



**HAL**  
open science

**CET ARTICLE TRAITÉ DE L'ÉTUDE DE L'IMPACT  
DU SUIVI FINANCIER D'UN CAPITAL RISQUEUR  
SUR L'ORGANISATION COMPTABLE ET  
FINANCIÈRE DE P.M.E. FAMILIALES**

Eric Stephany

► **To cite this version:**

Eric Stephany. CET ARTICLE TRAITÉ DE L'ÉTUDE DE L'IMPACT DU SUIVI FINANCIER D'UN CAPITAL RISQUEUR SUR L'ORGANISATION COMPTABLE ET FINANCIÈRE DE P.M.E. FAMILIALES. Modèles d'organisation et modèles comptables, May 1995, France. pp.cd-rom. hal-00818570

**HAL Id: hal-00818570**

**<https://hal.science/hal-00818570>**

Submitted on 22 Sep 2014

**HAL** is a multi-disciplinary open access archive for the deposit and dissemination of scientific research documents, whether they are published or not. The documents may come from teaching and research institutions in France or abroad, or from public or private research centers.

L'archive ouverte pluridisciplinaire **HAL**, est destinée au dépôt et à la diffusion de documents scientifiques de niveau recherche, publiés ou non, émanant des établissements d'enseignement et de recherche français ou étrangers, des laboratoires publics ou privés.

# ETUDE DE L'IMPACT DU SUIVI FINANCIER D'UN CAPITAL RISQUEUR SUR L'ORGANISATION COMPTABLE ET FINANCIERE DE P.M.E. FAMILIALES.

STUDY OF THE FOLLOW-UP IMPACT OF A VENTURE  
CAPITALIST ON ACCOUNTING AND FINANCIAL ORGANIZATION  
OF SMALL FAMILY BUSINESSES.

Eric STEPHANY

Maître de Conférences à l'I.A.E. de MONTPELLIER II - CREGO.

**MOTS CLES :** Capital risque, P.M.E., Théorie de l'agence.

**MOTS CLES :** Venture capital, Small Business, Agency Theory.

## **Résumé en français :**

Tout financement par capital risque se définit sous deux dimensions : un apport financier et un suivi qui peut être financier, stratégique et relationnel. L'objectif de ce travail est double :

- montrer l'impact du suivi financier sur l'organisation comptable et financière de la P.M.E.;
- définir les caractéristiques de la relation d'agence organisme de capital risque - dirigeant et analyser les conséquences de l'intégration du suivi financier au niveau de la performance financière de l'entreprise.

## **Résumé en anglais :**

Any venture capital financing can be defined by two characteristics : a financial contribution and a financial, strategic and relationship follow-up. The purpose of this study is twofold :

- to show the impact of financial follow-up on the accounting and financial organization of small family businesses;
- to define the characteristics of the agency relationship between venture capital organizations and company managers and to analyse all the consequences resulting from the integration of the financial follow-up on financial performance.

Un financement par capital risque peut se définir comme une prise de participation minoritaire dans une P.M.E. non cotée ayant un projet de développement. C'est une opération financière qui présente un risque important vu le caractère minoritaire et vu le faible degré de liquidité (lié principalement à l'absence d'un marché financier efficient). Pour le compenser et pour valoriser sa participation, le financement par capital risque se combine d'un suivi ou partenariat, qui sera plus ou moins actif selon le degré de risque de la participation. Si l'offre de capital risque financier a été largement développée par la littérature financière<sup>1</sup>, l'aspect partenarial a été occulté. De plus, c'est un mode de financement qui n'a que rarement été intégré dans un cadre théorique donné.

**L'originalité de notre démarche est de nous placer du côté des P.M.E. financées et de montrer d'une part, la réalité du suivi financier du capital risqué sur le mode organisationnel de la P.M.E., et d'autre part, proposer une première modélisation de la relation d'agence Organisme de capital risque (O.C.R.) - dirigeant dans le cadre de la théorie de l'agence. L'ensemble de nos résultats est fondé sur une enquête menée sur deux échantillons<sup>2</sup>.**

#### **D) REALITES DU SUIVI FINANCIER D'UN CAPITAL RISQUEUR SUR L'ORGANISATION COMPTABLE ET FINANCIERE DE LA P.M.E..**

Afin de définir l'impact d'un financement par capital risque sur l'organisation comptable et financière d'une P.M.E., nous allons mener une analyse exploratoire réalisée sur les résultats d'une enquête fondée sur deux échantillons de P.M.E.. Nous présenterons ces premiers résultats sous la forme de réponses à trois questions

<sup>1</sup>Nous retiendrons par exemple, les travaux suivants

BAITINI P. "Capital risque, les règles du jeu" - Paris - Les éditions d'organisation, 1985, 300 pages.  
BERTONCHEFF M. et VICKERY L. "Le capital risque" - Paris - Presses Universitaires de France, collection Que sais je ?, 125 pages.  
BESSIS J. "Le capital risque et le financement des entreprises" - Paris - Economica 1988, 450 pages.  
COPIFF A. "Le capital risque en France : une mode ou une institution" - La revue française du financier, No 46 juillet 1986, pp 14 - 20  
FOURNIER F. "L'investissement en capital risque en France : une pratique et une réalité" - Cahier Lyonnais de Recherche en Gestion, No 9, avril 1987, 42 pages.  
ZOPOUNIDIS C. "La gestion du capital risque" - Paris - Economica 1990, 100 pages.

<sup>2</sup>L'échantillon No 1 est composé de P.M.E. ayant ouvert leur capital pour la première fois à un organisme de capital risque. Il nous a été fourni par AUNIFA (organisme de capital risque développement de la région Aquitaine, indépendant, privilégiant un suivi actif et ne faisant que du capital risque). L'échantillon No 2 est défini par des P.M.E. financées exclusivement par endettement. L'utilité de ce second échantillon est volontairement mineure. Il nous servira d'appoint et de moyen de comparaison. Ce dernier nous a été fourni par le C.E.P.M.L. d'Aquitaine.

