

# LE RATIONNEMENT DES PETITES ENTREPRISES SUR LE MARCHE DU CREDIT : MYTHE OU REALITE ?

## QUELQUES ÉLÉMENTS DE RÉPONSES

ARTICLE POUR BANQUE ET MARCHÉS

### RÉSUMÉ

L'objet de cet article est de s'interroger sur l'existence d'un rationnement du crédit supérieur sur les populations de PME <sup>1</sup>. Dans ce but, nous avons eu recours à un modèle prenant en considération les déterminants de la demande et de l'offre de dettes financières. Après avoir estimé sur l'ensemble de l'échantillon les fonctions d'offre et de demande, la situation de chaque entreprise est évaluée.

Les principaux résultats de cette recherche sont :

- l'importance du régime de demande sur l'ensemble de la période et de la population des entreprises ;
- l'absence d'effet de substitution des dettes fournisseurs aux dettes financières, peut-être du fait de l'absence d'informations sur les clients des entreprises contraintes ;
- l'influence de la nature de l'actionnariat sur l'appartenance au régime d'offre ;
- l'appartenance plus fréquente des sociétés cotées en bourse au régime d'équilibre que les autres firmes.

### ABSTRACTS

The aim of the paper is to evaluate the determinants of the demand for and supply of financial debt. The main findings of this research are :

- the importance of credit rationing by demand over the period as a whole and across the population of firms ;
- the absence of any effect of substitution of debt to suppliers for debt to financial institutions, perhaps due to a lack of information about the customers of firms subject to credit rationing by supply ;
- the high frequency of firms with financial links subject to credit rationing by supply, which doubtless corresponds to specific methods for managing cash balances and the production cycle ;
- the fact that listed firms are more often in equilibrium than other firms.

Sylvie CIEPLY, IUP Caen

Email : [cieply@iupba.unicaen.fr](mailto:cieply@iupba.unicaen.fr)

Bernard PARANQUE, Professeur Associé Paris 1

Email : [bernard@bparanque.com](mailto:bernard@bparanque.com)

---

<sup>1</sup> Recherche réalisée dans le cadre de la convention Banque de France - Centre de Recherche Monnaie et Finance du Groupement d'Analyse et de Théorie Économique (GATE-CNRS). Une première version de ce travail a été présentée à la Table Ronde Finance et Industrie à Lyon les 26 et 27 mars 1997 et exposée à la 14<sup>e</sup> Conférence Internationale de Finance organisée par l'Association Française de Finance (AFFI) à Grenoble les 23, 24 et 25 juin 1997. Nous remercions en particulier Marc Antoine Kleinpeter, Dorothee Rivaud-Danset, Jean-Pierre Allégret, Nadine Levratto ainsi que le lecteur anonyme, qui nous ont fait bénéficier de leurs remarques. Nous restons seuls responsables des analyses et opinions émises dans ce travail qui ne sauraient engager la Banque de France. La version complète de cette étude est disponible auprès du Service de l'Information de la Banque de France sous la référence T97/02 – 8329701 « La contrainte de financement des entreprises industrielles françaises depuis 1985 ».

Depuis le repli de l'activité économique enregistré dès 1990, divers travaux ont montré que les entreprises présentent une sensibilité différente à la conjoncture selon leur taille. C'est en substance ce que révèlent les analyses de la Banque de France sur la situation du système productif publiées annuellement ou celle de Augory, Avouy-Dovi, Busque et Quéron (1996) sur l'évolution des données macro-économiques relatives aux PMI de 1985 à 1992.

« Il apparaît clairement que les petites et moyennes entreprises de l'industrie (PMI) se distinguent des grandes entreprises industrielles (GEI) aussi bien en termes d'évolution de la production ou de l'investissement qu'en termes de créations ou de destructions d'emploi. Ainsi, par rapport aux cycles d'activité, le comportement des PMI semble cyclique et proche de celui des SQS tandis qu'une certaine dissymétrie apparaît dans la réaction des GEI aux différentes phases d'activité » (Augory, Avouyi-Dovi, Busque et Quéron, 1996, p. 33).

Deux séries d'explications peuvent être mobilisées pour justifier cette sensibilité propre des PMI au cycle conjoncturel :

– une première argumentation est fondée sur les déterminants d'ordre réel. La sensibilité des PMI à l'évolution de la conjoncture s'expliquerait par la moins grande inertie de leur structure productive et donc leur plus grande flexibilité ;

– un second groupe d'explications rassemble des déterminants d'ordre financier, au sein duquel deux catégories de travaux peuvent être identifiées.

• Les travaux concernant l'existence d'un canal de crédit soulignent la position particulière des PME (Gertler, Gilchrist, 1993, 1994 ; Hubbard, 1995). Les PME porteraient prioritairement le fardeau d'un choc réel ou monétaire affectant l'économie en raison des imperfections caractérisant le fonctionnement des marchés du financement. Ces travaux mettent ainsi en évidence l'apparition d'un phénomène de « *flight to quality* » se traduisant par la diminution du volume de crédits au passif des PME (Oliner, Rudebusch, 1995). Ils ne réussissent pas cependant à identifier si cet effet résulte de la modification du comportement des prêteurs ou des emprunteurs.

• Les travaux étudiant spécifiquement la population PME soutiennent l'existence d'un « écart permanent dans les conditions d'accès au financement de ces entreprises » (« *small business capital gap* »). Un écart dans les conditions d'accès au financement est en général défini par deux caractéristiques (Garvin, 1971). Premièrement, le coût d'accès au financement est plus élevé pour les petites entreprises. Cette caractéristique a été soulignée sur le cas français et en ce qui concerne le marché du crédit par Bardos (1991). Deuxièmement, les PME « souffriraient » d'un déficit chronique de financement de longue période, que ce soit par émission d'actions ou par emprunts bancaires. Cette caractéristique a comme corollaire un endettement à court terme important qui peut expliquer la plus forte sensibilité de ces entreprises aux chocs conjoncturels. Tamari (1980) met en évidence la permanence de ce constat sur l'ensemble des pays industrialisés. Les analyses de la Banque de France soulignent l'importance, pour les petites entreprises, de l'endettement à court terme (Beau, 1991 ; Boissonade, Tournier, 1996). L'analyse des structures financières des entreprises selon leur taille nous a permis de souligner, sur la période 1990-1993, l'existence de différences significatives de comportements financiers, entre autres au seuil des 2 000 salariés (Cieply, Paraque, 1996). Les entreprises de moins de 2 000 salariés sont, en effet, plus endettées. La capacité bénéficiaire dans l'obtention d'un crédit est particulièrement importante pour ces entreprises qui sont très sensibles au coût de l'endettement. L'endettement étant, par ailleurs, la principale source de financement, le gonflement des besoins en fonds de roulement et / ou la chute du chiffre d'affaires ne peuvent pas être compensés, comme chez les grandes entreprises, par un recours accru au financement externe. En outre, leur effort d'accumulation

est plus soutenu que celui des grandes entreprises, ce qui induit des besoins de financement plus élevés (Paranque, 1994, 1996). Ces caractéristiques conduisent certains économistes ou décideurs politiques à soutenir l'hypothèse de l'existence d'un système financier discriminatoire à l'égard des petites entreprises et à justifier l'existence d'institutions financières spécialisées dans le financement de cette catégorie d'entreprises<sup>2</sup>. La domination de l'effet offre sur l'effet demande dans la formation des spécificités financières des entreprises en général et des PME en particulier n'a cependant, à notre connaissance, pas été identifiée. C'est à cette question que nous essayons de répondre dans cette étude, à partir des informations comptables et fiscales collectées par la Centrale de bilans de la Banque de France sur les entreprises des industries manufacturières<sup>3</sup>.

Notre démarche est la suivante.

– Dans une première section, nous présentons des déterminants théoriques de la structure financière d'une firme et nous identifions les différents équilibres pouvant caractériser le marché du crédit aux entreprises.

– Dans une deuxième section, nous exposons la spécification du modèle retenu et l'identification des effets offre et des effets demande. Nos choix méthodologiques sont justifiés, compte tenu de notre sujet d'analyse et des outils informatiques à notre disposition.

– Une troisième section présente les résultats de cette étude et rapproche l'appartenance à un régime d'autres indicateurs tels la défaillance, la cotation Banque de France, la taille ou encore l'existence de liens financiers.

– Enfin, une quatrième et dernière section présente les caractéristiques économiques et financières des entreprises selon le régime auquel elles appartiennent et soulève quelques interrogations concernant leur situation au regard de l'évolution de l'environnement monétaire.

## **1. LES DETERMINANTS DES STRUCTURES FINANCIERES DES ENTREPRISES ET L'IDENTIFICATION DE LEUR REGIME DE CREDIT**

### **1.1. La pluralité des déterminants de la structure financière d'une entreprise**

La recherche des déterminants de la structure financière des entreprises a fait l'objet d'une importante littérature depuis les travaux conduits par Modigliani et Miller (1958) sur la neutralité des modes de financement sur les décisions d'investissement de la firme. Deux catégories d'approches peuvent être distinguées.

– Pour la *théorie dite de la structure du capital* (Harris, Raviv, 1991), la structure financière de la firme est l'expression du système de préférence rationnelle de son (ses) dirigeant(s) dans un environnement marqué à la fois par la divergence des intérêts des acteurs économiques (dirigeants, propriétaires, dirigeants-propriétaires et créanciers) et par l'existence d'asymétries d'information entre ces acteurs. L'endettement de la firme est alors conçu comme un mécanisme permettant de gérer les conflits existant entre le dirigeant et les propriétaires ou le dirigeant-propriétaire et d'éventuels actionnaires. L'endettement limite en

---

<sup>2</sup> On peut identifier cette prise de position en Grande-Bretagne chez Bolton (1972), Wilson, (1979) et Middleton et alii (1995) ; aux Etats-Unis chez Garvin (1971), en Australie, Holmes, Kent (1991) enfin, en France, dans le rapport au Comité économique et social de Courbot (1973), le rapport « Risques de crédit » (CNC, 1995).

<sup>3</sup> Cf. la présentation des échantillons en fin d'article

effet le volume des ressources oisives de la firme (Théorie du *Free Cash Flow* de Jensen, 1986) et transfère la décision de continuité de l'exploitation à l'extérieur de la firme. L'endettement constitue ainsi un mécanisme de discipline en raison du risque de défaillance qu'il occasionne, limitant l'incitation des dirigeants à consommer pour leur propre compte la marge d'autofinancement dégagée par la société. Il signale par ailleurs aux outsiders la qualité de la firme (Ross, 1977) et permet donc finalement une résolution au moins partielle des conflits opposant dirigeant(s) et actionnaire(s). Le recours de l'entreprise à la dette n'est pas cependant illimité. La firme est incitée à limiter *de son propre chef* le niveau de sa dette, premièrement en raison des conflits émergeant entre les actionnaires d'une part et les créanciers d'autre part et, deuxièmement, en raison de l'existence d'autres mécanismes de signalement moins coûteux (par exemple, la distribution de dividendes). Dans ce cadre théorique, la structure financière observée est le reflet de la stratégie de l'emprunteur. L'entreprise recherche *un niveau d'endettement optimal*, dans un environnement caractérisé par des asymétries d'information<sup>4</sup>. Ce niveau d'endettement correspond à la *demande d'endettement exprimée* de l'entreprise.

– Pour la *théorie dite du rationnement du crédit*,<sup>5</sup> la structure financière de la firme est le reflet de la stratégie de maximisation des profits des prêteurs. La stratégie des prêteurs ne converge que très exceptionnellement vers celle des emprunteurs. Il peut alors exister des situations pour lesquelles l'offre de financement est inférieure à la demande. Cette situation particulière a été étudiée par Stiglitz et Weiss (1981). Ces auteurs montrent que l'apparition d'une telle situation sur le marché du crédit résulte de l'existence de phénomènes de sélection adverse<sup>6</sup> et d'aléa moral<sup>7</sup> qui ne permettent pas à une variation des taux d'intérêt d'équilibrer le marché. Le prêteur, ne pouvant jouer efficacement sur le niveau des prix, joue sur les quantités et limite, de manière rationnelle et indépendamment de tout contexte réglementaire, la quantité de crédit distribué. Williamson (1986) confirme le constat de l'existence d'un rationnement du crédit en mobilisant une argumentation sensiblement différente. Dans l'analyse de Williamson, le prêteur se trouve confronté, sur un marché informationnellement imparfait, à l'existence d'un comportement opportuniste des emprunteurs<sup>8</sup>. Les actions menées par les prêteurs pour limiter ce comportement, l'effort de contrôle (le *monitoring*), ne permettent pas toujours de réduire de façon économiquement viable ce phénomène. Dès lors, lorsque les coûts de contrôle excèdent les bénéfices attendus de cette action, le prêteur peut préférer limiter son offre de financement aux entreprises. Le marché du crédit est alors dit rationné puisqu'il subsiste une demande excédentaire non satisfaite. Le niveau d'endettement optimal de la firme, pour le prêteur, correspond au concept de *capacité d'endettement maximal de la firme*.

Le taux d'endettement optimal déterminé par la théorie de la structure du capital n'est pas a priori égal au taux d'endettement maximal déterminé par la théorie du rationnement du crédit, dans la mesure où les objectifs des prêteurs et des emprunteurs ne sont pas les mêmes. Il existe donc finalement une multidétermination de la structure financière observée chez une entreprise, qui peut simultanément ou alternativement résulter de la stratégie menée par

---

<sup>4</sup> Relevons que le terme d'optimal nécessiterait à lui seul un travail visant à le spécifier en particulier dans le cas d'entreprises dont les titres ne s'échangent pas sur un marché.

