corrélée à l'endettement.

Quant à la rentabilité économique (Roa), les résultats montrent qu'elle influence négativement l'endettement des PME (annexe 4). Ainsi, une PME performante du point de vue de la rentabilité de l'actif économique évite de s'endetter car elle dispose de ressources internes nécessaires pour le financement de ses projets. Ces résultats confirment l'hypothèse  $H_{1b}$  de cette étude à savoir la Roa impacte négativement la structure financière des PME à travers le ratio d'endettement. Ils sont conformes à ceux de Titman et Wessels, 1988 ; Rajan et Zingales, 1995 ; Panno, 2003.

### 2-4-2- Influence sur l'autofinancement

L'autofinancement a une influence négative et significative sur l'endettement des PME (annexe 4). Ainsi, les PME ayant une bonne capacité d'autofinancement préfèrent financer elles-mêmes leurs investissements que de se tourner vers le crédit bancaire ou les sources de financement alternatifs. Le

crédit bancaire qui reste non seulement rationné par le marché, est soumis à de nombreuses contraintes en termes de contrôle et d'indépendance, ce que cherchent à éviter les dirigeants des PME. L'hypothèse  $H_3$  postulant que l'autofinancement influence négativement l'endettement des PME est confirmée. Ainsi, la théorie du financement hiérarchique est corroborée dans le contexte ivoirien relativement à l'autofinancement. Ces résultats confirment ceux de Colot, Croquet et Pozniak (2010).

En effet, si la Très Petite Entreprise (TPE) finance son activité grâce à l'autofinancement, elle pourra utiliser l'ensemble des lignes de crédit dont elle dispose pour ses projets d'investissement. Cette situation va permettre d'accroître la confiance des banques, ce qui peut engendrer une augmentation du montant des prêts disponibles, ou une diminution de leur coût (Bellettre I., 2010). Cependant, ces résultats sont contraires à ceux de Rahj I. (2016), pour lesquels l'endettement financier n'est pas négativement lié à l'autofinancement.

### **2-4-3- Influence sur la liquidité**

Contrairement à nos prédictions de départ, la liquidité des PME a une influence positive et significative sur l'endettement et notamment sur la structure financière des PME (annexe 4). Ces résultats viennent donc infirmer l'hypothèse  $H_2$  à savoir, la liquidité influence négativement l'endettement et nous permettent de noter que dans le contexte ivoirien, lorsque les PME disposent de liquidités, elles préfèrent les injecter dans l'entreprise pour la gestion courante.

D'après le modèle PO, cette variable influencerait négativement le recours à la dette tandis que selon le modèle TO, elle disposerait d'une influence positive tout comme la variable de rentabilité. Ces résultats s'opposent à ceux de McMahon et Al (1996), pour lesquels, des problèmes de liquidités ont un impact sur l'accès à la dette. De même que ceux de Trabelsi A. (2006), où, il y a une influence négative de la liquidité sur l'endettement des PME.

### **2-4-4- Influence sur la taille**

L'influence de la taille sur l'endettement des PME est non significative avec un signe négatif (annexe 4). Ce qui permet de noter que notre hypothèse  $H_5$  de départ qui postule que la taille a une influence positive sur l'endettement des PME n'est pas vérifiée. Ainsi, la taille des PME représentée par le logarithme du chiffre d'affaires n'est pas un atout pour l'obtention de financement. Toutefois, ces résultats montrent que la capacité des PME à maîtriser leurs coûts d'asymétrie d'information devient une donnée essentielle pour l'obtention de financement bancaire. Ces résultats contredisent ceux de Gregory et Al (2005), pour lesquels, l'augmentation de la taille favorise l'utilisation des dettes à long terme sur les fonds internes mais n'a pas d'impact sur les dettes à moyen terme. De même, il s'oppose à celui de Voulgaris et Al (2004).

### **2-4-5- Influence sur les garanties offertes**

Les garanties offertes par les PME sont un bon avantage pour l'obtention d'un financement notamment bancaire car, les résultats du test de la MMG (annexe 4) permettent d'observer qu'elles ont une influence positive et significative sur l'endettement. Les garanties sont donc utilisées ici comme un gage permettant de rassurer les prêteurs en cas de défaut de remboursement des PME.