Au terme de nos investigations, 33 entreprises du premier échantillon et 51 du second ont répondu favorablement à notre démarche. Le taux global de retour est de 60 %.

### **1) Le capital risque contribue-t-il au développement d'une fonction financière de la P.M.E. ?**

27,3 % des P.M.E. de notre premier échantillon déclarent que la création de la fonction financière est liée à l'arrivée de l'organisme de capital risque. En fait, la proportion d'entreprises financées par capital risque qui détiennent une fonction financière est supérieure à celle du second échantillon. De plus, pour 51,5 % de ces mêmes entreprises, cette démarche se concrétise par l'embauche d'un directeur financier ou d'un contrôleur de gestion depuis l'arrivée du capital risqueur.

Plusieurs facteurs peuvent justifier ce choix :

- la volonté de l'O.C.R. d'avoir un interlocuteur au sein de l'entreprise capable d'appliquer les stratégies financières choisies;
- Produire une information financière fiable et régulière de manière à ce que le suivi financier entre l'O.C.R. et le dirigeant soit efficace.

Le corollaire de cette situation est d'entraîner une nouvelle répartition des rôles au sein de l'entreprise, laquelle nécessite une nouvelle répartition des pouvoirs - autrefois detenu par le dirigeant. 66,7 % des entreprises de notre premier échantillon confirment la réalité d'une nouvelle répartition des pouvoirs au sein de l'entreprise.

Ce résultat amène deux remarques :

- Ce type de changement organisationnel n'est pas neutre sur le fonctionnement de l'entreprise et sur sa performance à court terme. En effet, la P.M.E. est caractérisée par un mode organisationnel relative stable et centralisé. Une nouvelle répartition des pouvoirs combinée avec l'acquisition de nouveaux comportements de gestion, peut amener certains dysfonctionnements pouvant expliquer une performance moins importante. La présence du capital risque peut être considérée comme un apprentissage et d'acquisition de comportements de gestion favorable à une performance à moyen terme.
- Si le suivi financier module la réalité organisationnelle de la P.M.E., nous avons montré qu'il en était de même avec le suivi stratégique et relationnel<sup>3</sup>. L'ensemble de ces changements n'est pas neutre sur la performance financière à court terme des entreprises étudiées.

<sup>3</sup>STEPHANIE E. - "Contribution à l'étude de la liaison structure du capital, relation d'agence et performance financière : le cas des P.M.E. familiales d'Aquitaine financées par capital risque développement" - Thèse pour le Doctorat en Sciences de Gestion, l'université de BORDEAUX I, 1994, 400 pages.

Si, le suivi financier est à la base du développement d'une fonction financière au sein de la P.M.E., son arrivée peut coïncider avec une nouvelle hiérarchie des objectifs assignés à cette fonction.

Il s'avère impossible de conduire une réflexion sur les objectifs financiers dans la P.M.E. familiale sans intégrer la personnalité du dirigeant et ses motivations. Les objectifs financiers constituent la traduction opérationnelle des objectifs généraux dans le contexte de la fonction financière. Les principaux travaux<sup>4</sup> réalisés sur ce sujet concluent que l'objectif de la fonction financière dans les P.M.E. est multiple et spécifique. On comprend mieux que l'objectif de maximisation de la richesse des actionnaires s'applique mal au cas de la P.M.E..

Nous avons proposés aux entreprises de nos deux échantillons de classer par ordre de préférence 5 objectifs. Nous avons retenu la hiérarchie objectifs définie par J.G.MERIGOT<sup>5</sup> et A. LABOURDETTE. Les résultats obtenus traduisent une rupture par rapport à la logique financière classique de la P.M.E..

**Tableau No 1 : Les objectifs financiers des dirigeants de P.M.E..**

(seul le calcul du score de l'échantillon No 1 est détaillé)

	n	1er	2ème	3ème	4ème	5ème	SCORE	SCORE
	Ech 1	choix	choix	choix	choix	choix	Echantillon 1	Echantillon 2
Bénéfice Net	26	9	2	2	8	5	80	117
Capacité d'autofinancement	29	10	4	10	2	3	103	160
Chiffre d'affaires.	7	1	4	1	1	1	26	46
Part de marche	7	1	1	3	2	1	22	30
Rentabilité des capitaux investis	26	7	8	9	2	1	95	68
Rentabilité des fonds propres	23	4	6	6	6	1	75	47
Marge brute	19	3	6	1	5	4	56	80
Survie	9	1	1	1	4	5	18	124
Qualité des produits	3	1	1	1	1	3	3	24
Limiter le risque	17	1	1	4	1	10	33	60

<sup>4</sup>Nous citerons principalement les travaux de:

G. HIRIGOYEN - "Caractéristiques des moyennes entreprises individuelles en France" - Banque, juillet 1991, pp 855-862.

E. MOUSSAOUI - "Contribution à la connaissance des objectifs financiers des P.M.E." - Thèse de 3ème cycle de Sciences de Gestion, Université de Bordeaux I, 1985, 350 pages.

J. PEYRARD - "Système financier et taille de l'entreprise" - Revue Française de Gestion, - Novembre 1978,

pp 694-700.

<sup>5</sup>J.G. MERIGOT et A. LABOURDETTE - "Eléments de gestion stratégique des entreprises" - Paris : Cujas 1980, 354 pages.

Première constatation, la survie était citée dans les études précédentes comme un objectif principal de la fonction financière. L'ouverture du capital a fait changer la logique et semble, pour les dirigeants, inscrire l'entreprise dans la pérennité. Les principaux objectifs cités sont la capacité d'autofinancement, le bénéfice net, la rentabilité des capitaux investis et la rentabilité des fonds propres. Ces éléments expriment une nouvelle configuration de l'entreprise liée à un souci de croissance.