<sup>5</sup> Voir, pour une présentation de cette théorie, Levratto (1992)

<sup>6</sup> La *sélection adverse* résulte de l'existence d'asymétries d'information apparaissant avant la signature du contrat de prêt (asymétries d'information *ex ante*). Les prêteurs peuvent difficilement discriminer de manière efficiente les entreprises. Le taux d'intérêt ne constitue pas, en effet, un bon mécanisme de régulation sur ce marché. Une hausse des taux induit la sortie du marché des emprunteurs les moins risqués, si bien que seuls les plus mauvais risques restent finalement à la disposition des prêteurs sur le marché du crédit (Stiglitz, Weiss, 1981).

<sup>7</sup> L'*aléa moral* résulte de l'existence d'asymétries d'information apparaissant pendant le déroulement du contrat de prêt. L'emprunteur peut en effet choisir, une fois le financement octroyé, un projet plus risqué que le projet sur la base duquel il a obtenu son crédit. Il apparaît alors un phénomène de *substitution des actifs* que décrivent parfaitement Jensen et Meckling (1976) et Stiglitz et Weiss (1981).

<sup>8</sup> Des asymétries d'information peuvent se révéler *ex post*. Le prêteur ne peut alors évaluer avec exactitude le taux de rendement du projet réalisé par l'emprunteur qui peut être incité, pour minimiser ses remboursements, à déclarer un revenu inférieur au revenu effectivement réalisé (Williamson, 1986).

l'emprunteur (théorie du capital de la firme) et / ou de la stratégie menée par le prêteur (théorie du rationnement). Ang et Peterson (1986) proposent de lever cette multidétermination de la structure financière de la firme en représentant les décisions individuelles du prêteur, d'une part, et de l'emprunteur, d'autre part, dans le cadre d'un modèle de déséquilibre.

## 1.2. La représentation du marché du crédit dans le cadre d'un modèle de déséquilibre

La représentation du marché du crédit dans le cadre d'un modèle de déséquilibre a fait l'objet de nombreux travaux en macro-économie (Levratto, 1992). L'objectif de ces travaux était de repérer l'existence d'un rationnement du crédit et d'en estimer le montant. Ang et Peterson (1986) utilisent cette approche sur données individuelles pour analyser le comportement de 170 firmes sur le marché de la dette américain pour 3 années particulières : 1971, 1974 et 1977.

Notre analyse, bien que s'inspirant fortement des travaux de ces deux auteurs, s'en éloigne sur deux points.

– Premièrement, nous analysons dans cette étude le comportement d'endettement global de la firme, quelle que soit l'institution véhiculant la dette financière. Le niveau d'endettement observé prend en effet en considération à la fois le financement obligataire et bancaire. Les autres crédits (commerciaux, fiscaux, sociaux...) sont exclus du ratio d'endettement considéré.

– Deuxièmement, nous analysons la demande de dette financière d'une entreprise et l'offre de crédit à celle-ci, contrairement à Ang et Peterson qui ont étudié le comportement d'offre et de demande de titres de dette d'un même agent, la firme  $j$ , qui peut être à la fois prêteur et emprunteur sur le marché de la dette.

Le marché du crédit est caractérisé, dans notre analyse, de la façon suivante :

–  $L_j^D$  est le niveau d'endettement demandé par la firme  $j$  au moment  $t$ .  $L_j^D$  correspond au ratio d'endettement optimal de la firme  $j$ .  $L_j^D$  permet la maximisation de la valeur de firme  $j$  au cours de l'année  $t$  une fois prise en considération l'existence d'asymétries d'information et de conflits d'agence.

–  $L_j^S$  est le niveau d'endettement offert par le prêteur à l'entreprise  $j$  au moment  $t$ .  $L_j^S$  correspond à la capacité d'endettement maximale de la firme calculée par le prêteur.  $L_j^S$  permet à la banque de maximiser ses profits sur cette entreprise.

La situation de la firme sur le marché du crédit correspond alors à l'une des trois configurations suivantes :

1.- Si  $L^*_j = L^D_j = L^S_j$ , le marché est à l'équilibre. Le taux d'endettement observé correspond à la fois au taux d'endettement optimal déterminé par la firme et à la capacité maximale d'endettement de la firme déterminée par le prêteur.

2.- Si  $L^*_j = L^D_j$ , le taux d'endettement observé est alors le taux d'endettement optimal défini par la firme. La structure financière de l'entreprise est ainsi définie par la demande.  $L^S_j$  est supérieur à  $L^D_j$ , il existe une offre excédentaire de crédit pour cette entreprise de la part des créanciers. Les entreprises présentant ces caractéristiques sont dites se trouver dans un *régime de demande de crédit*, dans la mesure où les structures financières sont déterminées par le côté demande du marché, les emprunteurs.

3.- Si  $L^*_j = L^S_j$ , le taux d'endettement observé correspond au taux d'endettement maximal de la firme issu de l'analyse financière du prêteur sur cette entreprise.  $L^D_j$  est inférieur à  $L^S_j$ . Il existe une demande non satisfaite de crédit pour cette entreprise sur le marché. Les entreprises présentant ces caractéristiques sont dites se trouver dans un *régime d'offre de crédit*, dans la mesure où les structures financières sont conditionnées par le côté offre du marché, les prêteurs.

Régime			Sens de la contrainte
Équilibre	$L^*_{jt} = L^D_{jt} = L^S_{jt}$	Équilibre	↔
Déséquilibre I	$L^*_{jt} = L^D_{jt}$	Régime de demande	Le prêteur est contraint.
Déséquilibre II	$L^*_{jt} = L^S_{jt}$	Régime d'offre	L'emprunteur est contraint.

### 1.3. À propos du concept de régime de crédit

Bien que notre démarche s'inscrive dans le cadre d'une problématique de rationnement d'équilibre (Levratto, 1992), le recours au vocabulaire de régime de crédit doit être fait avec prudence. Si l'hypothèse de la recherche d'un taux d'endettement optimal peut être relativement facilement justifiée (à défaut d'être plus facilement calculable), en revanche il est plus difficile d'estimer la pertinence du taux d'endettement maximal sans information sur les prêteurs, quand on travaille uniquement sur données comptables d'entreprises. En effet, le taux d'endettement optimal est celui qui permet la maximisation de la valeur de la firme si celle-ci est cotée ou celui qui permet de maximiser la rentabilité financière *via* l'effet de levier pour les sociétés non cotées. Dans ce dernier cas, le taux d'endettement optimal est alors un élément de la maximisation du taux de profit. En revanche, la définition du taux d'endettement maximal relève, par construction, de l'offre. Elle intègre, en plus des éléments relatifs à la relation banque-entreprise, ceux relatifs aux contraintes de rentabilité du prêteur. Or nous élaborons sa fonction à partir d'une lecture de la situation économique et financière de l'emprunteur, telle que pourrait la faire le prêteur à partir de ses propres contraintes, inconnues pour nous. Autrement dit, la mise en évidence d'un régime d'offre est délicate en l'absence des éléments permettant d'identifier la situation financière du prêteur lui-même et de ses propres normes d'évaluation de l'emprunteur. De même, y compris dans le cas d'un régime de demande, il est difficile d'évaluer dans quelle mesure le taux d'endettement optimal poursuivi par la firme

n'intègre pas déjà l'état du marché final (demande effective) et du marché du crédit. En effet, l'entreprise a pu internaliser la contrainte du financement (le taux d'endettement maximal défini par le prêteur), ce qui reviendrait à renoncer aux projets pour lesquels le taux d'endettement optimal est supérieur au taux maximal défini par la banque. De manière synthétique, les projets retenus seraient ceux pour lesquels le financement pourrait être trouvé aux conditions du marché. Dans ce contexte, le régime de crédit est un concept relatif. En situation de régime de demande, une partie de cette demande n'a peut-être pas été exprimée par l'entreprise, compte tenu de la perception des conditions de l'offre qu'elle a. C'est pourquoi nous essayons de construire une demande et une offre *notionnelle* de financement en introduisant, en plus des indicateurs relatifs aux enseignements de la théorie de l'information, des indicateurs relatifs à l'environnement de l'agent considéré (activité économique pour la firme, environnement monétaire pour le prêteur). Notons enfin que le critère d'optimalité ici retenue est très orthodoxe dans la mesure où nous réduisons la problématique de création et de répartition de la valeur aux seuls dirigeants, actionnaires et créanciers, en ignorant les autres acteurs que sont, par exemple, les salariés, les clients ou encore les fournisseurs.

## 2. LA DEMANDE ET L'OFFRE DE CREDIT

La variable dépendante choisie dans cette étude est le taux d'endettement, qui fournit une représentation synthétique de la structure financière de la firme. Il est calculé, comme l'ensemble des ratios, suivant la méthodologie d'analyse financière de la Banque de France. Il rapporte les *dettes financières plus concours bancaires courants au capital engagé*<sup>9</sup> et constitue un indicateur de l'endettement financier total de la firme.

### 2.1. La fonction de demande individuelle de crédit : le choix par la firme d'une structure d'endettement optimale

Dans cette sous-section, nous identifions les facteurs incitant l'entreprise à s'endetter, mais aussi les facteurs l'incitant à limiter de son propre chef sa dépendance financière. Nous tenons compte également de l'environnement financier de la firme susceptible de refléter sa sensibilité aux contraintes gérées par les prêteurs. Le choix des ratios se fait en essayant d'identifier le (ou les) « processus cognitif(s) sur la base duquel (desquels) les agents déterminent leurs besoins et leur capacité de financement » (Levratto, 1992, page 37) ou élaborent leurs décisions d'octroi de crédit.

---

<sup>9</sup> Capital engagé = financement propre + dettes financières (y compris effets escomptés, billets de trésorerie et crédit-bail).

Dans une étude antérieure (Cieply, Paraque, 1996) nous avons montré l'évolution parallèle des ratios d'endettement suivants :

- apports extérieurs (emprunts + concours bancaires courants + prêts groupe et associés) sur capital engagé,
- taux d'apport externe,
- endettement sur capital engagé,
- taux d'endettement.

### 2.1.1. Les facteurs favorisant l'endettement de la firme

L'entreprise cherche à s'endetter dans deux cas.

– Lorsque la firme perçoit une évolution favorable de ses débouchés, elle anticipe une augmentation de ses besoins de financement, ce qui induit une augmentation du niveau de sa dette. Le ratio **taux de variation du chiffre d'affaires** peut permettre de saisir ce phénomène.

Un indicateur d'environnement financier est également introduit dans la fonction de demande de crédit de la firme. Cet indicateur entre dans les anticipations d'activité des agents. Bernanke (1990) et Bernanke et Blinder (1992) ont en effet montré que le spread des taux d'intérêt contient une information sur l'activité future. L'augmentation du spread de taux par terme (taux long – taux court) accompagne l'anticipation par les agents rationnels d'un choc positif sur l'activité réelle. Nous retenons l'écart entre le taux au jour le jour et le taux long pour appréhender cette liaison entre l'endettement et l'activité réelle. La demande de crédit de la firme suit alors une fonction négative du spread taux au jour le jour moins taux long (soit une fonction positive du spread taux long –  $t_{jj}$ )<sup>10</sup>.

– Lorsqu'une entreprise désire émettre de nouvelles actions ou lorsqu'une entreprise a besoin d'ouvrir son capital à des outsiders, ce qui correspond tout particulièrement à la situation des PME en croissance, l'endettement constitue un mécanisme de discipline et de signalement. L'endettement est une fonction positive du signalement.

Le problème de la non-incitation à investir de manière optimale<sup>11</sup> est supposé, dans la littérature économique, particulièrement sensible chez les entreprises présentant de fortes opportunités de croissance qui peuvent, soit lancer des projets trop risqués, soit ne pas lever une option de croissance. Pour appréhender ce risque, Ang et Peterson (1986) retiennent un indicateur de la rigidité de la structure productive approchée, dans notre étude, par le ratio « équipement productif/capital engagé ». Plus ce ratio est faible, plus l'entreprise peut avoir besoin de renforcer son potentiel de production. Titman et Wessels (1988), quant à eux, cherchent à appréhender l'existence pour la firme d'opportunités de croissance. Nous estimons celles-ci dans ce travail à l'aide du taux d'accumulation élargie<sup>12</sup>. Ces deux ratios, destinés à apprécier la capacité de l'entreprise à saisir des opportunités de croissance, peuvent donc signaler un risque d'investissement sous-optimal

### 2.1.2. Les facteurs favorisant une réduction de la demande de crédit par la firme

Plusieurs éléments sont susceptibles d'inciter l'entreprise à limiter *de son propre chef* son utilisation de la dette.

– Premièrement, l'entreprise peut signaler son autodiscipline. Le dirigeant de la firme a, en effet, une solution alternative à l'endettement pour résoudre les problèmes d'agence qu'il rencontre dans ses relations avec les actionnaires. Il peut en effet envoyer un signal à ces agents, *via* sa politique de distribution des dividendes. Ce message est généralement jugé efficace car il ne peut être que difficilement imité par une mauvaise entreprise qui ne possède pas les flux de liquidité nécessaires au règlement des dividendes<sup>13</sup>. L'idée développée est que le

---

<sup>10</sup> Statistiques élaborées et mises à notre disposition par le service des séries monétaires et économiques (BSME) de la Banque de France

<sup>11</sup> Cette politique d'investissement sous-optimale repose soit sur une stratégie de *sous investissement* liée notamment aux prélèvements en nature réalisés par l'entrepreneur au détriment de la société (Jensen, Meckling, 1976), soit sur une stratégie de *surinvestissement* liée à une prise de risque excessive de l'emprunteur dans des projets dont la rentabilité est incertaine et qui risquent d'induire une forte dévalorisation du titre de la firme (Jensen, 1986).

<sup>12</sup> (Investissement total + variation des besoins en fonds de roulement)/capital engagé

<sup>13</sup> Quintart et Zisswiller, (1985) et Cobbaut (1994) fournissent une revue de la littérature sur ce sujet.



paiement de dividendes est un signal des flux de liquidité (capacité bénéficiaire) futurs de l'entreprise dans un contexte informationnel asymétrique. Les investisseurs extérieurs peuvent, si l'on suppose que ces agents suivent un modèle d'anticipations rationnelles, anticiper l'évolution des résultats de la firme. Les asymétries d'information diminuent alors en conséquence. L'annonce des dividendes est perçue comme une bonne nouvelle par les actionnaires potentiels. Pour les titres cotés, l'émission de dividendes se traduit par une hausse du cours du titre. La politique de distribution de dividendes se substitue ainsi à la politique d'endettement pour signaler la qualité de la firme. L'endettement suit alors une fonction décroissante de la distribution de dividendes qui est saisie par le ratio **dividendes / capitaux propres**.