Ces entreprises ont donc un intérêt à acquérir et conserver d'importants actifs immobilisés non spécifiques. Ces résultats confirment ceux de Delcours (2007) pour lesquels, la présence d'actifs tangibles au bilan des PME va en quelque sorte sécuriser la dette de ces entreprises et diminuer le risque de hasard moral subi par les créanciers. Aussi, ces résultats consolident ceux de Ziane (2004) et Trabelsi A. (2006). Cette relation confirme les idées des théories de l'agence, du signal et de la théorie de la PO. Notre hypothèse  $H_4$  est somme toute confirmée.

## 2-4-6- Influence sur l'âge

Les résultats permettent d'observer, l'influence significative et négative de l'âge sur l'endettement (annexe 4) des PME et nous pouvons relever que ceux-ci sont contraires à notre hypothèse  $H_6$  de départ postulant une influence positive de l'âge sur la structure financière des PME. Ainsi, les PME ne peuvent user de leur pérennité comme un avantage comparatif dans la demande de financement car pour les prêteurs, le conservatisme enraciné dans les valeurs familiales de ces entreprises est plus prononcé lorsqu'elles sont pérennes. Ce qui s'accommode d'avec des problèmes d'asymétries d'information, frein au crédit notamment bancaire.

A contrario, nos résultats sont contraires à ceux de Romano et Al (2001), qui concluent que l'âge de la PME, le secteur et l'âge du dirigeant n'ont pas d'influence sur le recours à la dette.

## CONCLUSION

Cette présente étude a tenté d'analyser l'effet de la structure financière sur les choix de financement des PME de droit ivoirien avec pour objectif principal de trouver un cadre théorique expliquant les comportements de financement des PME, considérant le rationnement des crédits, le conservatisme du pouvoir de contrôle et d'indépendance et l'asymétrie d'information. Cette étude empirique est une contribution à la construction de la théorie financière dans le contexte ivoirien. Les résultats de nos estimations montrent qu'en dehors de la rentabilité financière (Roe) et de la taille (Tle) des PME qui ne sont pas significatives vis-à-vis de l'endettement, les autres variables sont significatives.

Toutefois, les signes attendus ne coïncident pas toujours avec ceux prévus selon nos hypothèses de départ. Ainsi, nos hypothèses relatives la rentabilité économique, à l'autofinancement et aux garanties sont confirmées selon les résultats de la MMG. Les PME performantes économiquement préfèrent utiliser leurs fonds propres pour le financement de leur investissement que d'avoir recours à la dette qui reste somme toute contraignante. De même, les PME disposant d'un autofinancement préfèrent se financer sur leurs fonds propres que de recourir à la dette. Par ailleurs, les PME avec d'importantes garanties ont une facilité à se faire financer par la dette car, les actifs immobilisés sont utilisés comme une assurance en cas de défaut des PME. Ainsi, dans le contexte des PME ivoiriennes, la POT est vérifiée contrairement à la TOT et la théorie du signal qui ne sont pas vérifiées.

En revanche, la taille des PME n'a aucune influence sur leur capacité à se faire financer par la dette. Il en est de même pour la liquidité et de l'âge qui sont infirmés par les résultats. La pérennité des PME n'est donc pas un gage solide aux yeux des bailleurs pour leur financement. Ceux-ci retiennent toujours les problèmes d'asymétries d'information comme point majeur à l'octroi de financement sachant que les informations à disposition des PME sont le plus souvent sommaires.

## RÉFÉRENCES BIBLIOGRAPHIQUES

- Brealey R. A. et Myers S. C. (1981)**, « Principles of Corporate Finance », 4e édition, New York, McGraw-Hill Book.
- Charreaux G. (1997)**, « Gouvernance d'entreprise, théories et faits. », *ouvrage collectif, Economica, Paris.*
- Colot O. et Croquet M. (2006)**, « Les déterminants de la structure financière des entreprises belges : étude exploratoire basée sur la confrontation entre la théorie des préférences de financement hiérarchiques et la détermination d'un ratio optimal d'endettement. », *reflets et perspectives de la vie économique*, p.177-198.
- 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°4, p. 305-360.
- Kraus A. et Litzenberger R. H. (1973)**, « A state-preference model of optimal financial leverage. », *journal of finance* 28, pp. 911-922.
- Modigliani F. et Miller M. (1958)**, « The cost of capital, corporation finance and the theory of investment. », *The American Economic Review*, vol. 48.