Une analyse plus structurée<sup>6</sup>, met en évidence, pour les P.M.E. financées par capital risque développement, la primauté de la maximisation de la capacité d'autofinancement qui traduit une priorité donnée à l'investissement. Elle montre par ailleurs, l'importance accordée à la rentabilité : celle des capitaux investis (2ème objectif de notre classement) et celle des fonds propres (4ème objectif). Ce souci tend à remettre en avant l'importance des fonds propres comme mode de financement.

Pour le second échantillon, nous retrouvons les résultats obtenus dans les études précédentes. La maximisation de la capacité d'autofinancement est l'objectif prioritaire avec la survie de l'entreprise. Les objectifs de rentabilité sont jugés comme secondaires. On notera la plus grande importance portée aux objectifs commerciaux.

Ce qui laisse penser que seule une ouverture du capital peut changer la logique de la fonction financière dans la P.M.E.. Une entreprise financée par capital risque privilégie le long terme au court terme, donne la priorité à la croissance et porte un intérêt particulier aux indicateurs de rentabilité.

**L'ensemble de ces résultats nous permet de répondre à l'affirmative à la première question posée : l'ouverture du capital à un capital risqué développe une fonction financière et amène des changements dans les objectifs qui lui sont assignés. Si le capital risque amène une structuration de la fonction financière, il nous reste à savoir si son champ d'intervention se modifie.**

## **2) Le capital risque modifie-t-il le champ de la fonction financière dans les P.M.E.?**

Pour les dirigeants de P.M.E., le rôle de la fonction financière présente une double ambiguïté :

<sup>6</sup>On donne 5 points pour l'objectif cité en premier, 4 points pour l'objectif cité en second, 3 points pour l'objectif cité en troisième, deux points pour l'objectif cité en quatrième et un point pour l'objectif cité en cinquième

- il n'est pas perçu comme un facteur important dans la conduite et le développement de l'entreprise;
- il est souvent associé aux moments difficiles de la vie de l'entreprise.

Il en résulte trois conséquences :

- une confusion des activités financières avec d'autres domaines tels que la comptabilité générale, la fiscalité....;
- l'absence d'une politique financière a priori;
- un rôle limité dans la gestion de la P.M.E. familiale.

L'ensemble de nos résultats nous permet de définir deux situations selon l'impact joué par le suivi financier de l'O.C.R. :

#### **a) Décisions financières modifiées par le suivi financier de l'O.C.R.,**

Trois champs de la fonction financière se trouvent modifiés par l'action du suivi financier du capital risqué :

##### **① Le système de planification et de budgétisation**

45,5% des entreprises de l'échantillon No 1 déclarent avoir un système de planification à long terme. Cette proportion est de 39,2% dans l'échantillon No 2. Pour 27,3% des entreprises, l'arrivée de l'O.C.R. est à l'origine de la mise en place d'un système de planification et de budgétisation.

Nous retrouvons l'idée d'une triple orientation du suivi de l'O.C.R. :

- \* l'apprentissage de comportements financiers;
- \* la rationalisation du management;
- \* l'optimisation du potentiel de l'entreprise.

##### **② Une structuration du processus de choix des investissements**

Le processus d'investissement dans les P.M.E. est spécifique :

- \* le montant des investissements n'est que faiblement estimé et planifié;
- \* il est caractérisé par une forte sensibilité vis à vis de la conjoncture;

- \* il est discontinu;
- \* les dirigeants portent un intérêt plus important à l'aspect technique qu'à l'aspect financier.

Il permet d'assurer la flexibilité de la gestion et la capacité de la P.M.E. de répondre aux variations de l'environnement. Nous avons choisi d'analyser l'influence de l'O.C.R. sur deux points constitutifs du processus de choix des investissements :

*• Les critères de choix des investissements :*

Dans les entreprises de l'échantillon No 1, les critères utilisés sont multiples. La primauté est donnée à deux critères: Le Taux de Rendement Interne et les critères commerciaux (diversification, implantations...). Une analyse plus transversale<sup>7</sup> nous a permis de mettre en avant une utilisation croissante des critères de choix des investissements, par exemple le Délai de Récupération du Capital.

Pour l'échantillon No 2, nous retrouvons certaines des caractéristiques décrites dans l'échantillon No 1. Le critère principal demeure les critères commerciaux, mais on notera que les critères de choix des investissements sont utilisés par rapport au premier échantillon.

*• Le degré d'intégration de techniques complémentaires:*

Nous avons voulu connaître quelles règles prévalaient dans la fixation du taux d'actualisation et si la P.M.E. intégrait des techniques pour le traitement de l'incertitude.

Deux résultats peuvent être admis :

- les techniques complémentaires sont plus développées dans l'échantillon No 1 que dans le second. Le taux d'intérêt à long terme est le taux d'actualisation le plus utilisé (45 % dans l'échantillon No 1). On remarquera une utilisation croissante de critères tels que le coût moyen pondéré du capital (21,21%) ou le coût des fonds propres (27,27)<sup>8</sup>. Nous retrouvons l'idée d'une prise de conscience dans les entreprises de l'échantillon No 1 des préoccupations relatives aux fonds propres dans le raisonnement financier.

- les techniques pour le traitement de l'incertitude demeure globalement très faiblement utilisés dans les deux échantillons. L'étude longitudinale menée tend à montrer une utilisation croissante de ces techniques dans l'échantillon 1.

<sup>7</sup>Nous avons demandé au chef d'entreprise de préciser certains comportements suivant trois espaces temporels : un an avant l'ouverture du capital, un an après l'ouverture du capital et actuellement.

<sup>8</sup>Cette proportion est de 7,84 % pour le C.M.P.C. et de 5,88% pour de C.F.P. pour l'échantillon No 2.