– Deuxièmement, les dirigeants et / ou les actionnaires peuvent, de leur propre chef, souhaiter réduire le risque de banqueroute, compte tenu des coûts qu'ils devraient supporter. La maîtrise de ce risque passe tout à la fois par la démonstration de la viabilité économique des projets, la présentation de garanties, mais aussi par l'acceptation que le prêteur exerce un contrôle plus strict ou exige une prime de risque dont le coût peut être finalement reporté sur le coût de l'endettement proposé à l'entreprise.

- Le degré du risque de défaillance est apprécié par les ratios **charges financières / excédent brut global** et **besoins en fonds de roulement / capital engagé**<sup>14</sup>.

- Le coût de l'endettement retenu est le **coût moyen de l'endettement** supporté par la firme à la fois sur les emprunts et sur les concours bancaires courants. Ce ratio est mesuré par le rapport « charges financières / endettement ».

Pour gérer l'ensemble des contraintes évoquées précédemment, l'entreprise peut préférer s'autofinancer (Myers, 1984 et Myers, Majluf, 1984). Cette préférence pour le financement interne constitue un des enseignements de la théorie du financement hiérarchique. Pour prendre en considération cet élément comportemental des firmes, Titman et Wessels (1988) proposent de considérer la profitabilité qui est un indicateur de la disponibilité des financements internes. Nous utilisons comme *proxy* de la profitabilité le ratio **capacité nette d'autofinancement / capitaux propres** qui est une évaluation de la rentabilité financière nette pour l'actionnaire avant distribution. Ce ratio devrait jouer un rôle négatif sur la demande d'endettement de la firme.

La possibilité pour l'entreprise d'émettre des titres dans le public constitue également une source alternative de financement pouvant jouer négativement sur la décision d'endettement de la firme. Ce financement alternatif est saisi par le ratio **augmentation nette de capital / capital engagé** dont le rôle sur l'endettement devrait également être négatif.

Les ratios intégrés dans la fonction de demande de crédit des entreprises sont présentés dans le tableau suivant.

---

<sup>14</sup> Il s'agit de ratios particulièrement déterminants dans la détection de la défaillance (Bardos, 1991, 1995).

Tableau 1

LA DEMANDE DE CRÉDIT PAR LA FIRME DANS LA THÉORIE DE L'INFORMATION :  
CHOIX DES VARIABLES COMPTABLES REPRÉSENTATIVES

Ratios	Facteurs favorisant la demande		Facteurs limitant la demande	
	Risque d'investissement sous optimal	Environnement économique	Risque de défaillance	Financements alternatifs
Équipement productif/capital engagé	×			
Taux d'accumulation élargie	×			
Taux de variation du chiffre d'affaires		×		
Dividendes/capitaux propres (taux de rémunération des actionnaires)				×
Coût moyen de l'endettement			×	
Frais financiers/EBG			×	
Besoins en fonds de roulement/ capital engagé			×	
Capacité d'auto-financement nette/ capitaux propres (rentabilité financière nette)				×
Augmentation nette de capital / capital engagé				×
TJJ - TMBO		×		

## 2.2. La fonction d'offre individuelle de crédit : les limites exogènes à l'endettement de la firme

La politique d'endettement de la firme peut être contrainte par la stratégie propre de maximisation des profits des prêteurs et, en particulier, des banques. Alors que précédemment les limites à l'endettement étaient déterminées par les entreprises elles-mêmes, la théorie du rationnement du crédit nous enseigne que le prêteur peut limiter son offre de financement à l'entreprise qui enregistre alors un niveau d'endettement inférieur à l'endettement désiré *ex ante*. Les prêteurs et les agents peuvent cependant mettre en place des mécanismes de sélection, de contrôle et de signalement permettant de réduire ce rationnement du crédit. Enfin, un facteur environnemental est introduit dans la spécification de l'offre de financement. Ce facteur est supposé limiter de manière exogène la capacité des prêteurs à distribuer des crédits.

### 2.2.1. Les facteurs limitant l'offre de financement du prêteur

Le prêteur contrôle régulièrement l'activité de l'entreprise financée pour anticiper les signes de rupture dans la maîtrise de la contrainte de solvabilité. Le **taux de variation du chiffre d'affaires** constitue alors un indicateur de l'évolution du marché de l'entreprise et des tensions susceptibles d'apparaître sur les besoins de financement. De même, la **part des besoins en fonds de roulement dans le capital engagé** permet d'apprécier les risques de détresse financière encourus. Enfin le ratio **annuité d'emprunts/excédent brut global** estime la charge de remboursements de l'entreprise. On s'attend alors à une relation négative entre ces ratios et l'offre de crédit des prêteurs.

La banque limite également son octroi de crédit si les aléas de moralité ou / et l'opportunisme des emprunteurs sont importants, c'est-à-dire si la politique d'investissement des entreprises est sous-optimale pour le prêteur. Nous réutilisons le ratio précédemment proposé pour saisir ce risque, à savoir le ratio **équipement productif / capital engagé** ainsi que le **taux de variation du chiffre d'affaires**<sup>15</sup>. La stratégie de limitation des risques du prêteur peut alors entrer en conflit avec la stratégie d'endettement des firmes.

<sup>15</sup> Une entreprise dont l'activité fluctue peut plus aisément cacher ses résultats aux prêteurs.

## 2.2.2. Les facteurs favorisant l'offre de crédit du prêteur à l'entreprise

Face à ces divergences d'intérêts, les prêteurs et les emprunteurs ne restent pas passifs et s'engagent dans des mécanismes de sélection et de contrôle pour les uns, de signalisation pour les autres.

### 2.2.2.1. Les actions du prêteur

Le prêteur, et en particulier la banque, met en place des **mécanismes de sélection des candidats** au crédit en leur proposant différents couples {coût du crédit/garantie} (Bester, 1985). Selon leur situation, les entreprises ont accès à des conditions de financement différentes révélant leur état du point de vue de la banque. Les firmes pour lesquelles est identifié un couple « fort taux d'intérêt, faible niveau de garantie » peuvent être considérées comme des entreprises à haut risque. À l'opposé, celles qui présentent un couple « faible taux d'intérêt, fort niveau de garantie » seraient plutôt à faible risque. Elles ont la possibilité de mettre en jeu un montant important de garantie en contrepartie d'une réduction du niveau des taux d'intérêt ou le pouvoir de négocier le couple. Pour prendre en compte ce mécanisme de sélection, sont retenus dans notre analyse le **coût de l'endettement** et les indicateurs du niveau des garanties que pourrait, le cas échéant, apporter l'emprunteur au prêteur, les ratios **titres et participations / capital engagé** et **équipement productif / capital engagé**. Ces éléments sont supposés être affectés de signes opposés dans la fonction d'offre.

### 2.2.2.2. Les actions de l'emprunteur

L'entreprise n'est pas un agent passif face à l'existence des asymétries d'information. L'entreprise envoie des signaux aux prêteurs. La théorie du signal sur le marché du crédit retient différents messages. Le dirigeant peut signaler la qualité de l'entreprise par son engagement financier (hors prêts et comptes courants) au capital de la firme (Leland, Pyle, 1977), mais cette information n'est pas disponible. L'entreprise peut également signaler sa capacité à dégager du profit et de la trésorerie. Le ratio **autofinancement / financement propre** constitue un indicateur de la capacité de remboursement de la firme puisqu'il mesure la rentabilité brute de l'entreprise après paiement des dividendes. La politique de distribution des dividendes peut également avoir un pouvoir informationnel significatif. L'importance du ratio **dividendes / capitaux propres** souligne l'intensité de la rémunération des actionnaires de la firme et la capacité de celle-ci, le cas échéant, à lever de nouveaux fonds propres, c'est-à-dire à consolider sa situation financière. En revanche, lorsque l'entreprise est contrôlée par ses dirigeants, ce ratio est aussi un indicateur des prélèvements réalisés par ces derniers sur le profit de la firme, dans le but d'augmenter leur niveau de satisfaction personnelle, éventuellement au détriment du niveau d'utilité atteint par la firme. Enfin, l'existence de relations entre l'emprunteur et un autre apporteur de capitaux, plus informé que le prêteur considéré, signale à ce dernier la qualité de la firme (Cieply, 1995 ; Cieply, Hancké, 1996). Les **prêts de groupe ou des associés** peuvent jouer ce rôle de signal, véhiculé par les bilans des agents, du principal informé au principal moins informé. Il en est de même avec les **augmentations nettes de capital**, avec toutefois une difficulté selon la nature du prêteur. Elles peuvent être analysées soit comme un signe de confiance dans la qualité des projets d'investissement (bonne nouvelle) mais aussi signaler le désir des actionnaires de partager les risques avec des nouveaux venus (mauvaise nouvelle).

## 2.2.3. L'influence de l'environnement financier sur l'offre de financement du prêteur

Un indicateur des conditions de refinancement des agents prêteurs est retenu. Il s'agit ainsi de saisir les contraintes financières supportées par les prêteurs. Pour l'offre de crédit total, nous retenons comme indicateur de cette situation environnementale le **taux au jour le jour (Tjj)** qui constitue le prix courant des ressources financières d'un établissement financier. Le signe attendu de la relation entre le Tjj et l'offre de financement est négatif. En effet, plus le

coût du refinancement est élevé, plus la sélection des projets est importante, moins l'offre de crédit est abondante.

En résumé, les ratios retenus sont les suivants :

Tableau 2

L'OFFRE DE CRÉDIT PAR LE PRÊTEUR DANS LA THÉORIE DE L'INFORMATION :  
CHOIX DES VARIABLES COMPTABLES REPRÉSENTATIVES

Ratios	Facteurs limitant l'offre			Facteurs favorisant l'offre		Environnement financier et monétaire
	Risque de défaillance	Aléa moral	Opportunité	Sélection	Signalement	
Charge de la dette	x					
Équipement productif/capital engagé		x		x		
Titres et participations / capital engagé				x		
Coût moyen de l'endettement				x		
Taux de variation du chiffre d'affaires	x		x			
Besoins en fonds de roulement/ capital engagé	x					
Autofinancement/ financement propre (rentabilité financière brute)					x	
Dividendes/capitaux propres (taux de rémunération des actionnaires)					x	
Augmentation nette de capital / capital engagé					x	
Taux au jour le jour						x
Prêts des groupe et associés/ apports externes					x	

**TABLEAU SYNTHÉTIQUE DES VARIABLES ET DE LEUR APPELLATION** <sup>16</sup>

$X_D = \{1, M1, M4, M7, B12, T2, J4, M11, B11, B5, ECTAUX\}$  taux d'endettement optimal

$X_O = \{1, M1, M4, M7, B12, T2, J4, J3, B7, B10, T4, TAJJ\}$  taux d'endettement maximal

Avec :

B7	<i>Charge de la dette (frais financiers + annuité d'emprunts/EBG)</i>
M1	<i>Taux de variation du chiffre d'affaires</i>
M4	<i>Besoins en fonds de roulement/capital engagé</i>
B11	<i>Capacité d'autofinancement nette/capitaux propres</i>
M7	<i>Équipement productif/capital engagé</i>
B12	<i>Dividendes/capitaux propres</i>
B5	<i>Taux d'accumulation élargie</i> <sup>17</sup>
T2	<i>Coût moyen de l'endettement</i>
B10	<i>Autofinancement/financement propre</i>
T4	<i>Prêts des groupe et associés/apports externes</i>
J3	<i>Participation/capital engagé</i>
J4	<i>Augmentation nette de capital/capital engagé</i>
M11	<i>Frais financiers/EBG</i>
TAJJ	<i>Taux au jour le jour annualisé</i> <sup>18</sup>
ECTAUX	<i>Écart de taux, « taux au jour le jour – taux des obligations d'État à 10 ans »</i>

<sup>16</sup> Le taux d'endettement estimé dans chaque cas est une fonction de variables. Autrement dit, chaque vecteur fait appel aux effets des liaisons entre variables et non à la variable en tant que telle, isolée des autres. En d'autres termes, ce qui fait sens, c'est la combinaison des variables ; elles font « système ». Chaque variable est ainsi un indicateur de la politique de financement de la firme qui, combinée à d'autres, va nous permettre de définir un régime de crédit. Il ne s'agit pas d'étudier le signe du coefficient résultant des régressions mais d'appréhender la situation économique et financière de l'entreprise au travers de son taux d'endettement (et non la variation de celui-ci), à l'aide d'indicateurs susceptibles de nous éclairer sur les déterminants du régime de crédit auquel elle pourrait appartenir.

<sup>17</sup> Investissement total + variation des besoins en fonds de roulement/capital engagé

<sup>18</sup> Le taux au jour le jour est la moyenne glissante annuelle du  $t_{ij}$  mensualisé : il est affecté, comme l'écart de taux, à chaque entreprise pour sa valeur à la date d'arrêt des comptes de celle-ci.

## 2.3. La méthode retenue

L'objet de cette investigation est de nous interroger sur la nature du régime dominant sur le marché du crédit français et d'identifier le poids des entreprises de petite dimension dans la classe des entreprises appartenant à un régime d'offre. Il s'agit de savoir si ces PME sont sur-représentées dans la catégorie des entreprises appartenant à un régime d'offre, ce qui correspondrait à l'hypothèse de l'existence d'un « *small business capital gap* ».

Pour réaliser cet objectif, notre démarche repose sur les trois étapes suivantes.

– Premièrement, nous régressons l'endettement observé, d'une part sur le vecteur d'offre et, d'autre part, sur le vecteur de demande. Nous comparons ensuite la qualité de chaque régression <sup>19</sup>.