- Modigliani F. et Miller M.H. (1963)**, « Corporate Income Taxes and the Cost of Capital: A Correction. », *American Economic Review* (53), pp. 433-443.
- Myers S.C. (1984)**, « The capital structure puzzle. », *Journal of Finance* (34), pp. 575-592.
- Myers S.C. et Majluf N. S. (1984)**, « Corporate financing and investment decision. When firms have information that investors do not have. », *Journal of Financial Economics*, vol. 13, p. 187-221.
- Rahj I. (2010)**, « Explication du recours à l'endettement financier : cas des PME marocaines. », *thèse doctorat, Groupe ISCAE, Maroc*.
- Rajan G. R. et Zingales R. (1995)**, « What do we know about capital structure? Some evidence from international data. », *Journal of Finance*, p. 1421-1460.
- Stiglitz J. (1969)**, « A Re-Examination of the Modigliani-Miller Theorem. », *American Economic Review* (59), pp. 784-792.
- Titman S. et Wessels R. (1988)**, « The Determinants of Capital Structure Choice », *Journal of Finance* (43), pp. 1-20.
- Trabelsi A. (2006)**, « Les déterminants de la structure du capital et les particularités du financement dans les pme : une étude sur données françaises. » *thèse doctorat sciences de gestion, Université Paris IX Dauphine Edogest*.
- Ziane Y. (2004)**, « La structure d'endettement des PME françaises : une étude sur données de panel. », *Revue internationale PME*, vol. 17, no 1, p. 123-136.

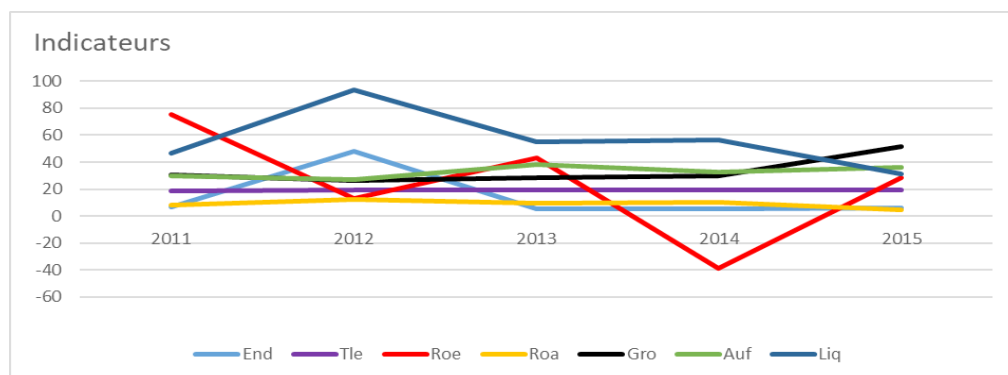
## ANNEXES

## Annexe 1 : Synthèse des statistiques descriptives

|            | Variable | Mean                                    | Std. Dev. | Min                                     | Max      | Observations |
|------------|----------|---|-----------|---|----------|--------------|
| <b>End</b> | overall  | 14.42955                                | 51.91104  | 0                                       | 3191.258 | N = 5060     |
|            | between  |   | 22.79106  | 0                                       | 638.2515 | n = 1012     |
|            | within   |   | 46.64477  | -623.822                                | 2567.436 | T = 5        |
| <b>Tle</b> | overall  | 19.11081                                | .8061732  | 17.21794                                | 20.72315 | N = 5060     |
|            | between  |   | .7445099  | 17.32627                                | 20.6225  | n = 1012     |
|            | within   |   | .3099331  | 16.78916                                | 20.7301  | T = 5        |
| <b>Roe</b> | overall  | 24.28924                                | 1272.96   | -56116.82                               | 42688.1  | N = 5060     |
|            | between  |   | 570.1364  | -11154.43                               | 8568.712 | n = 1012     |
|            | within   |   | 1138.256  | -44938.1                                | 34143.67 | T = 5        |
| <b>Roa</b> | overall  | 8.751438                                | 74.84167  | -634.6188                               | 4428.313 | N = 5060     |
|            | between  |   | 39.80882  | -289.2725                               | 941.0235 | n = 1012     |
|            | within   |   | 63.38601  | -900.8481                               | 3496.041 | T = 5        |
| <b>Gro</b> | overall  | 33.34816                                | 30.05192  | 0                                       | 100      | N = 5060     |
|            | between  |   | 19.30747  | 0                                       | 99.55899 | n = 1012     |
|            | within   |   | 23.0355   | -46.34372                               | 112.924  | T = 5        |
| <b>Auf</b> | overall  | 32.74892                                | 108.1403  | -6587.197                               | 100      | N = 5060     |
|            | between  |   | 53.91754  | -1281.361                               | 100      | n = 1012     |
|            | within   |   | 93.75243  | -5273.087                               | 1376.882 | T = 5        |
| <b>age</b> | overall  | 13.98379                                | 10.09509  | 5                                       | 65       | N = 5060     |
|            | between  |   | 10.09695  | 5                                       | 65       | n = 1012     |
|            | within   |   | .207585   | 5.983794                                | 19.98379 | T = 5        |
| <b>Liq</b> | overall  | 0                                       | 43.60     | 1                                       | 56.40    |              |
|            | between  |   | 87.75     |   | 98.12    |              |
|            | within   | si Actif circulant<<br>Passif circulant | 49.68     | si Actif circulant><br>Passif circulant | 57.48    |              |