### **① La mise en place d'un système d'information financier.**

Pour 63,6 % des entreprises de l'échantillon 1, le développement d'un système d'information financier est lié à l'arrivée de l'O.C.R.. De plus, la production d'information financière est devenu un phénomène courant pour 54 % de ces entreprises. La périodicité de l'information émise est principalement mensuelle. Cet effort demandé par l'O.C.R. est une condition nécessaire à la mise en place d'un suivi efficace. Elle permet d'acquiescer des comportements de transparence qui seront nécessaires si, l'entreprise veut, par exemple, intégrer un marché financier.

Les comportements obtenus dans l'échantillon No 2, montrent un retard par rapport aux P.M.E. financées par capital risque. Les structures informationnelles sont peu développées, la production régulière d'une information est rarement respectée.

### **b) Deux fonctions demeurent stables malgré l'intervention de l'O.C.R..**

#### **① Le recours à l'endettement.**

Si l'ouverture du capital implique une rupture par rapport à la logique financière de la P.M.E., le recours à l'endettement demeure un comportement financier stable. Seules 27,30 % des entreprises de l'échantillon No 1, déclarent utiliser l'endettement moins qu'avant l'ouverture du capital. Plusieurs facteurs peuvent expliquer cette situation :

- la permanence de certains comportements (difficultés d'établir une politique financière, la fiscalité...);
- la nécessité d'un investissement important (les P.M.E. financées par capital risque sont dans des phases de croissance);
- la permanence de relation de qualité entre les banques et les dirigeants de P.M.E..

#### **② La politique de dividende.**

La politique de dividende est l'un des thèmes les plus controversés de la recherche en finance<sup>9</sup>.

<sup>9</sup>COBBAUT R. - "La politique de dividende" - in "Encyclopédie de gestion" de P. JOFFRE et Y. SIMON : Economica Paris 1989.

Un certain nombre de résultats empiriques, obtenus<sup>10</sup> sur le comportement des entreprises françaises, fait apparaître que les dividendes n'ont pas d'impact sur la valeur de l'entreprise, sa rentabilité et son risque. L'existence de la distribution d'un dividende tient essentiellement à l'information<sup>11</sup> qu'il véhicule.

C'est une politique qui présente au sein des P.M.E. une logique spécifique. G. HIRIGOYEN<sup>12</sup> a constaté que 86 % des P.M.E. ne distribuaient pas de dividendes. Les P.M.E. de l'échantillon No 1, ont pour obligation de distribuer des dividendes prioritaires. Ces dividendes permettent aux organismes de capital risque de gérer le fonctionnement de leur organisation. Une controverse peut être développée dans le sens où ces dividendes distribués grèvent le potentiel financier de l'entreprise d'autant plus fragile que celle-ci se situe dans une phase de croissance. La réalité de cette politique peut être mieux appréhendée :

- le versement d'un dividende prioritaire est un acte statutaire obligatoire et non une décision liée à une stratégie financière;
- la conjoncture fait que ce dividende n'est que rarement versé.

Nous avons voulu savoir comment les P.M.E. de l'échantillon No 1, vivaient le versement de ce dividende. Les résultats obtenus montrent que 69,7 % des entreprises interrogées considèrent le versement d'un dividende prioritaire comme un acte normal.

Le pourcentage des entreprises qui versent un dividende pour l'échantillon 1 est de 30,3%. On notera un décalage important entre les intentions et la réalité. C'est un point sensible pour les chefs d'entreprise. En effet, l'obtention de ce résultat nous a demandé du temps en relance téléphonique. Pour l'échantillon No 2, seules 10 entreprises affichent le versement d'un dividende. Le dividende ne joue un rôle informationnel. Les dirigeants des P.M.E. préfèrent procéder à des prélèvements (par le biais de comptes d'associés, de salaires plus élevés...) qui présentent de nombreux avantages fiscaux.

L'absence d'un marché financier adapté au financement des P.M.E. ne permet pas à l'entreprise de faire du dividende versé un signal sur la situation et le potentiel de l'entreprise.

<sup>10</sup>On retrouvera une synthèse de ces travaux dans l'article de ALBOUY M. et P. DUMONTIER "Faut-il verser des dividendes ?" - *Revue Française de Gestion*, janvier 1985, pp 35-45.

<sup>11</sup>JACQUILLAT B. et LEVASSEUR M. - "Signaux, mandats et gestion financière : une revue de la littérature" - *Les cahiers de recherche du CESA* No 224 - 1983.

BAH - "Asymétrie d'information, théorie des signaux et structure du capital : une revue de la littérature" - *Cahier de recherche ESA CERAG Grenoble* No 90-02, 1990.

<sup>12</sup>HIRIGOYEN G. - "Peut-on parler d'une politique des dividendes dans les moyennes entreprises familiales non cotées" - *Banque* février 1984 pp 207-210.

L'ensemble des résultats proposés nous ont amené à constater des changements de comportements financiers dans trois champs de la fonction financière. Les P.M.E. financées par capital risque connaissent une phase d'apprentissage de nouveaux comportements financiers :

- l'O.C.R. amène un développement de la planification (augmentation de l'utilisation de plans spécifiques);
- l'O.C.R. développe l'effort de budgétisation des entreprises;
- il intègre au processus de choix des investissements des nouvelles techniques.
- il incite la mise en place d'un système d'information et la production continue d'information.

Il nous reste à savoir si le capital risque amène une nouvelle logique financière.