– Deuxièmement, à l'issue des deux régressions, on obtient la valeur estimée au seuil de 5 % de la valeur observée. Dans le cas de la fonction d'offre, on estime la capacité d'endettement maximale. Dans le cas de la fonction de demande, on estime le taux d'endettement optimal. Pour déterminer l'appartenance d'une entreprise à un régime, on compare les deux valeurs estimées du taux d'endettement selon les fonctions correspondantes. Si, pour une entreprise donnée, le taux d'endettement optimal estimé est inférieur à la capacité d'endettement maximale estimée, alors l'entreprise est considérée comme étant en régime de demande. Elle est en régime d'offre dans le cas contraire et à l'équilibre quand les valeurs estimées ne sont pas statistiquement différentes. La situation dominante à chaque date est déterminée en comparant les proportions d'entreprises par régime.

– Troisièmement, l'hypothèse d'un rationnement du crédit supérieur sur la population des PME est analysée à la lumière de la fréquence de chaque taille d'entreprise dans le régime d'offre (contribution de ces firmes au Chi2 du régime) afin de vérifier si cette population y est sur-représentée.

Pour contrôler l'absence de contradiction et pour juger la pertinence des régimes identifiés, nous croisons les résultats obtenus avec deux indicateurs construits de manière indépendante du régime de crédit, à savoir, d'une part, la cotation Banque de France <sup>20</sup> et, d'autre part, l'existence d'un événement judiciaire suivant l'exercice pour lequel le régime est déterminé. Le premier résulte d'une appréciation faisant intervenir à la fois des informations

---

<sup>19</sup> L'utilisation des moindres carrés ordinaires (MCO) n'est pas exempte de critiques. Quandt (1988) a montré que cette méthode pouvait aboutir à des résultats biaisés, compte tenu de l'existence d'une conditionnalité entre la régression réalisée et le régime posé a priori. Cette conditionnalité peut, en effet, aboutir à une corrélation entre l'erreur et les variables explicatives, ce qui viole une des hypothèses des MCO. Au vu de cette critique, Quandt (1988) préconise une démarche basée sur l'utilisation de la méthode du maximum de vraisemblance (MMV) pour identifier les régimes. La conditionnalité des résultats à une hypothèse de domination d'un régime peut être ainsi supprimée. La réalisation de ce programme bute cependant sur une mise en oeuvre complexe (Legendre, Mihoubt, 1990). Compte tenu des difficultés calculatoires et de la non-disponibilité d'un programme proposant le maximum de vraisemblance adapté aux données individuelles continues, nous retenons pour l'instant une démarche bâtie sur les MCO.

<sup>20</sup> La cotation est attribuée par le directeur de la succursale de la Banque de France dont la société relève. Outre des éléments qualitatifs, la **cote de crédit 3** est attribuée à une entreprise qui satisfait aux conditions suivantes :

- la situation financière et la rentabilité, appréciées au vu de documents comptables récents, justifient une opinion favorable,
- les dirigeants, les détenteurs de capitaux et les entreprises qui sont apparentées ou avec lesquelles l'entreprise concernée entretient des relations étroites n'appellent ni attention particulière, ni réserves,
- les paiements sont assurés avec une régularité suffisante pour ne pas entraîner une altération de la cote de paiement.

Cette cote de crédit 3 revêt une importance particulière pour tous les destinataires de la cotation et, en particulier, les établissements relevant de la loi bancaire : en effet, les crédits en francs d'une durée résiduelle au plus égale à deux ans que ceux-ci consentent à des entreprises bénéficiant d'une cote 3 sont éligibles aux interventions de la Banque de France sur le marché monétaire.

La **cote de crédit 4** est attribuée à une entreprise pour laquelle la Banque de France dispose d'une documentation comptable récente et dont la situation appelle une attention particulière.

La **cote de crédit 5** est attribuée à une entreprise dont la situation motive des réserves ou, par exemple, suite à la nomination d'un administrateur provisoire.

La **cote de crédit 6** est attribuée à une entreprise dont la situation motive des réserves graves.

comptables mais aussi des renseignements qualitatifs sur la situation économique de l'entreprise et ses perspectives de croissance. Le second est souvent la conséquence d'une rupture de trésorerie, d'une crise de liquidité ou de perte d'un client important. Sa fréquence est d'autant plus vraisemblable que l'entreprise est fortement endettée et confrontée, de ce fait, à une charge de la dette élevée.

### **3. DEPUIS 1985, LA PROPORTION DES ENTREPRISES CONTRAINTES PAR L'OFFRE DE CREDIT EST STABLE**

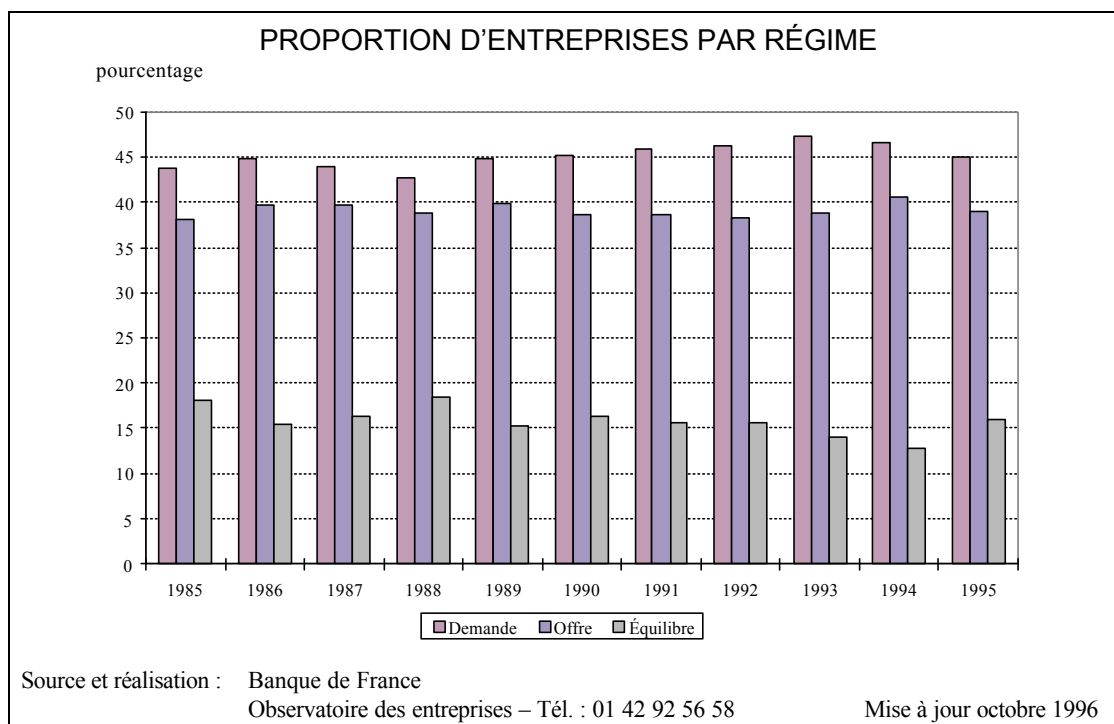
#### **3.1. Les entreprises sont plus souvent en régime de demande**

Les premiers résultats obtenus à partir des régressions conduites sur le taux d'endettement selon, d'une part, la fonction dite de demande, d'autre part, la fonction dite d'offre<sup>21</sup>, montrent que les entreprises industrielles sont plus fréquemment en régime de demande sur les dix dernières années. L'offre de crédit paraît donc être contrainte par la demande, de manière constante, pour une proportion relativement stable d'entreprises<sup>22</sup>.

---

<sup>21</sup>Cf. annexe

<sup>22</sup> Il reste néanmoins à déterminer la nature de cette contrainte, en particulier si finalement elle ne traduit pas aussi une sélectivité accrue du système financier quant aux projets d'investissement qui lui sont soumis.



Néanmoins, la proportion d'entreprises dont la demande de financement est contrainte par l'offre n'est jamais inférieure à 38 % (1993) et peut atteindre plus de 40 % de l'échantillon total (1994).

Si on retient comme indicateur le ratio *emprunts / capital engagé*<sup>23</sup> qui est un indicateur de l'endettement long de la firme, la proportion d'entreprises contraintes par l'offre se réduit en faveur de celles en situation d'équilibre, ce qui paraît cohérent à long terme<sup>24</sup>.

**RAPPROCHEMENT DES RÉGIMES DE CRÉDIT SELON L'INDICATEUR D'ENDETTEMENT RETENU \***  
Pourcentage par rapport au total des entreprises dans le régime défini sur le taux d'endettement long

Régime %	1985	1986	1987	1988	1989	1990	1991	1992	1993	1994	1995
Demande	40,8 (44,725)	44,3 (18,938)	55,4 (142,4)	50,3 (96,878)	51,1 (219,52)	53,0 (226,27)	55,8 (192,78)	59,1 (431,44)	65,0 (462,56)	60,1 (278,47)	55,9 (222,21)
Offre	41,3 (378,18)	43,4 (430,65)	44,9 (588,35)	47,6 (514,24)	47,5 (736,36)	50,4 (854,36)	50,6 (811,94)	51,6 (1 147,1)	53,0 (1 158,1)	47,8 (924,53)	48,2 (946,64)
Équilibre	50,4 (10,883)	49,1 (5,5924)	37,7 (13,935)	37,2 (24,203)	42,2 (22,27)	38,1 (21,038)	31,9 (13,427)	40,2 (46,754)	36,3 (52,738)	33,5 (22,673)	40,1 (48,874)
Chi2	822,920	1 036,063	1 422,374	1 233,446	1 841,549	2 080,737	1 964,494	2 962,908	3 051,44	2 335,21	2 311,82

Source et réalisation : Banque de France  
Observatoire des entreprises – Tél. : 01 42 92 56 58  
Mise à jour octobre 1996

\* Poids des entreprises selon le régime sur le taux d'endettement relevant du même régime sur le taux d'endettement long ; entre parenthèses la contribution au Chi2 d'ensemble.

Lecture : en 1985, 40,8 % des entreprises en régime de demande le sont aussi sur le taux d'endettement long.

La proportion d'entreprises contraintes par l'offre de crédit simultanément sur le taux d'endettement total et sur le taux d'endettement long croît au cours de la période sous revue,

<sup>23</sup> C'est-à-dire le taux d'endettement initialement retenu duquel sont déduits les concours bancaires courants.

<sup>24</sup> Pour l'offre de crédit à long terme nous retenons toujours le *spread Tjj- TMBO*.

passant de 41,3 % en 1985 à 48,2 % en 1995, avec un maximum en 1993 (53 %). Parallèlement, la part des entreprises en régime de demande sur les deux indicateurs augmente et celle des sociétés à l'équilibre décroît jusqu'en 1989 puis fluctue jusqu'en 1995.

Compte tenu du rationnement du crédit dont ont pu souffrir certaines firmes, il faudrait pouvoir déterminer si, pour celles qui y ont échappé, cela résulte d'un choix indépendant, c'est-à-dire exprimant leur propre objectif, ou si, au contraire, percevant et / ou anticipant ce rationnement, elles ont modifié leur stratégie et donc la définition de leur optimum. Malheureusement, l'absence de données qualitatives sur ces comportements ne nous permet pas d'approfondir la question.

### **3.2. L'appartenance à un régime paraît cohérente avec l'apparition d'une défaillance et la cote de crédit**

La pertinence de l'appartenance à un régime apparaît grâce au rapprochement du régime de crédit avec une variable indiquant les difficultés (défaillances) survenues l'année suivant celle de l'exercice considéré<sup>25</sup>. On peut en effet considérer qu'une société ayant un taux d'endettement important est confrontée à un risque supérieur de rupture de ses engagements. Elle est, de ce fait, particulièrement exposée à une rupture de liquidité de trésorerie ou encore aux effets du recul de son activité. La défaillance révèle donc le risque de non-réalisation des anticipations et la contrainte qui pèse sur la capacité de l'entreprise à assumer ses engagements.

Les fluctuations conjoncturelles sont assez bien reflétées par l'évolution des défaillances au cours de l'exercice suivant : progression après la crise boursière de 1987, à la fin du cycle de croissance et au début du ralentissement de l'activité en 1989 et 1991 puis à la suite de la récession de 1993. La relation est forte entre l'appartenance à un régime d'offre, c'est-à-dire une situation où le taux d'endettement est jugé maximal par le prêteur, et l'apparition de difficultés l'année suivante de l'exercice comptable considéré.

La robustesse du régime de crédit est aussi confirmée par la cotation des entreprises établie en février 1996. Ainsi, en 1995, les entreprises qui relèvent d'un régime d'offre sont moins fréquemment cotées 3 (35,5 % alors qu'elles représentent 39,9 % de l'échantillon), mais les entreprises de plus de 100 salariés de ce même régime sont plus fréquemment cotées 3 que celles de plus petite taille (ce qui correspond à la hiérarchie globale). Ainsi, au sein de chaque régime, l'effet taille subsiste. À l'opposé, les sociétés relevant d'un régime de demande de crédit sont dans une situation plus favorable au regard de cette même cote de crédit (49,7 % contre 45,4 %). Les firmes à l'équilibre se répartissent de manière homogène sur tous les compartiments de la cote de crédit autour de la valeur de leur part dans l'échantillon total (14,7 %).

### **3.3. Les très petites et surtout les grandes entreprises paraissent plus fréquemment contraintes par l'offre de crédit**

L'analyse du régime de crédit par taille permet d'affiner le constat général.