Source : nous-mêmes

## Annexe 2 : Evolution de la structure des indicateurs financiers



Source : Nous-mêmes

**Annexe 3 : Matrice des corrélations**

|     |        | End        | Tle       | Roe     | Roa        | Gro        | Auf       | Liq    | Age    |
|-----|--------|------------|-----------|---------|------------|------------|-----------|--------|--------|
| End | Valeur | 1.0000     |           |         |            |            |           |        |        |
|     | Sig.   |            |           |         |            |            |           |        |        |
| Tle | Valeur | 0.0008     | 1.0000    |         |            |            |           |        |        |
|     | Sig.   | 0.9572     |           |         |            |            |           |        |        |
| Roe | Valeur | -0.0056    | 0.0048    | 1.0000  |            |            |           |        |        |
|     | Sig.   | 0.6911     | 0.7355    |         |            |            |           |        |        |
| Roa | Valeur | 0.6989***  | 0.0273*   | -0.0205 | 1.0000     |            |           |        |        |
|     | Sig.   | 0.0000     | 0.0526    | 0.1450  |            |            |           |        |        |
| Gro | Valeur | 0.0268*    | -0.0310** | -0.0026 | 0.0205     | 1.0000     |           |        |        |
|     | Sig.   | 0.0568     | 0.0273    | 0.8539  | 0.1446     |            |           |        |        |
| Auf | Valeur | -0.2881*** | -0.0244*  | 0.0006  | -0.4750*** | -0.0264*   | 1.0000    |        |        |
|     | Sig.   | 0.0000     | 0.0821    | 0.9672  | 0.0000     | 0.0606     |           |        |        |
| Liq | Valeur | 0.1351***  | 0.0195    | -0.0027 | 0.0510***  | -0.4547*** | 0.1048*** | 1.0000 |        |
|     | Sig.   | 0.0000     | 0.1659    | 0.8464  | 0.0003     | 0.0000     | 0.0000    |        |        |
| age | Valeur | -0.0086    | 0.0754*** | 0.0023  | 0.0006     | -0.0396*** | 0.0291**  | 0.0151 | 1.0000 |
|     | Sig.   | 0.5397     | 0.0000    | 0.8715  | 0.9676     | 0.0048     | 0.0386    | 0.2840 |        |

significativité au seuil\*\*\* de 1%, \*\* de 5%, et\* de 10%.