### 3) Le capital risque amène-t-il une nouvelle logique financière ?

Le capital risque amène une nouvelle lecture financière de la P.M.E.. Les résultats d'une analyse financière<sup>13</sup> menée à la fois sur les entreprises des deux échantillons permet d'apporter un premier éclairage à notre idée. Les P.M.E. étudiées dans les deux échantillons ne présentent pas les mêmes caractéristiques financières comme le montre le tableau suivant :

*Tableau No 2 : Synthèse de l'analyse financière*

	ECHANTILLON No 1	ECHANTILLON No2
Evolution des structures financières	69.69 % des entreprises présentent un solde net de trésorerie négatif	56.86 % des entreprises présentent un solde net de trésorerie positif
Evolution du B.F.R.	mauvaise gestion des composantes du B.F.R.	Bonne maîtrise du B.F.R.
Effort d'investissement	important et continu	stable
Solvabilité	ratio frais financier / EBE important	meilleure maîtrise de l'évolution des charges financières
rentabilité financière	stable	même évolution
rentabilité économique	42.42 % des entreprises connaissent une diminution de la rentabilité économique	Cette proportion est de 52.29 %
Risque de défaillance	30 % des entreprises présentent une forte probabilité de défaillance	Ce pourcentage est de 10 %

<sup>13</sup>L'analyse financière a été menée sur les années 1989, 1990 et 1991.

L'ensemble de ces résultats traduit une situation financière fragile, liée à un investissement important ce qui explique un risque de défaillance plus grand. Cette situation est aggravée par une conjoncture défavorable à des entreprises en croissance.

La logique d'un financement par capital risque n'est pas une liquidité à court terme. Pour le capital risquer, les dysfonctions à court terme sont logiques à cause des mutations existantes dans l'entreprise. Il privilégiera une vision à moyen terme de manière à estimer si les plus-values qu'il a escomptées, peuvent se réaliser. Le regard du banquier est différent. Il cherchera les P.M.E. ayant la capacité de rembourser les capitaux empruntés. L'importance des désajustements financiers dans les entreprises du premier échantillon justifie théoriquement un suivi, qui a pour mission de limiter le risque encouru par la participation.

**Le suivi financier de l'O.C.R. module la réalité financière de l'entreprise. Il en résulte une rupture partielle par rapport à la logique financière des P.M.E. familiales. En effet, des comportements demeurent stables principalement liés au cadre juridico-patrimonial de la P.M.E. familiale.**

Les comportements financiers affichés se situent dans une position intermédiaire entre la logique financière des P.M.E. et la logique financière des grandes entreprises. Ils traduisent une nouvelle logique financière pour ce type d'entreprise. C'est un greffon qui donne un nouveau fruit. On ne peut plus à proprement parler de P.M.E. à capital fermé; on n'est pas encore dans la logique des sociétés à capital ouvert.

## **II) PROPOSITION D'UN MODELE EXPLICATIF DE LA RELATION D'AGENCE O.C.R.- DIRIGEANT.**

Notre démarche se fera en trois temps. D'abord, nous chercherons les facteurs discriminants de la relation d'agence O.C.R. -dirigeant. Puis, nous présenterons le modèle explicatif de l'impact du suivi financier de l'O.C.R.. Nous terminerons par la présentation de nos principaux résultats.

### **1) Recherche des éléments discriminants de la relation d'agence O.C.R.-Dirigeants.**

La théorie de l'agence est avant tout descriptive et permet d'expliquer certains comportements financiers actuels. La notion centrale est donc celle de la relation d'agence.

Selon JENSEN et MECKLING<sup>14</sup>, "C'est un contrat selon lequel une ou plusieurs personnes, le(s) principal(aux) ou mandant(s), engage(nt) une autre personne, l'agent ou mandataire, pour accomplir des services, en son (leurs) nom(s), lesquels impliquent la délégation d'un pouvoir de décision".

En faisant intervenir explicitement les notions de représentation et de délégation dans la relation contractuelle, JENSEN et MECKLING donnent une définition relativement restrictive de la relation d'agence. Ce type de relation peut entraîner des différents. Ainsi, les dirigeants poursuivent des objectifs qui ne s'identifient pas forcément à ceux des actionnaires. Les dirigeants recherchent la maximisation de leur fonction d'utilité personnelle et non celle des actionnaires de l'entreprise.

La relation d'agence est caractérisée par deux éléments :

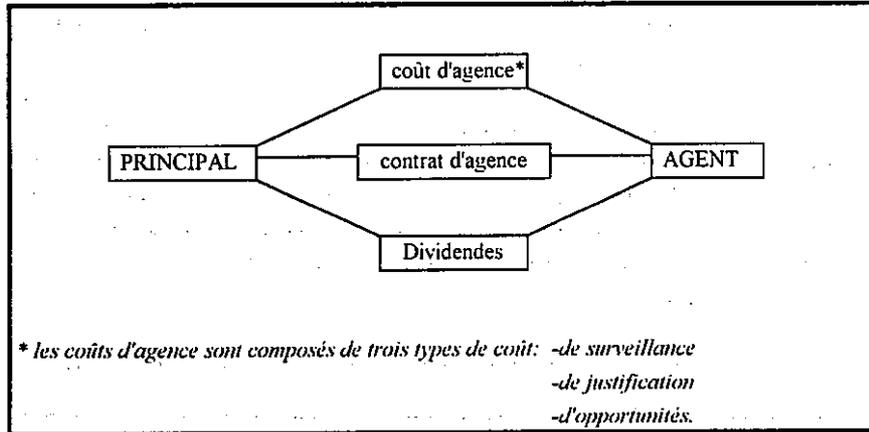
- la divergence d'intérêt entre le principal et l'agent;
- l'information imparfaite et asymétrique entre les intéressés.

La première caractéristique réside dans le conflit d'intérêts entre le principal et l'agent. L'approche de la théorie de l'agence retient l'hypothèse que le principal et l'agent ont chacun une fonction d'utilité qu'ils cherchent à maximiser. Cette divergence d'intérêt est une condition nécessaire mais non suffisante: en l'absence de toute autre condition, il serait possible pour résoudre le problème d'agence de développer des modes de contrats capables de conduire l'agent à agir dans le sens des intérêts du principal.