Sur la période sous revue, il apparaît une liaison significative entre le régime de crédit et la taille. Des catégories d'entreprises paraissent plus souvent contraintes que d'autres, à savoir les très petites PMI<sup>26</sup> ( $\leq 20$  salariés) sauf en 1989, 1992 et 1995 ainsi que les très

---

<sup>25</sup> Information mise aimablement à notre disposition par Mireille Bardos

<sup>26</sup> Les résultats pour la tranche de taille  $\leq 20$  salariés doivent être utilisés avec prudence compte tenu de la faiblesse du taux de couverture pour cette catégorie d'entreprises (environ 8 %).



grandes et, à partir de 1990, les grandes entreprises (plus de 2 000 et de 500 à 2 000 salariés). Les entreprises employant plus de 2 000 salariés sont en outre majoritairement en régime d'offre, contrairement aux petites PME pour lesquelles on aurait pu s'attendre, compte tenu de l'hypothèse faite en introduction, à une plus grande fréquence dans ce régime. On peut supposer alors :

– que les très petites PME souffrent d'un problème de débouchés et de lisibilité de leurs perspectives de croissance pour les prêteurs ; la contrainte serait plutôt d'origine bancaire ;

– que les très grandes entreprises sont plus soumises à l'évolution des marchés financiers et aux anticipations des investisseurs, ce qui peut exprimer, sous une forme particulière, le hiatus entre sphère réelle et sphère financière et donc laisser supposer un risque latent d'investissement sous-optimal. En particulier à compter de 1990, le poids du ralentissement de la croissance pèse sur les anticipations, la contrainte proviendrait alors plus du marché.

Ce résultat peut surprendre compte tenu du fait que, en moyenne, le taux d'endettement est généralement plus faible dans les très grandes entreprises que dans les sociétés de taille moindre. Cette apparente contradiction est levée quand on se rappelle que nous avons défini des régimes notionnels (c'est-à-dire virtuels). Autrement dit, les très grandes entreprises peuvent (pourraient) être plus fréquemment en régime d'offre alors même que le taux d'endettement est plus faible que celui des autres firmes de même régime mais de plus petite taille et supérieur à celui de leurs homologues des autres régimes<sup>27</sup>. Ainsi, on retrouve au sein de chaque régime, la hiérarchie entre taille connue par ailleurs.

Sur le taux d'endettement à long terme, seules les très petites entreprises sont plus souvent en régime d'offre. L'hypothèse de l'existence d'un « small business capital gap » semble donc vérifiée pour cette catégorie de sociétés en ce qui concerne l'endettement à long terme. Les très grandes entreprises se répartissent, à long terme, de manière à peu près homogène selon les régimes, leur proportion en régime d'offre perdant entre 20 et 30 points selon les années par rapport au régime calculé sur le taux d'endettement total. Ce changement selon l'indicateur est vérifié, quelle que soit la taille, mais avec une moindre ampleur. En outre, alors que pour les très grandes entreprises, le mouvement se fait du régime d'offre vers l'un ou l'autre des autres régimes, on observe que dans les autres catégories de firmes, c'est le régime d'équilibre qui voit son importance relative s'accroître.

Ces résultats sont assez cohérents avec le schéma théorique sous-jacent : les grandes sociétés peuvent offrir des perspectives de croissance à long terme plus crédibles dans le cadre de la mondialisation des échanges que les autres entreprises.

Les entreprises employant entre 21 et 500 salariés sont moins fréquemment en régime d'offre, en particulier celles occupant entre 21 et 100 salariés. Ce constat se retrouve sur le taux d'endettement long mais avec une intensité encore plus faible pour les grandes PME. Ceci pourrait confirmer l'hypothèse de la hiérarchie des financements, ces firmes préférant répondre à leurs besoins de financement par les ressources internes avant de recourir à la dette.

---

<sup>27</sup> Y compris quand on tient compte des prêts des groupe et associés

### 3.4. L'appartenance à un régime de crédit est influencée par la nature de l'actionnariat

En 1995, d'après le recensement établi en 1996, on relève qu'environ 70 % des entreprises industrielles de l'échantillon ont des liens financiers<sup>28</sup> et que 2 % sont cotées en bourse<sup>29</sup>. Parmi les sociétés ayant des liens financiers, seules 2,8 % sont cotées en bourse.

LIENS FINANCIERS ET TAILLE

(en pourcentage) (*)	1995					
	Ensemble	≤ 20	20-100	101-500	501-2000	>2000
Existence de liens financiers	69,2 (1 433,816)	47,5 (174,14)	66,4 (7,601)	91,5 (178,46)	99,1 (67,369)	100 (13,829)
Cotées en bourse	2,0 (1 046,22)	0,2 (43,578)	0,3 (98,791)	4,7 (88,69)	14,9 (434,5)	28,7 (359,98)
Source et réalisation : Banque de France Observatoire des entreprises – Tél. : 01 42 92 56 58 Mise à jour octobre 1996						

(\*) Par rapport au total. Entre parenthèses le Chi2 (significatif au seuil de 5 %) ou la contribution du Chi2.

Lecture : 69,2 % des entreprises ont des liens financiers ; cette proportion est de 47,5 % parmi celles qui emploient moins de 20 salariés.

La fréquence des liens financiers croît avec la taille, avec une rupture importante au seuil de 100 salariés<sup>30</sup>. Cette caractéristique est accentuée si on s'intéresse au seul régime d'offre. Il en est de même avec la cotation en bourse mais avec un seuil à 2000 salariés qui confirme l'hypothèse qui fait de ce seuil une bonne approximation de la probabilité pour une entreprise d'être cotée (Cieply, Paraque, 1996).

NATURE DE L'ACTIONNARIAT PAR TRANCHE DE TAILLE

10 % du capital au moins détenu par*	Ensemble	≤20 salariés	21-100 salariés	101-500 salariés	501-2000 salariés	> 2000 salariés
État	0,1 (375,653)	0	0	0	0,2 (0,5657)	6,2 (368,29)
Public (bourse)	0,8 (114,457)	0,2 (4,9952)	0,4 (9,3926)	1,0 (1,0214)	3,3 (34,422)	8,3 (63,668)
Banque et assurance	11,1 (13,532)	9,2 (3,2733)	11,1 (0,0005)	12,8 (4,9123)	1,1 (3,8905)	11,3 (0,0045)
Personne physique	27,25 (449,479)	43,7 (100,85)	58,96 (35,256)	15,94 (94,549)	6,31 (78,794)	5,1 (17,377)
Holding	39,3 (110,490)	27,8 (34,655)	38,2 (1,1765)	43,8 (10,158)	50,1 (14,458)	55,7 (6,5763)
Entreprise non financière	54,5 (61,832)	65,1 (20,696)	54,2 (0,0892)	51,3 (3,896)	50,9 (1,1815)	43,3 (2,247)
Source et réalisation : Banque de France Observatoire des entreprises – Tél. 01 42 92 56 58 Mise à jour octobre 1996						

\* Entre parenthèses, le Chi2.

<sup>28</sup> Par rapprochement avec le fichier de l'Observatoire des entreprises constitué par Élisabeth Kremp à partir du fichier bancaire des entreprises (inventaire de septembre 1996). On exclut les entreprises détenues exclusivement par des personnes physiques. Nous remercions ici Claude Truy pour le travail informatique effectué.

<sup>29</sup> Par rapprochement avec le fichier DAFSA des liens financiers

<sup>30</sup> La question de savoir ce qu'est un lien financier d'un point de vue économique n'est pas abordée. Toutefois, les différentes hiérarchies observées entre liens financiers ou cotation en bourse et taille ou régime de crédit, ou encore pour le régime d'offre entre liens financiers ou cotation en bourse et taille, sont confirmées au seuil de 10 %, de 25 %, de 50 % et de 95 % du capital détenu par une autre personne morale ou l'État.

Au sein des entreprises de moins de 20 salariés, le seuil de 10 % est plus souvent franchi par au moins une personne physique ou une entreprise. Les banques sont surtout présentes au capital des sociétés de 100 à 500 salariés, alors qu'au-delà les titres sont détenus principalement sur les marchés financiers. Ces constats contredisent l'assimilation couramment admise entre taille de l'entreprise et degré d'indépendance et soulignent plutôt une différence de nature quant au type de contrôle auquel est soumise l'entreprise selon le nombre de salariés.

#### RÉGIME DE CRÉDIT ET LIENS FINANCIERS \*

	Ensemble	1995		
		Demande	Offre	Équilibre
Liens financiers	69,3/45,2 (61,01)	65,6/42,9 (10,278)	72,3/41,7 (6,5087)	72,0/15,4/14,8 (2,0019)
Cotées en bourse	2,0/39,9 (14,00)	1,5/34,8 (5,84)	2,2/43,8 (0,934)	2,9/21,3/14,8 (6,9498)
Source et réalisation : Banque de France Observatoire des entreprises – Tél. : 01 42 92 56 58				
Mise à jour octobre 1996				

\* Entre parenthèses le Chi2 significatif du seuil de 5 % et la contribution de la sous-population

Lecture :

- 65,6 % des entreprises en régime de demande ont des liens financiers / 42,9 % des entreprises ayant des liens financiers sont en régime de demande, alors qu'elles sont respectivement 69,2 % et 45,2 % sur l'ensemble de l'échantillon.
- 2,2 % des entreprises en régime d'offre sont cotées en bourse / 43,8 % des entreprises cotées en bourse sont en régime d'offre alors qu'elles sont respectivement 2,0 % et 39,9 % sur l'ensemble de l'échantillon.
- 2,9 % des entreprises à l'équilibre sont cotées en bourse / 21,3 % des entreprises cotées en bourse sont à l'équilibre alors qu'elles représentent 2,0 % et 14,8 % de l'ensemble de l'échantillon.

Les entreprises en régime d'offre ont plus fréquemment (72,3 %) des liens financiers que les autres firmes (l'inverse est moins vrai) ; ce qui devra être analysé au travers d'une logique de groupe, en particulier concernant la politique de prix entre sociétés soeurs et la gestion de la trésorerie. Il faut aussi tenir compte de l'existence de systèmes de garanties croisées.

Les entreprises cotées sont plus fréquemment à l'équilibre que les autres sociétés, ce qui paraît cohérent avec les hypothèses théoriques initiales et renforce la pertinence de l'évaluation des régimes faits indépendamment. De manière symétrique, les firmes à l'équilibre sont plus souvent cotées en bourse que les autres. Les firmes, en régime de demande, sont moins fréquemment cotées.

En définitive, la proportion des sociétés en régime de demande est, globalement, plus élevée. Elle se réduit quand existent des liens financiers, les entreprises étant alors plutôt en régime d'offre ou à l'équilibre. Ce changement observé correspond certainement à des modes spécifiques de financement liés à l'existence possible de relations financières particulières entre sociétés liées. Les sociétés cotées, quant à elles, sont plus fréquemment à l'équilibre.

## 4. UNE CONTRAINTE DE FINANCEMENT QUI S'EXERCE SURTOUT A COURT TERME

Les besoins de financement sont surtout liés au financement du cycle d'exploitation alors que l'effort d'investissement paraît largement autofinancé. Les entreprises apparaissent alors contraintes à court terme sans que le crédit commercial joue un rôle de substitution. Par ailleurs, l'environnement monétaire révèle plus l'incertitude des agents quant à la stabilité des conditions courantes de financement, que des anticipations d'activité.

## 4.1. L'appartenance au régime d'offre s'explique en tout premier lieu par l'importance des besoins en fonds de roulement

Sur la période 1985-1995, l'opposition entre les régimes de crédit dont relèvent les entreprises ne recoupe pas les écarts d'activité, le taux de variation du chiffre d'affaires n'étant pas significativement différent d'un régime à l'autre.

L'appartenance au régime d'offre se traduit par un taux d'endettement sensiblement plus élevé que dans les entreprises en régime de demande. Au sein de chaque régime, les grandes entreprises sont moins endettées que les PME. De même, au sein des PME, celles relevant d'un régime d'offre ont un taux d'endettement supérieur à celles des autres régimes. En revanche, cette opposition ne se retrouve plus dans les grandes entreprises. Quatre précisions doivent être cependant apportées :

- le taux d'endettement hors concours bancaires courants (le taux d'endettement long) est moins élevé en régime d'offre qu'en régime de demande,

- la part des emprunts bancaires dans le total de l'endettement est plus forte dans les entreprises en régime de demande, alors que celle des concours bancaires courants (CBC) est plus importante en régime d'offre,

- le coût moyen de l'endettement, calculé comme le rapport des frais financiers à l'endettement financier, est plus faible dans les entreprises en régime de demande que dans celles en régime d'offre, sauf en 1985 et 1995 où il est similaire,

- il n'apparaît pas de relation stable entre l'appartenance à un régime et le taux au jour le jour ou l'écart de taux dont, on le rappelle, la moyenne est calculée, pour chaque entreprise, sur les douze mois de l'exercice considéré.

La faible autonomie financière des firmes contraintes par l'offre peut avoir pour cause une insuffisance de fonds propres, mais la liaison « fort taux d'endettement / faible dotation en fonds propres » est difficile à qualifier. Cette relation peut se traduire par une rentabilité élevée coïncidant avec un effort de renouvellement du potentiel productif soutenu. C'est la situation des PME par rapport aux grandes entreprises (Paranque, 1994, 1996) et la faible dotation peut traduire une hiérarchie des financements : autofinancement, dettes, capitaux propres. Toutefois, ce constat est différent sur les régimes de crédit, puisque, quel que soit l'indicateur retenu, la rentabilité est plus faible en régime d'offre que dans les autres régimes. Simultanément, le taux d'accumulation (au sens strict) des entreprises en régime d'offre est significativement moins important que celui des sociétés en régime de demande (6 points d'écart). Ce résultat conduirait à conclure que l'offre de crédit des prêteurs est, en régime de demande, contrainte par des firmes qui autofinancent, en premier lieu, leurs investissements. Il confirmerait la pertinence de l'hypothèse faite en introduction avançant que les entreprises, faute de perspectives et compte tenu de l'environnement financier, ont internalisé les contraintes de leurs partenaires financiers et ne soumettent plus que les projets d'investissements indispensables et rentables<sup>31</sup> pour lesquels l'obtention du financement est quasi certaine.