Source : nous-mêmes

**Annexe 4 : Synthèse des résultats de l'analyse par la MMG**

| Variables | Signes attendus | Significativité | Effets Fixes | MMG | Hypothèses      |           |
|-----------|-----------------|-----------------|--------------|-----|-----------------|-----------|
|           |                 |                 |              |     | Code            | Statut    |
| Roe       | -               | Non             | +            | -   | H <sub>1a</sub> | Infirmée  |
| Roa       | -               | Oui             | +            | -   | H <sub>1b</sub> | Confirmée |
| Liq       | -               | Oui             | +            | +   | H <sub>2</sub>  | Infirmée  |
| Auf       | -               | Oui             | +            | -   | H <sub>3</sub>  | Confirmée |
| Gro       | +               | Oui             | +            | +   | H <sub>4</sub>  | Confirmée |
| Tle       | +               | Non             | -            | -   | H <sub>5</sub>  | Infirmée  |
| Age       | +               | Oui             | +            | -   | H <sub>6</sub>  | Infirmée  |

Source : Nous-mêmes

## Annexe 5 : Régression sur l'endettement par la MMG

Dynamic panel-data estimation, one-step system GMM

---

|                            |                    |   |      |
|----------------------------|--------------------|---|------|
| Group variable: entreprise | Number of obs      | = | 3980 |
| Time variable : periode    | Number of groups   | = | 995  |
| Number of instruments = 24 | Obs per group: min | = | 4    |
| F(12, 994) = 14.68         | avg                | = | 4.00 |
| Prob > F = 0.000           | max                | = | 4    |

---

| End             | Coef.     | Robust Std. Err. | t     | P> t  | [95% Conf. Interval] |
|-----------------|-----------|------------------|-------|-------|----------------------|
| End             |           |                  |       |       |                      |
| L1.             | .0371628  | .0688208         | 0.54  | 0.589 | -.0978878 .1722135   |
| Roe             | -.0012512 | .0013151         | -0.95 | 0.342 | -.003832 .0013295    |
| Roa             | -.4111476 | .1288186         | -3.19 | 0.001 | -.6639352 -.1583599  |
| Auf             | -.1489073 | .0617463         | -2.41 | 0.016 | -.2700753 -.0277393  |
| Tle             | -.2005019 | .5073188         | -0.40 | 0.693 | -1.196041 .7950368   |
| age             | -.0080702 | .0029827         | -2.71 | 0.007 | -.0139233 -.0022172  |
| Gro             | .2954655  | .0892417         | 3.31  | 0.001 | .1203418 .4705892    |
| Liq             | .2157396  | .0680678         | 3.17  | 0.002 | .0821665 .3493126    |
| dummy_ME        | 1.0737    | 1.278119         | 0.84  | 0.401 | -1.434422 3.581821   |
| dummy_commerce  | 3.886275  | 1.109066         | 3.50  | 0.000 | 1.709895 6.062655    |
| dummy_industrie | 2.095624  | 1.585109         | 1.32  | 0.186 | -1.014921 5.206169   |
| dummy_services  | 3.982198  | .9941674         | 4.01  | 0.000 | 2.03129 5.933106     |
| _cons           | -.340142  | 9.050188         | -0.04 | 0.970 | -18.09981 17.41953   |

---

Instruments for first differences equation

Standard

D.(Roa age)

GMM-type (missing=0, separate instruments for each period unless collapsed)

L(1/4).Roe collapsed

L(1/3).(Tle Auf Gro Liq) collapsed

Instruments for levels equation

Standard

Roa age

\_cons

GMM-type (missing=0, separate instruments for each period unless collapsed)

D.Roe collapsed

D.(Tle Auf Gro Liq) collapsed

---

Arellano-Bond test for AR(1) in first differences: z = -3.16 Pr > z = 0.002

Arellano-Bond test for AR(2) in first differences: z = -1.01 Pr > z = 0.313

---

Sargan test of overid. restrictions: chi2(11) = 14.12 Prob > chi2 = 0.226  
(Not robust, but not weakened by many instruments.)

Hansen test of overid. restrictions: chi2(11) = 11.37 Prob > chi2 = 0.413  
(Robust, but weakened by many instruments.)

---

Difference-in-Hansen tests of exogeneity of instrument subsets:

GMM instruments for levels

Hansen test excluding group: chi2(6) = 10.65 Prob > chi2 = 0.100

Difference (null H = exogenous): chi2(5) = 0.72 Prob > chi2 = 0.982

gmm(Roe, collapse lag(1 4))

Hansen test excluding group: chi2(6) = 7.22 Prob > chi2 = 0.301

Difference (null H = exogenous): chi2(5) = 4.15 Prob > chi2 = 0.528

iv(Roa age)

Hansen test excluding group: chi2(9) = 11.25 Prob > chi2 = 0.259

Difference (null H = exogenous): chi2(2) = 0.13 Prob > chi2 = 0.938