D'où, l'importance de la deuxième caractéristique : l'incertitude qui porte sur le résultat issu des termes du contrat. Deux facteurs se conjuguent pour développer une asymétrie informationnelle.

<sup>14</sup> citation page 311 de JENSEN M.C. et MECKLING W.H. - "Theory of the firm: managerial behavior, agency costs and ownership" - Journal of Financial Economics, Vol 3, octobre 1976, pp 305-360.

Dans le schéma théorique classique, la relation d'agence se réduit aux flux suivants:



Dans le cadre d'une opération de capital risque, la démarche est spécifique. La relation d'agence entre l'O.C.R. et le dirigeant implique une délégation de pouvoir. Néanmoins, les conditions de réalisation de relation O.C.R.- Dirigeants font que celle-ci intègre certains éléments discriminants. Le capital risqué se trouve face à une situation particulière par rapport au cadre théorique classique :

- son financement est principalement minoritaire, pendant une durée de temps définie mais non bornée à l'échéance.

- Il n'existe pas de marché lui permettant de sanctionner tout désaccord de gestion, l'O.C.R. est donc "collé" au capital de la P.M.E.. Face à cette situation, l'O.C.R. doit choisir des entreprises dont le management permet la mise en place d'un partenariat. Une sélection efficace des entreprises financées permet de limiter les cas de conflits. Le processus de sélection a été largement décrits par les principaux travaux<sup>15</sup> sur le capital risque. C'est un ensemble d'étapes qui ont pour objectif d'étudier à la fois, la qualité du business plan proposé et la qualité du management de la P.M.E.. Ce processus a pour finalité de mesurer le degré de confiance sur lequel va être construit le partenariat ou suivi. C'est une étape importante qui détermine l'intensité du suivi et par la même l'importance des changements sur l'organisation et le management de la P.M.E.

<sup>15</sup> On notera pour les travaux sur le capital risque français les contributions suivantes :

ZOPOUNIDIS C. - op cit page 2

FOURNIER T. -op cit page 2.

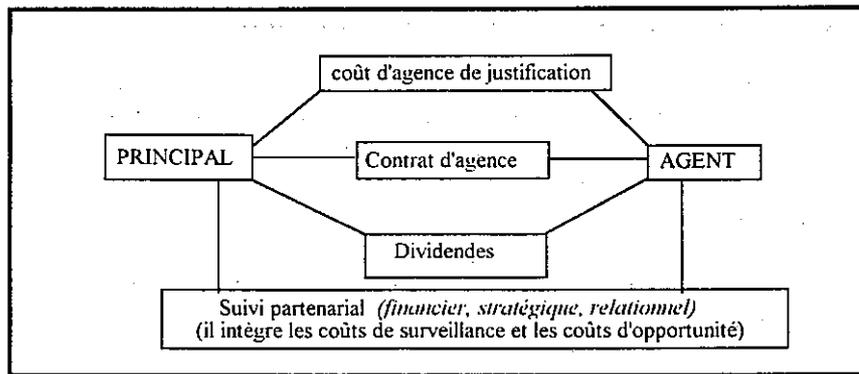
BESSIERO G. - "Contribution à la connaissance des comportements des banques et des sociétés de capital risque face au besoin de financement et des attentes des P.M.E. innovatrices en France et en R.F.A." - Thèse d'Etat de l'Université de Strasbourg, 1988, 550 pages.

PENAN H. - "Réorganisation stratégique des opérations de capital risque" - Cahier de Recherche de l'Université de Toulouse 1992, 25 pages.

Un autre facteur important est à mettre en avant. L'ouverture du capital à un organisme de capital risque est généralement un choix volontaire de la part du dirigeant. Les dossiers de financement sont souvent proposés par les dirigeants eux-mêmes conscients de l'apport que pourrait leur apporter la présence d'un capital risquer dans leur capital.

- Outre l'ensemble de ces considérations quant au contexte de l'ouverture du capital, l'O.C.R. se trouve face à une situation d'asymétrie d'informations. Il se doit de "suivre" sa participation dans le but de limiter tout risque de moins-value ou au pire la remise en cause de l'existence même de l'entreprise. Le suivi compense ce manque de pouvoir, de sanction tout en permettant de contribuer à l'augmentation de la valeur de l'entreprise. Il intègre un coût qu'il faut ajouter aux autres coûts d'agence.

La relation d'agence dirigeant - O.C.R. peut être représentée de la manière suivante:



L'ouverture du capital par financement par capital risque tend à faire du suivi un élément majeur de ce mode de financement. L'existence du suivi tend à remettre en cause l'une des hypothèses de la relation d'agence spécifiant que celle-ci se situe dans un contexte d'asymétrie informationnelle. En fait, ce suivi a pour fonction principale d'éviter cette situation. La réalité de ce métier montre que le suivi, quand il existe, implique une communication d'information essentiellement financière tout en laissant sur certains points une asymétrie informationnelle tant pour des raisons techniques que psychologique.

Au terme de cette première démarche, il nous reste à montrer à l'aide d'un modèle l'impact réel de la relation d'agence O.C.R. - dirigeant sur l'organisation et le management de la P.M.E. familiale.

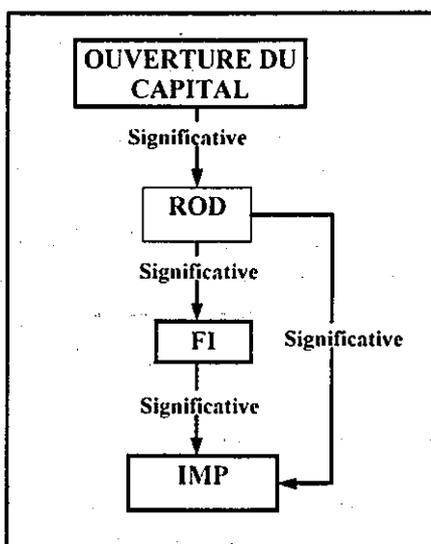
## 2) Construction du modèle explicatif du suivi financier de l'O.C.R.