L'opposition relevée sur le terme de l'endettement (court terme / long terme) traduit donc l'existence de besoins de financement essentiellement à court terme. Cette situation des sociétés en régime d'offre en 1995 semble être une caractéristique stable. La démarcation de ces entreprises sur l'horizon temporel est assez nette puisque, parmi les sociétés continûment

---

<sup>31</sup> Ce constat peut aussi correspondre à un financement hiérarchisé.

en régime d'offre depuis 1989, moins d'un cinquième est simultanément contraint à moyen / long terme (cf. supra).

Il semble bien que la nature de la relation avec l'environnement économique et financier conditionne l'appartenance à un régime, reflétant ainsi des situations de dépendance, voire de domination, entre firmes. Ainsi, sur le taux d'endettement global, la contrainte par l'offre s'exerce sur le financement court résultant des besoins en fonds de roulement (BFRE) plus importants dans les entreprises en régime d'offre que pour les autres sociétés. Les délais de rotation des besoins en fonds de roulement sont plus longs (80,4 jours) dans les entreprises en régime d'offre que dans les autres sociétés (respectivement 68,8 jours et 61,3 jours dans le régime d'équilibre et le régime de demande). En analysant les composantes des besoins en fonds de roulement, on observe que le crédit interentreprises<sup>32</sup> est plus élevé : il est de 10,2 jours contre 9,5 jours et 9,1 jours pour, respectivement, les firmes en régime de demande et celles à l'équilibre. En détaillant ce solde, on relève que les délais de règlement aux fournisseurs sont similaires d'un régime à l'autre et donc qu'il n'apparaît pas de rôle de substitution de ces dettes à la dette financière. En revanche, les délais de paiement des clients sont de 83,6 jours dans le cas d'un régime d'offre contre environ 80 jours dans les autres cas. De même, 16 % d'entreprises qui, en 1994, étaient en régime d'offre et sont en régime de demande en 1995, ne présentent aucune différence sur le crédit interentreprises ou ses composants avec les sociétés des deux autres régimes. Or, on aurait pu s'attendre, dans ce cas, à un rôle de substitution : la réduction du taux d'endettement autorisant le changement de régime s'accompagnant d'une progression du crédit fournisseur obtenu, ce qui n'est pas le cas.

Au contraire ce sont les firmes dont le taux d'endettement est considéré comme maximal par les prêteurs qui financent le plus leurs clients. Par conséquent, la contrainte par l'offre reflète aussi une contrainte économique (par la demande sur le marché des biens et des services) liée à la nature des relations établies avec les clients et du degré de dépendance à leur égard. Cela indique des liens de domination renforcés par la faiblesse de la rotation des stocks qui est de 64,2 jours dans le régime d'offre contre 57,4 jours à l'équilibre et 49,2 jours en régime de demande.

Une approche par taille montre qu'en régime d'offre la charge née du crédit interentreprises est plus forte dans les entreprises employant entre 20 et 500 personnes, alors qu'il est similaire dans les autres tailles. L'analyse des composants de ce solde souligne, à la suite d'autres études dont celles réalisées par et pour l'Observatoire des délais de paiement (CNCT, 1996), d'une part, que les délais de paiement clients sont plus rapides dans les entreprises de plus de 500 salariés que dans les sociétés de plus petite taille, d'autre part, que les délais de règlement fournisseurs sont plus élevés dans les petites PMI (moins de 100 salariés) que dans les autres firmes. Ce dernier résultat plaiderait pour un effet de complémentarité de source de financement pour les très petites PMI, plus fréquemment en régime d'offre. Toutefois, l'appréciation doit être faite avec prudence dans la mesure où ce constat peut traduire aussi des spécificités de l'activité liées à un cycle de production plus long, par exemple dans le cas de commandes à l'unité de produits particuliers (Salais et Storper, 1993). Il est vrai aussi que dans certains cas ces délais peuvent correspondre à des retards de paiement porteurs de risques spécifiques.

Pour aller plus avant dans la compréhension des modes de financement, il faudrait pouvoir reconstituer les liens commerciaux entre entreprises afin de déterminer, pour une entreprise donnée en régime d'offre, le régime dont relève son ou ses clients. S'il s'avérait que ses clients appartenaient à un régime de demande ou étaient à l'équilibre, cela apporterait un élément de validation de l'hypothèse d'effet de substitution entre modes de financement, validation qui pour l'instant reste à faire, faute d'informations.

---

<sup>32</sup> Avances et acomptes versés et reçus inclus

## 4.2. Des entreprises plus sensibles à l'évolution des taux qu'à leur écart

Avant de rapprocher le régime de crédit de l'évolution des taux, il paraît nécessaire de procéder à un rappel des principales caractéristiques de la période sous revue. Les années étudiées font suite à un ensemble de réformes ayant profondément modifié le paysage financier français.

- 1983 : Ouverture des possibilités de placement des entreprises : obligations à bons de souscription d'actions, certificats d'investissement, titres participatifs, création du second marché boursier accessible aux petites entreprises.
- 1984 : Suppression de l'encadrement du crédit et nouvelle loi bancaire donnant plus de souplesse à l'action des établissements.
- 1985 : Création des certificats de dépôt, titres de créance négociables émis par les banques, puis des billets de trésorerie émis par les entreprises et d'autres instruments négociables.
- 1985 : Création du marché à terme des instruments financiers (MATIF).
- 1986 : Large assouplissement du contrôle des changes <sup>33</sup>.

Trois grandes sous-périodes peuvent alors être identifiées :

– de 1985 à 1989 : l'économie française bénéficie d'une reprise de la croissance. La réforme financière initiée en 1984-1986 a une influence importante sur les modes de financement, principalement des grandes entreprises. Le krach d'octobre 1987 souligne cependant la fragilité du système financier dont les effets se font encore sentir aujourd'hui ;

– de 1990 à 1993, on constate un ralentissement puis un recul de la croissance dont semblent souffrir en premier lieu les PME avec des taux de défaillance élevés, mais qui n'épargne ni les grandes entreprises ni le système bancaire ;

– depuis 1994 et malgré de nombreuses aides publiques, la reprise économique a du mal à se consolider du fait de la faiblesse de l'investissement traduisant une incertitude générale quant aux perspectives économiques et monétaires.

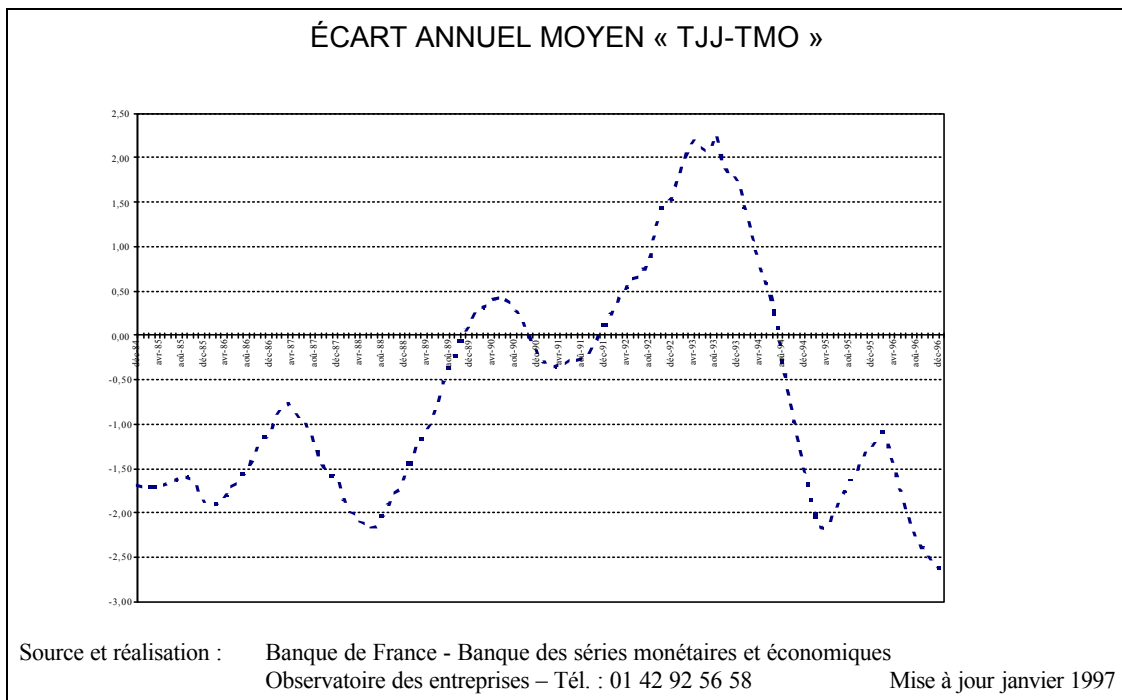
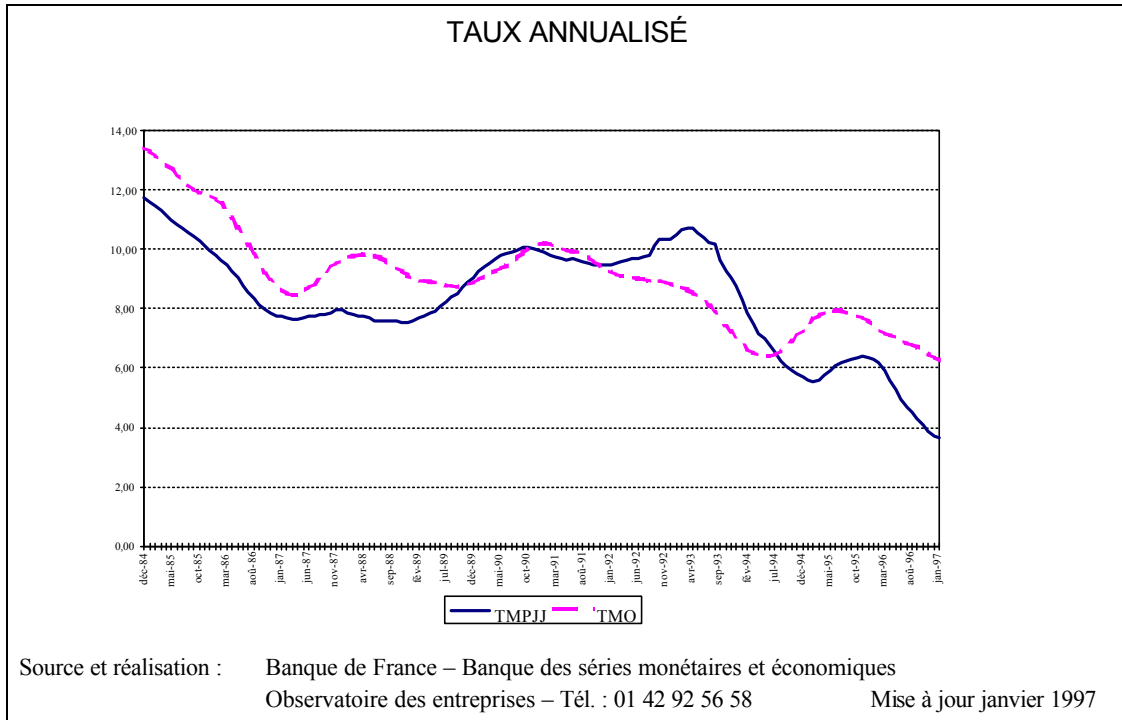
Durant ces années, la libéralisation financière et la croissance retrouvée laissent anticiper une reprise durable rendue possible par une meilleure allocation de ressources, l'amélioration des possibilités de gestion des risques ou encore la diversité des techniques de financement (Aglietta, 1995). Toutefois, les taux d'intérêt réels élevés jusqu'en 1990, la crise financière (krach de 1987, Mexique 1994), les faillites ou quasi-faillites de grands groupes (Metallgesellschaft, 1994), la crise immobilière, les difficultés des banques françaises, ont accru la pression court termiste et renforcé les exigences de solvabilité. Dans ce contexte, malgré des taux d'intérêt réels plus faibles, la priorité est donnée par les banques et, par voie de conséquence, les entreprises, d'une part à l'assainissement via la consolidation des structures financières et, d'autre part, à la rentabilité à court terme (Léonard, 1997). Ceci a une double conséquence, le report ou même l'abandon de projets d'investissement et le recul de l'accumulation, ce qui permet d'assurer la rentabilité des capitaux investis. L'ensemble de ces phénomènes se traduit par la baisse du taux d'investissement et la hausse du taux d'autofinancement depuis 1991 (Aglietta, 1995). On peut alors supposer que l'appartenance à un régime exprime une réalité différente selon qu'elle est identifiée avant ou après 1990/1991. Dans le premier cas seuls sont choisis les investissements dont la rentabilité est compatible avec

---

<sup>33</sup> Extraits de Jullien, Paraque (1995)

les taux d'intérêt réels, c'est-à-dire avec les anticipations d'inflation à long terme ; dans le second cas, sont privilégiés les investissements rentables à court terme.

L'environnement monétaire est appréhendé par l'intermédiaire de l'écart de taux <sup>34</sup>. Jusqu'à la mi-1989, le taux au jour le jour est inférieur au taux des obligations d'État. À partir de 1991, le taux au jour le jour s'établit au-dessus du taux long.



Cinq constats sont à faire :

<sup>34</sup> Taux moyen au jour le jour – taux moyen des obligations d'État à 10 ans

– le mouvement de baisse des taux entre 1985 et 1987 s’accompagne d’une croissance de la proportion des entreprises en régime d’offre ;

– entre 1989 et 1991, la progression des taux et l’inversion de la courbe des taux apparaissent simultanément avec un repli du régime d’offre et une progression du régime de demande ;

– de 1993 à 1994, le recul des taux coïncide avec une stabilisation du régime de demande et une progression du régime d’offre ;

– en 1995, malgré un écart de taux à nouveau négatif, les fluctuations des taux s’accompagnent d’un recul des deux régimes et de la croissance du régime d’équilibre ;

– si l’on étudie les régimes définis par le taux d’endettement long, on observe que, comme on peut s’y attendre, la proportion d’entreprises en régime de demande s’accroît à partir de 1989, année ouvrant une période d’incertitude forte, comme le reflète l’écart de taux positif. Ce n’est qu’en 1995 qu’on peut noter un léger recul de leur proportion au profit des firmes à l’équilibre.

Il semblerait alors que les entreprises soient plus sensibles au sens de l’évolution des taux qu’au signe de l’écart et au degré d’incertitude qu’il est sensé refléter. En effet, en 1985-1987 et en 1993-1995 les taux reculent et la part du régime d’offre s’accroît (inversement pour le régime de demande). Or, ce mouvement s’effectue avec un écart de taux négatif, dans un cas, positif dans l’autre. Cette « indépendance » du régime au signe du spread peut être liée à des modifications de la nature de l’incertitude. Elle traduirait une certaine inadéquation entre les anticipations des marchés et les décisions d’investissement des entreprises depuis le début des années 1990. Ces dernières se retrouveraient confrontées simultanément à la difficulté de déterminer la demande effective et à l’incertitude des marchés quant à l’évolution des rendements futurs, ce qui renforce l’utilisation de critères de rentabilité à court terme dans l’octroi de prêts<sup>35</sup>. Cela pourrait contribuer à expliquer la prédominance du régime de demande. Néanmoins, d’un point de vue macro-économique, il est, de prime abord, étonnant d’observer un accroissement de la part des entreprises en régime d’offre quand les taux longs reculent. En effet, ces derniers sont censés refléter l’état des anticipations d’inflation, donc de croissance. On devrait alors relever une situation inverse, surtout en période de spread positif : le régime d’offre devrait reculer avec les taux, reflétant des anticipations pessimistes (et symétriquement). En fait, il est possible d’apporter une explication plus micro-économique : un recul des taux va favoriser la demande de crédit pour des projets d’investissement qui jusque-là n’étaient pas rentables et alléger la charge financière liée au financement des besoins en fonds de roulement<sup>36</sup>. Cependant, il faudrait une approche dynamique pour pouvoir définir des régimes de crédit intégrant les anticipations (ou les phénomènes d’apprentissage) et identifier les causalités existant entre appartenance à un régime de crédit et environnement monétaire. S’il semble bien exister une liaison entre le régime de crédit et l’environnement monétaire, la détermination du sens de la causalité reste à faire.

---

<sup>35</sup> « ... L’incertitude sur les rendements associés aux échéances longues de la courbe des taux conduit à créer formellement, à travers le jeu des « futures » et des options de taux d’intérêt notamment, un horizon court pour les engagements réversibles, horizon sur lequel s’appliquent alors les critères de la rentabilité à court terme. ...Ainsi, plus l’entreprise a un ratio dette/fonds propres élevé, plus le taux de rendement exigé sur les actions est lui-même élevé et plus le coût global du capital est en conséquence élevé. Autrement dit, les variations dans l’évaluation, par le marché financier, des actions et des titres de dette ont une répercussion directe sur le taux de rendement exigé des actions et sur le coût global du capital » (Léonard, 1995).

<sup>36</sup> Ce qui revêt une importance capitale en période de récession.



## CONCLUSION

Dans une précédente étude (Cieply, Paraque, 1996), l'existence d'un effet taille dans la détermination des structures financières des entreprises françaises avait été mise en évidence sur la période 1990-1993. Toutefois, cet effet n'apparaissait clairement qu'au seuil de 2000 salariés et était insuffisant pour identifier les facteurs dominants explicatifs des structures financières observées.

Nous avons ici eu recours à un modèle prenant en considération les déterminants de la demande et de l'offre de dette financière. Les principaux résultats de cette recherche sont :

- l'importance du régime de demande sur l'ensemble de la période et de la population des entreprises ;
- l'absence d'effet de substitution des dettes fournisseurs aux dettes financières, peut-être du fait de l'absence d'informations sur les clients des entreprises contraintes ;
- l'influence de la nature de l'actionnariat sur l'appartenance au régime d'offre ;
- l'appartenance plus fréquente des sociétés cotées en bourse au régime d'équilibre que les autres firmes.

L'hypothèse d'un rationnement supérieur du crédit pour les plus petites PME semble pertinente en ce qui concerne l'endettement à long terme. Ce constat doit cependant être nuancé. Nous avons tenté ici de construire les offres et les demandes notionnelles de crédit. Nous ne connaissons ni l'offre exprimée par les prêteurs à destination de ces firmes ni la demande réelle de crédit des firmes. Or il se peut que les grandeurs effectives soient finalement différentes des grandeurs notionnelles. Les sociétés peuvent en effet s'auto-rationner, compte tenu de leurs propres anticipations de croissance de leurs marchés et de leurs perceptions de l'environnement financier et monétaire. Elles pourraient avoir déjà arbitré sur leurs projets d'investissement et définir une stratégie susceptible de leur permettre d'assumer la contrainte de solvabilité et de satisfaire aux normes d'autonomie financière, ce qui expliquerait que l'importance de chaque régime semble plus dépendre du mouvement des taux que de leur écart (spread de taux).

# BIBLIOGRAPHIE

- Aglietta M. (1995) : « Macroéconomie financière », La Découverte ;
- Ang J.S., Peterson D.R. (1986) : « Optimal debt versus debt capacity : a disequilibrium model or corporate debt behavior », *Research in Finance*, vol. 6, pp. 51-72 ;
- Artus P. (1994) : « Amplification de la récession par les comportements des entreprises et taux d'intérêts réels : le cas de la France 1980-1993 », *document de travail n° 08/E, Caisse des Dépôts et Consignations* ;
- Augory C., Avouyi-dovi S., Busque P., Quéron A. (1996) : « Analyse macroéconomique de la situation financière des PMI dans les années quatre-vingt partie I Production, Emploi, Investissement et productivité », Document de travail, CDC, N° 1996-01/E, Avril ;
- Bardos M. (1991) : « La liaison entre le risque et la taille : influence du risque et de la taille sur le taux d'intérêt », *Cahiers économiques et monétaires*, n°38, pp. 49-85 ;
- Bardos M. (1995) : « Les défaillances d'entreprises dans l'industrie », *Banque de France, Observatoire des entreprises*, B 95/03 ;
- Beau D. (1991) : « La fragilité des situations financières dans les PME françaises », *Banque de France, Centrale de bilans*, B 91/21, 22 pages ;
- Bernanke B. (1990) : « On the predictive power of the interest rate spread », *New England Economic Review*, novembre-décembre, pp. 51-98 ;
- Bernanke B., Gertler M., Gilchrist S. (1995) : « The financial accelerator and the flight to quality », NBER WP 4789, 42 pages ;
- Bernanke B.S., Blinder A.S. (1992) : « The federal funds rate and the channels of monetary transmission », *The American Economic Review*, vol. 82, n°4, September, pp. 901-921 ;
- Bester H. (1985) : « Screening versus rationing in credit markets with imperfect information », *American Economic Review*, n° 75, pp. 850-855 ;
- Bolton J.E. (1971) : *Report of the Committee of Inquiry on Small Firms*, Cmnd 4811, HSMO, Editeur Officiel, Londres ;
- Boissonade D., Tournier A. (1996) : « L'endettement des entreprises de 1989 à 1995 », *Banque de France, Observatoire des entreprises*, D 96/68 ;
- Cieply S. (1995) : « Le financement bancaire des PME : l'apport des modèles de coopérations interentreprises », *Deuxième congrès international francophone de la PME*, Paris 25-27 octobre ;
- Cieply S., Hancke B. (1996) : « Bridging the finance gap for small firms », Discussion Paper, WZB, FS I 96 - 311 ;
- Cieply S., Paraque B. (1996) : « Comportement d'endettement des entreprises industrielles sur la période 1990-1993 », *Banque de France, Observatoire des entreprises*, D 96/01 ;
- CNC (1995) : Risque de crédit ;
- CNCT (1996) : Observatoire des délais de paiement ;
- Cobbaut R. (1994) : « Théorie financière », *Paris, Economica*, 430 pages ;

- Courbot H. (1973) : « Le financement des entreprises petites et moyennes », Avis et rapports du Conseil Économique et Social, Session de 1973, Séances des 13 et 14 Février, publiés au *Journal officiel de la République Française*, année 1973, n° 5, pp. 13-287 ;
- Garvin W.J. (1971) : « The small business capital gap : the special case of minority enterprise », *Journal of Finance*, pp. 445-457 ;
- Gertler M., Gilchrist S. (1993) : « The role of credit market imperfections in the monetary transmission mechanism : arguments and evidence », *Scandinavian Journal of Economics*, n° 1 (vol. 95), 43-64 ;
- Gertler M., Gilchrist S. (1994) : « Monetary Policy, Business Cycles and the Behaviour of Small Manufacturing Firms », *Quarterly Journal of Economics*, vol. 109, n° 2, May, pp. 309-340 ;
- Harris M., Raviv A. (1990) : « Capital structure and the informational role of debt », *Journal of Finance*, vol. XLV, n° 2, June, pp. 321-350 ;
- Harris M., Raviv A. (1991) : « The theory of capital structure », *The Journal of Finance*, vol. XLVI, n° 1 mars ;
- Holmes S., Kent P. (1991) : « An empirical analysis of the financial structure of small and large austrilian manufacturing enterprises », *The Journal of Small Business Finance*, vol. 1, n° 2, pp. 141-154 ;
- Hubbard R.G., (19695) : « Is there a "credit channel" for monetary policy ? », *Review*, Federal Reserve Bank of ST. Louis, May/June, pp. 63-74 ;
- Jensen M., Meckling W. (1976) : « The theory of the firm : managerial behavior, agency costs and ownership structure », *The Journal of Financial Economics*, vol. 3, pp. 305-360 ;
- Jensen M. (1986) : « Agency costs of free cash flow, corporate finance and takeovers », *American Economic Review*, vol.76, n° 2, may, pp. 323-329 ;
- Jullien H., Paraque B. (1995) : « Financement des entreprises et évaluation du système financier », *Revue Internationale PME*, vol. : 8, n° 3-4 ;
- Legendre F., Mihoubi F. (1990) : « L'estimation de fonction d'emploi de court terme en déséquilibre à partir de données de panel : le cas de l'industrie française de 1981 à 1987 », *Troisièmes journées d'étude sur l'utilisation des données de panel*, Paris, juin 1990 ;
- Leland H., Pyle D. (1977) : « Informational Asymmetrics Financial Structure and Financial Intermediation », *The Journal of Finance*, (2), pp. 371-387 ;
- Léonard J. (1995) : « Instabilité des marchés financiers et coût du capital », *Économies et Sociétés*, Hors Séries n° 33, 11/1995 ;
- Léonard J. (1997) : « Les mouvements internationaux de capitaux », (sous la direction de), *Économica*, Collection Grands Débats ;
- Levratto N. (1992) : « Une analyse du marché du crédit en termes de rationnement », Thèse pour le Doctorat de Sciences Économiques, Université de Nice Sophia-Antipolis, Latapses ;
- Middleton M., Cowling M., Samuels J., Sugden R. (1994) : « Small Firms and Clearing Banks », pp. 141-160, in Dimsdale N., Prevezer M., *Capital Markets and Corporate Governance*, Oxford : Clarendon Press, x + 349 pages ;
- Modigliani F., Miller M.H. (1958) : « The cost of capital, corporation finance and the theory of investment », *American Economic Review*, Juin, pp. 261-297 ;

- Myers S.C., (1984) : « The capital structure puzzle », *Journal of Finance*, vol. 39, n° 3, pp. 575-592 ;
- Myers S.C., Majluf N.S. (1984) : « Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have », *Journal of Financial Economics*, n° 13, june, pp. 187-221 ;
- Oliner S.D., Rudebusch G.D. (1995) : « Is there a Bank Lending Channel for Monetary Policy ? », *Economic Review*, Federal Reserve Bank of San Francisco, n° 2, pp. 3-20 ;
- Paranque B. (1994) : « Les PMI sont-elles handicapées par leur dynamisme ? », *Bulletin Banque de France, Supplément « Étude »*, juin ;
- Paranque B. (1996) : « Fonds propres et rentabilité : les PME françaises sont-elles réellement handicapées ? », *La Documentation française - Regards sur l'actualité*, décembre 1996 ;
- Quandt R.E., (1988) : *The Econometrics of Disequilibrium*, New York : Basil Blackwell ;
- Quintard A., Zisswiller R. (1990) : « Théorie de la finance », Paris : PUF, 341 pages ;
- Ross S. A. (1977) : « The determination of financial structure : the incentive-signalling approach », *Bell Journal of Economics*, 8, n°1, pp. 23-40 ;
- Salais R., Storper M. (1993) : « Les mondes de production », Étude de l'École des Hautes Études en Sciences Sociales, Paris ;
- Stiglitz J.E., Weiss A. (1981) : « Credit rationing in markets with imperfect information », *The American Economic Review*, n° 71, 3, pp. 349-410 ;
- Tamari M. (1980) : « The financial structure of the small firm - an international comparison of corporate accounts in the USA, France, UK, Israel and Japan », *American Journal of Small Business*, April-June, pp. 20-34 ;
- Titman S., Wessels R. (1988) : « The determinants of capital structure choice », *The Journal of Finance*, vol. XLIII, n° 1, mars, pp. 1-19 ;
- Williamson S.D. (1986) : « Costly monitoring, financial intermediation and equilibrium credit rationing », *Journal of Monetary Economics*, vol. XVIII, 158-179 ;
- Wilson H. (1979) : « The Financing of Small Firms ». Interim report of the *Committee to Review the Functioning of Financial Institutions*, Cmnd. 7503, London, HMSO.