Ce modèle répond à un double objectif :

- proposer une présentation originale de la relation d'agence en faisant du suivi, l'élément discriminant de cette relation;
- confirmer statistiquement les informations développées dans la première partie de l'article.

Il est composé de quatre blocs de variables<sup>16</sup> définis à partir des données de notre enquête:

**Tableau No 4 :** *Présentation du modèle explicatif.*



<sup>16</sup> Le bloc OUV regroupe l'ensemble des variables qui exprime le contexte de l'ouverture du capital avec l'O.C.R.

ROD est le bloc représentatif de la relation d'agence établie. Il est composé des variables de notre enquête qui expriment le suivi global de l'O.C.R. (suivi financier, suivi stratégique et relationnel).

FI reprend tous les points développés dans la première partie de notre travail: création d'une fonction financière, embauche d'un cadre financier, changements dans les champs de la fonction financière...

IMP : mesure l'impact sur la performance financière. Nous avons choisi d'exprimer la performance en fonction de trois critères : I1 : Rentabilité économique 1991- Rentabilité économique 1990, I2: Rentabilité financière 1991- Rentabilité financière 1990, et SC: le score Z de la Banque de France.

Cette représentation a pour intérêt de proposer trois dimensions :

- ☛ 1ère dimension : la recherche des éléments constitutifs de la relation d'agence entre l'O.C.R.- Dirigeants;
- ☛ 2ème dimension : l'analyse des contributions de cette relation sur l'organisation et le management de la P.M.E. familiale;
- ☛ 3ème dimension : la mise en évidence de l'ensemble de ces facteurs sur l'évolution de la performance financière.

Chaque liaison entre les blocs de variables a été étudiée à l'aide de la méthode de la corrélation canonique<sup>17</sup>.

### **3) Principaux résultat du modèle.**

#### **a) Mise en évidence du rôle du contexte de l'ouverture du capital dans l'intensité du suivi de l'O.C.R.**

La liaison étudiée est significative par rapport au premier facteur. On entend par facteur une dimension explicative qui ne peut être retenue que s'il est significatif du point de vue statistique. La corrélation canonique suit une loi de Fisher Snédécour. Nous avons retenu comme seuil de significativité pour chaque facteur une probabilité inférieure à 10 %.

	Ratio de vraisemblance	Appro F	Num DF	Den DF	Pr > F
1	0,00830348	1,5237	75	66,48221	0,0406
2	0,05379834	1,1324	56	56,6304	0,3210
3	0,17689485	0,92	39	45,166	0,6018

L'analyse des coefficients canoniques et des corrélations, nous permet d'obtenir des relations pertinentes par rapport au premier facteur.

Ainsi, une relation peut être définie entre les suggestions de l'O.C.R. au niveau organisationnel lors de l'ouverture du capital et le suivi financier:

<sup>17</sup>La corrélation canonique est une technique permettant l'analyse d'une relation entre deux groupes de variables. C'est une méthode à la fois exploratoire et explicative. Elle joue un rôle théorique important. "cette méthode permet de jeter un pont entre les formalismes de la régression multiple, de l'analyse discriminante, de l'analyse des correspondances et certaines de ces généralisation" (citation page 195, de LEBART L., MORINEAU A. et FENELON J.P. "Traitement des données statistiques" - Paris: Dunod 1977, 300 pages.

Cette relation confirme les résultats mis en avant précédemment. L'O.C.R. suggère souvent la mise en place d'une fonction financière à part entière dans le but de gérer la dimension financière de l'entreprise. Pour l'O.C.R., ce souci répond à trois objectifs :

- mettre en place un interlocuteur fiable dans l'entreprise;
- limiter le risque d'exploitation de l'entreprise tout en permettant à l'entreprise de réussir son projet de développement;
- valoriser sa participation via la modernisation du management de l'entreprise.

**b) Contribution de la relation d'agence au suivi financier.**

La corrélation canonique ROD-FI est significative au premier facteur.

	Ratio de vraisemblance	Appro F	Num DF	Den DF	Pr > F
1	0,00595415	1,4739	80	62,09251	0,0561
2	0,04989542	1,0201	60	52,97344	0,4726
3	0,16840783	0,8288	42	42,2960	0,7274

L'analyse des coefficients canoniques avec les corrélations obtenues permet d'étudier la relation entre le suivi des suggestions de l'O.C.R. avec les variables suivantes : mise en place d'un système d'information, développement des comportements de planification et création de la fonction financière.

Là encore, cette relation par rapport au premier facteur corroborent, les résultats obtenus précédemment. Par son suivi, l'O.C.R. suggère des changements dont l'intensité est fonction de la qualité du suivi. Ils reprennent les trois grands résultats obtenus dans la première partie de notre démarche :

- le suivi module le fonctionnement de l'entreprise;
- Il modernise par l'intégration ou le développement de nouvelles techniques;
- il module le management de la fonction financière (intégration de nouveau champ de la fonction financière (mise en place d'un système d'information financière et production d'une information régulière...)).

c) Recherche d'un impact sur la performance financière.

Nous procéderons en deux temps :

● *La liaison FI → IMP.*

La liaison étudiée est significative par rapport au premier facteur.

	Ratio de vraisemblance	Appro F	Num DF	Den DF	Pr > F
1	0,04715651	1,5846	48	42,43347	0,0647
2	0,21825491	1,1405	30	30	0,3606
3	0,54520197	0,9534	14	16	0,5315

Il existe par rapport au premier facteur une relation forte entre la rentabilité financière et la création d'une fonction financière au sein de la P.M.E.. La mise en place d'une telle structure peut permettre une meilleure gestion des flux financiers et assurer à l'entreprise une performance financière plus importante.