# PRESENTATION DE L'ECHANTILLON

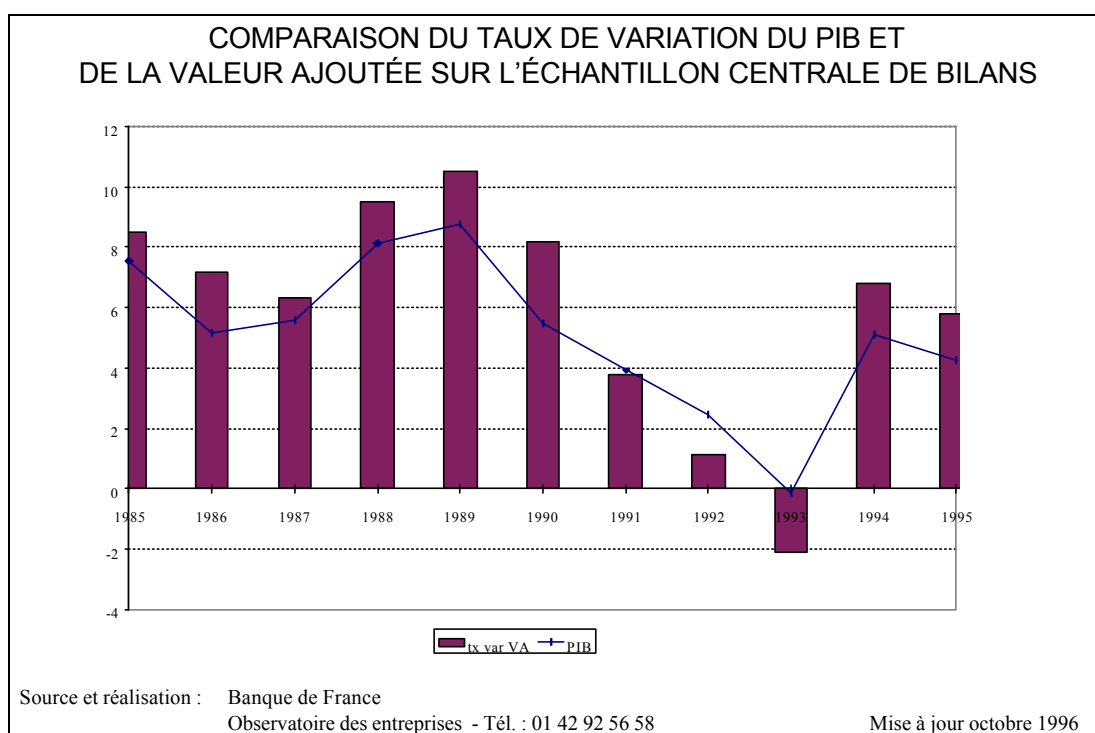
L'étude porte sur l'industrie manufacturière. 11 échantillons cylindrés sur deux ans ont été constitués de 1985 à 1995. Seule l'année n est retenue, l'année n-1 servant au calcul des variations. Les bilans de l'année n correspondent à l'exercice clos entre le 1er juillet de l'année n et le 30 juin de l'année n+1. Ainsi l'année 1995 réunit des entreprises dont l'exercice de 12 mois s'est déroulé entre le 1er juillet 1994 et le 30 juin 1996.

Le taux de couverture (TC), calculé par rapport aux effectifs salariés recensés par le fichier exhaustif des entreprises assujetties au régime des bénéficiaires industriels et commerciaux, est stable sur la période, ainsi que la structure de l'échantillon (S). Les PME sont sous représentées par rapport à leur poids réel dans l'économie.

En % des effectifs	1985		1986		1987		1988		1989		1990		1991		1992		1993		1994		1995	
	TC	S	TC	S	TC	S	TC	S	TC	S	TC	S	TC	S	TC	S	TC	S	TC	S	TC	S
ENSEMBLE	47,8	100,0	51,1	100,0	52,7	100,0	55,6	100,0	55,3	100,0	54,4	100,0	57,9	100,0	56,5	100,0	51,1	100,0	54,3	100,0	ND	100,0
Entreprises de plus de 500 salariés Cdb	68,9	70,8	70,4	65,3	73,0	63,3	75,4	61,3	74,0	59,0	71,4	57,5	78,4	57,5	76,4	56,8	75,9	57,1	72,5	53,4	ND	54,3
Échantillon exhaustif INSEE	-	49,3	-	47,0	-	45,7	-	45,2	-	44,1	-	43,8	-	42,3	-	42,0	-	41,4	-	40,5	-	ND

Sources et réalisations : Banque de France  
Observatoire des entreprises - Tél. : 01 42 92 56 58  
 Mise à jour février 1997

TC : taux de couverture, S : structure, ND : non disponible



## REGRESSION SUR LE VECTEUR DE DEMANDE <sup>37</sup>

Coefficient (F *)	1985	1986	1987	1988	1989	1990
Taux de variation du chiffre d'affaires	0,1563 (220,61)	0,1814 (374,86)	0,1863 (402,72)	0,1458 (308,71)	0,199 (571,30)	0,1803 (528,18)
Besoins en fonds de roulement/capital engagé	NS	0,0178 (4,75)	NS	0,0853 (41,44)	NS	0,0621 (29,20)
Capacité d'autofinancement nette/capitaux propres	-0,0301 (67,94)	-0,0437 (168,28)	-0,0545 (233,76)	-0,0519 (199,09)	-0,0412 (141,17)	-0,0363 (122,40)
Équipement productif/capital engagé	NS	NS	0,0591 (51,03)	0,1451 (125,4)	0,0941 (140,41)	0,1373 (146,44)
Taux d'accumulation élargie	-0,3664 (2 297,58)	-0,3307 (2 045,24)	-0,361 (2 708,23)	-0,3203 (1 469,28)	-0,3688 (3 017,18)	-0,3206 (1 963,89)
Coût moyen de l'endettement	-0,4657 (643,31)	-0,5138 (842,72)	-0,5234 (828,25)	-0,5386 (798,24)	-0,5385 (859,59)	-0,524 (972,77)
Augmentation nette de capital/capital engagé	NS	NS	0,196 (11,14)	0,2785 (20,72)	-0,4758 (94,71)	0,2086 (18,82)
Frais financiers/excédent brut global	0,0174 (51,28)	0,0198 (78,39)	0,0093 (16,81)	0,0233 (88,73)	0,027 (131,98)	0,0212 (96,64)
Dividendes/capitaux propres	-0,3247 (68,95)	-0,2773 (62,38)	-0,2519 (76,74)	-0,1202 (20,91)	-0,1763 (58,64)	-0,1787 (77,64)
Écart de taux	7,4007 (4,25)	NS	NS	2,0012 (8,78)	NS	NS
Constante	51,4579 (59,35)	37,2969 (6 455,24)	35,6208 (4 094,87)	30,4976 (377,35)	33,3103 (3 673,65)	29,4242 (812,10)
Nombre d'observations	6 394	8 178	9 063	10 170	11 166	11 928
R <sup>2</sup> ajusté	0,4013	0,3855	0,3647	0,3339	0,3590	0,3337

Coefficient (F *)	1991	1992	1993	1994	1995
Taux de variation du chiffre d'affaires	0,1655 (441,41)	0,1706 (406,93)	0,1609 (394,44)	0,1161 (284,69)	0,1278 (296,28)
Besoins en fonds de roulement/capital engagé	0,07 (38,48)	0,0308 (6,68)	NS	-0,1355 (1 283,29)	-0,1283 (703,17)
Capacité d'autofinancement nette/capitaux propres	-0,0414 (189,73)	-0,0364 (151,74)	-0,0471 (312,67)	-0,0455 (263,10)	-0,311 (118,27)
Équipement productif/capital engagé	0,1719 (251,91)	0,1506 (181,41)	0,0571 (72,09)	NS	NS
Taux d'accumulation élargie	-0,3224 (2 048,89)	-0,3597 (2 330,21)	-0,3541 (3 737,86)	-0,3617 (3 584,08)	-0,3421 (3 070,2)
Coût moyen de l'endettement	-0,5017 (1 055,47)	-0,5007 (968,33)	-0,4747 (1 155,76)	-0,4576 (1 193,22)	-0,4265 (1 155,34)
Augmentation nette de capital/capital engagé	0,1473 (9,36)	0,4254 (93,79)	0,1759 (23,16)	NS	NS
Frais financiers/excédent brut global	0,0152 (61,82)	0,0121 (45,21)	NS	0,0062 (15,01)	0,0065 (16,03)
Dividendes/capitaux propres	-0,1424 (52,18)	-0,1085 (28,93)	-0,1418 (68,95)	-0,159 (94,94)	-0,1540 (97,37)
Écart de taux	NS	NS	NS	0,9927 (9,59)	-3,968 (14,85)
Constante	25,9386 (718,71)	26,7822 (710,99)	30,6345 (4 585,36)	36,671 (4 455,76)	28,773 (433,96)

<sup>37</sup> Nous utilisons la procédure PROC REG disponible sous SAS et nous évaluons cette qualité au moyen du R<sup>2</sup> ajusté. La multicolinéarité et l'homoscédasticité sont testées à l'aide des options SPEC, VIF et COLLINOINT.

Nombre d'observations	12 594	12 893	12 099	13 496	12 190
R <sup>2</sup> ajusté	0,3369	0,3475	0,3498	0,3634	0,3275
Source et réalisation : Banque de France Observatoire des entreprises – Tél. : 01 42 92 56 58 Mise à jour octobre 1996					

\* significativement différent de zéro, au seuil de 5 %

## REGRESSION SUR LE VECTEUR D'OFFRE

Coefficient (F *)	1985	1986	1987	1988	1989	1990
Taux de variation du chiffre d'affaires	0,0648 (34,98)	0,0905 (84,33)	0,088 (79,39)	0,0643 (55,45)	0,1095 (159,07)	0,1051 (169,44)
Besoins en fonds de roulement/capital engagé	0,3221 (573,53)	0,2706 (562,57)	0,3186 (662,13)	0,3463 (814,20)	0,3418 (906,49)	0,3384 (1 009,54)
Équipement productif/capital engagé	0,1943 (172,12)	0,134 (112,10)	0,2437 (325,41)	0,3005 (520,42)	0,3113 (622,54)	0,31 (720,42)
Dividendes/capitaux propres	-0,3232 (62,49)	0,3588 (97,63)	-0,2779 (83,31)	-0,1437 (28,66)	-0,1520 (41,0)	-0,1316 (39,86)
Autofinancement/ financements propres	0,1688 (185,62)	0,1409 (155,05)	0,1108 (90,25)	0,1876 (259,48)	0,2008 (339,12)	0,167 (1 444,19)
Prêts des groupe et associés/apports externes	-0,2939 (928,67)	-0,2991 (1 319,01)	-0,2821 (1 092,83)	-0,2732 (1 037,50)	-0,2787 (1 220,89)	-0,2863 (1 444,19)
Participation/capital engagé	0,1148 (7,5)	NS	0,2109 (34,84)	0,147 (19,33)	0,2756 (88,77)	0,2671 (105,54)
Augmentation nette de capital/capital engagé	-0,2174 (13,02)	NS	NS	0,2278 (13,36)	-0,6402 (164,74)	NS
Charges de la dette	0,0527 (945,99)	0,0523 (1 110,04)	0,0466 (844,52)	0,0595 (1 330,65)	0,064 (1 680,09)	0,055 (1 444,73)
Coût moyen de l'endettement	-0,2492 (160,80)	-0,288 (247,37)	-0,3133 (241,85)	-0,3268 (272,84)	-0,2846 (217,82)	-0,2481 (200,72)
Taux au jour le jour	NS	NS	-7,8118 (20,07)	6,9068 (25,65)	NS	-4,073 (5,75)
Constante	12,0029 (84,45)	17,335 (263,29)	71,6162 (26,7)	-49,056 (22,24)	NS	42,7746 (6,4)
Nombre d'observations	6 394	8 178	9 064	10 170	11 166	11 929
R <sup>2</sup> ajusté	0,3557	0,3448	0,3033	0,3137	0,3317	0,3177

Coefficient (F *)	1991	1992	1993	1994	1995
Taux de variation du chiffre d'affaires	0,1079 (173,96)	0,127 (200,04)	0,1023 (131,04)	0,0745 (99,36)	0,0751 (92,45)
Besoins en fonds de roulement/capital engagé	0,3512 (1 025,13)	0,3693 (1 052,10)	0,2862 (711,57)	NS	0,0425 (26,5)
Équipement productif/capital engagé	0,3546 (1 004,83)	0,4102 (1 291,81)	0,2802 (668,35)	0,1723 (1 134,35)	0,1583 (272,06)
Dividendes/capitaux propres	-0,1127 (30,20)	-0,1057 (24,52)	-0,1351 (52,39)	-0,199 (123,50)	-0,120 (51,35)
Autofinancement/ financements propres	0,1242 (157,35)	0,1069 (108,04)	0,1188 (134,51)	0,0735 (53,32)	0,157 (256,68)
Prêts des groupe et associés/apports externes	-0,2585 (1 312,96)	-0,2527 (998,57)	-0,2124 (985,18)	-0,2003 (993,76)	-0,1971 (1 098,11)
Participation/capital engagé	0,2336 (92,52)	0,356 (203,45)	0,2297 (93,92)	0,1015 (23,44)	0,0608 (7,15)
Augmentation nette de capital/capital engagé	NS	0,3679 (63,68)	0,1282 (10,74)	NS	NS
Charges de la dette	0,0465 (1 204,81)	0,0418 (1 046,81)	0,034 (871,62)	0,0347 (878,72)	0,038 (1 089,23)
Coût moyen de l'endettement	-0,2798 (294,33)	-0,2979 (299,11)	-0,2942 (369,51)	-0,332 (511,28)	-0,2913 (466,96)
Taux au jour le jour	11,0312 (12,82)	NS	NS	3,8834 (21,56)	-3,332 (11,85)
Constante	-104,989 (12,77)	-4,8251 (23,26)	3,8564 (16,81)	NS	35,353 (33,25)
Nombre d'observations	12,596	12 893	12 099	13 496	12 191
R <sup>2</sup> ajusté	0,3053	0,2891	0,2667	0,2625	0,2681
Source et réalisation : Banque de France Observatoire des entreprises – Tél. : 01 42 92 56 58 Mise à jour octobre 1996					



\* significativement différent de zéro, au seuil de 5 %