● *La liaison ROD → IMP*

La corrélation canonique est significative au premier facteur.

	Ratio de vraisemblance	Appro F	Num DF	Den DF	Pr > F
1	0,3576454	2,0885	15	69,41539	0,0206
2	0,64908758	1,5679	8	52	0,1574
3	0,8994154	1,0065	3	27	0,4071

Par rapport au premier facteur, on notera une forte relation entre le suivi financier et la rentabilité financière (I2). Le suivi financier, comme nous l'avons décrit, modèle l'action de la fonction financière et permet une utilisation plus pertinente des moyens de financement.

Ces données traduisent l'importance de la relation d'agence O.C.R.- Dirigeants sur l'impact de la performance financière par l'ensemble des changements apportés au sein de l'entreprise sur le plan financier. Ces P.M.E. sont confrontées à plusieurs impératifs :

- réussir une ouverture du capital. Nous avons vu que cette opération amenait des coûts d'agence.
- établir un partenariat actif. Il représente un coût pour l'entreprise (frais de déplacement, coût d'opportunité liés aux rencontres avec l'O.C.R., coûts liés à la communication d'information...);

**- changer l'organisation de l'entreprise tant sur le plan financier. Tous ces facteurs traduisent des désajustements qui ont des conséquences directes sur la performance globale de l'entreprise;**

**- réussir un projet de développement. Il passe par un effort d'investissement important fragilisant les structures financières des entreprises.**

Le caractère plus performant de la performance financière des entreprises du second échantillon est lié en partie au fait que celles-ci ne sont pas confrontées à ces différents coûts d'agence.

L'intérêt de notre démarche aura été d'apporter un premier éclairage sur l'apport du suivi d'un organisme de capital risque sur l'organisation d'une P.M.E. familiale. Au terme de cette recherche, il nous faut poser le problème de la validité externe de notre étude. Plusieurs critères doivent être retenus : le caractère régional de notre enquête, le choix d'un type d'organisme de capital risque, le type de P.M.E. choisi. Ce contexte appelle une grande prudence quant à une généralisation des résultats. Il en demeure que notre approche met en avant l'impact favorable de l'O.C.R. sur le développement et sur la réalité de la P.M.E.. Le capital risqueur est un acteur efficace dans la croissance de la P.M.E. et permet d'adapter ce type d'organisation aux nouvelles réalités de l'environnement.

## BIBLIOGRAPHIE

- ALBOUY M. et P. DUMONTIER - "Faut-il verser des dividendes ?" - Revue Française de Gestion, janvier 1985, pp 35-45.
- BAH - "Asymétrie d'information, théorie des signaux et structure du capital : une revue de la littérature" -
- BATTINI P. - "Capital risque : les règles du jeu" - Paris : Les éditions d'organisation, 1985, 300 pages.
- BERTONECHE M. et VICKERY L. - "Le capital risque" - Paris : Presses Universitaires de France, collection Que sais je ?, 125 pages.
- BESSIS J. - "Le capital risque et le financement des entreprises" - Paris : Economica 1988, 450 pages.
- BISSIRIOU G. - "Contribution à la connaissance des comportements des banques et des sociétés de capital risque face au besoin de financement et des attentes des P.M.E. innovatrices en France et en R.F.A." - Thèse d'Etat de l'Université de Strasbourg, 1988, 550 pages. cahier de recherche ESA CERAG Grenoble No 90-02, 1990.
- COBBAUT R. - "La politique de dividende" - in "Encyclopédie de gestion" de P. JOFFRE et Y. SIMON : Economica Paris 1989.
- COPIN G. - "Le capital risque en France : une mode ou une institution" - La revue française du financier No 46 juillet 1986, pp 14 - 20.
- FOURNIER T. - "L'investissement en capital risque en France : une pratique et une réalité" - Cahier Lyonnais de Recherche en Gestion, No 9, avril 1987, 42 pages.
- HIRIGOYEN G. - " Peut-on parler d'une politique des dividendes dans les moyennes entreprises familiales non cotées" - Banque février 1984 pp 207-210.
- HIRIGOYEN G. - "Caractéristiques des moyennes entreprises individuelles en France" - Banque, juillet 1991, pp 855-862.
- JACQUILLAT B. et LEVASSEUR M. - "Signaux, mandats et gestion financière : une revue de la littérature" - Les cahiers de recherche du CESA No 224 - 1983.
- JENSEN M.C. et MECKLING W.H. - "Theory of the firm: managerial behavior, agency costs and ownership" - Journal of Financial Economics, Vol 3, octobre 1976, pp 305-360.
- LEBART L., MORINEAU A. et FENELON J.P. - "Traitement des données statistiques" - Paris: Dunod 1977, 300 pages.
- MERIGOT J.G. et A. LABOURDETTE - "Eléments de gestion stratégique des entreprises" - Paris : Cujas 1980, 354 pages.
- MOUSSAOUI E. - "Contribution à la connaissance des objectifs financiers des P.M.E." - Thèse de 3ème cycle de Sciences de Gestion, Université de Bordeaux I, 1985, 350 pages.
- PENAN H. - "Réorganisation stratégique des opérations de capital risque" - Cahier de Recherche de l'Université de Toulouse 1992, 25 pages.
- PEYRARD J. - " Système financier et taille de l'entreprise" - Revue Française de Gestion " - Novembre 1978, pp 694-700;
- STEPHANY E. - "Contribution à l'étude de la liaison structure du capital, relation d'agence et performance financière : le cas des P.M.E. familiales d'Aquitaine financées par capital risque développement" - Thèse pour le Doctorat en Sciences de Gestion, Université de BORDEAUX I, 1994, 400 pages.
- ZOPOUNIDIS C. - "La gestion du capital risque" - Paris : Economica 1990, 160 pages.