

LAURENCE NAYMAN¹

LES STRUCTURES DE FINANCEMENT DES ENTREPRISES EN EUROPE

RÉSUMÉ Cet article se propose de caractériser les modes de financement des entreprises dans quatre pays européens : l'Allemagne, la France, l'Italie et le Royaume-Uni.

La libéralisation financière permet de multiplier les sources de financement à la disposition des entreprises. La part du crédit aux entreprises et aux entrepreneurs individuels rapportée au PIB permet d'évaluer l'importance des prêts bancaires pour les quatre pays. En Allemagne et en Italie, les marchés financiers sont moins développés alors que les structures de financement en France ont rapidement évolué vers une économie à finance libéralisée de type britannique.

Une hiérarchie de financement liée aux progrès de la libéralisation financière devrait apparaître dans les structures de financement des entreprises. Les parts brutes et nettes de financement des entreprises, calculées à partir des données de flux de l'OCDE servent à étayer le discours sur le mode de financement des entreprises. Ainsi, les entreprises des quatre pays n'ont pas les mêmes préférences en termes de financement par les marchés, par les banques ou par d'autres entités privées ou

encore en termes d'échéances de ces financements. En contrepartie des sources, les emplois en investissements physique ou financier sont aussi différenciés selon les pays.

Cette analyse est suivie par une analyse institutionnelle de l'ensemble des circuits de financement. La présence d'autres intermédiaires permet de desserrer la contrainte financière des petites entreprises. Mais une segmentation trop forte des marchés et des intermédiaires entraîne des inefficiences dans la mesure où la fragmentation des intermédiaires ne permet pas de faire des économies d'échelle d'envergure. En outre, elle n'est pas compatible avec la libéralisation financière qui ouvre à la concurrence tous les marchés. L'Allemagne et le Royaume-Uni disposent de systèmes distincts. La première repose sur les banques et les caisses d'épargne et la seconde sur les intermédiaires de marchés. La France paraît en revanche écartelée entre les deux types de régimes et dispose d'une quantité d'organismes financiers spécialisés. Les principaux intermédiaires financiers italiens demeurent les instituts de crédit bien que les financements des entreprises soient orientés vers un crédit essentiellement non

1. Laurence Nayman est économiste au CEPII.

bancaire. L'Italie comme la France ont décidé de réduire le nombre de leurs intermédiaires afin de rationaliser le paysage financier.

Les pays fortement endettés sont censés être moins profitables que ceux qui reposent davantage sur les fonds propres. Or, ces prédictions ne se sont pas avérées. La base BACH (Commission européenne) a fourni les données relatives aux critères de levier et de rentabilité. La théorie du contrôle suggère que la volonté de diluer le contrôle des entreprises détermine des structures de financement *ad hoc*. Les entreprises qui ne sont pas majoritairement possédées par une entité financière devrait avoir des structures de financement dispersées. Cela se vérifie pour la France et l'Italie, dont les entre-

prises sont détenues essentiellement par d'autres entreprises ou par l'Etat. Dans les autres pays, les intermédiaires financiers, contrôlent la propriété des entreprises : en Allemagne, les banques participent à leur contrôle et au Royaume-Uni, les investisseurs institutionnels en sont les principaux propriétaires. Une description institutionnelle de la structure de la propriété des entreprises est ainsi effectuée pour mener à bien la comparaison des quatre pays. La France et l'Italie sont à la croisée des chemins, la première favorisant selon les apparences une orientation de marché et la seconde une orientation bancaire. La France, au lieu de s'inspirer du modèle britannique, peut encore choisir un modèle original conjuguant banques et marchés.

Cet article se propose de caractériser les modes de financement des entreprises dans quatre pays européens : l'Allemagne, la France, l'Italie et le Royaume-Uni. La création et le développement de marchés à l'intention des entreprises favorisent la multiplication des sources de financement. Dans ce contexte, les structures de financement des entreprises devraient refléter un recours accru au financement de marchés.

Au delà des questions de coût des différentes ressources, le choix de structures de financement par les entreprises est fondé sur deux motifs : assurer un accès continu à la liquidité et échapper au contrôle par les apporteurs de capitaux. L'accès continu à la liquidité suppose des relations de long terme basées sur la confiance entre les entreprises, notamment les plus petites qui ne sont pas autorisées à se porter sur les marchés, et les intermédiaires financiers.

Les entreprises peuvent s'appuyer sur l'autofinancement ou miser sur la diversité des sources de financement permise par la libéralisation financière pour se soustraire au contrôle des bailleurs de fonds (banques, actionnaires). Dans des structures financières très marquées, le contrôle s'effectue par les banques ou par les intermédiaires de marché.

La structure de financement choisie par les entreprises soulève ainsi trois types de questions.

Premièrement, il faut vérifier si la disponibilité accrue des financements due à la libéralisation financière va entraîner une dispersion de la structure financière des entreprises. Une autre question est que la libéralisation financière va susciter moins d'emplois en investissement physique, les entreprises trouvant plus profitables d'investir sur les marchés financiers. La présence d'intermédiaires qui desserreraient la contrainte de financement des PME est aussi un facteur important. La concurrence sur les marchés a-t-elle réduit le nombre d'intermédiaires finan-

ciers présents dans le financement des entreprises, ou bien la libéralisation financière a-t-elle au contraire renforcé leur segmentation ?

Enfin une dernière série de questions concerne l'existence d'une hiérarchie dans les sources de financement des entreprises, celles-ci préférant un mode de financement à un autre. Il faut ainsi examiner si le mode de financement est relié à la profitabilité de l'entreprise, les entreprises peu profitables se révélant alors plus endettées que les autres. Avec la libéralisation financière, les dirigeants des entreprises parviennent-ils à diversifier suffisamment leurs sources de financement pour échapper à la fois à la surveillance et au contrôle des apporteurs de capitaux ?

Cet article compare les structures de financement des entreprises en Europe. La première partie analyse l'ensemble des circuits disponibles, cette pluralité de ces circuits étant en effet cruciale pour les PME. La deuxième partie étudie la relation entre modes de financement des entreprises et profitabilité. Elle aborde également la question du rapport entre choix de financement et mode de contrôle, en fournissant une description institutionnelle de la structure de la propriété des entreprises dans les quatre pays.

Les déterminants des modes de financement

Quelques rappels théoriques

Selon le théorème de Modigliani et Miller (1958), avec des marchés financiers parfaits, à fiscalité égale sur les différents instruments de financement et sans contrainte réglementaire, la structure du capital choisie, quelle que soit sa combinaison, n'a aucune incidence sur la performance de l'entreprise. Depuis, de nombreux auteurs ont démontré que les choix de financement des entreprises ne sont pas indifférents. Le mode de financement par les intermédiaires financiers peut dépendre de divers critères dont notamment les asymétries d'information et les risques liés au levier de l'endettement d'une part et au changement de contrôle d'autre part.

En raison des asymétries d'information et du degré de risque de l'entreprise, Myers (1984) et Myers & Majluf (1984) ont mis en évidence une hiérarchie (*pecking order*) dans la structure financière des entreprises. L'autofinancement serait préféré à la dette obligataire, elle-même préférée à l'émission d'actions.

Dans l'optique des asymétries d'information, Rivaud-Danset & Salais (1992) définissent des conventions de financement entre l'entrepreneur et les bailleurs de fonds, dont l'identité dépend du type de projet à financer. En fonction de la nature de leurs marchés (de masse, dédiés ou ponctuels), de l'activité industrielle, de la qualité de leurs actifs (standards ou spécifiques) et de la prévisibilité des cash-flows, les firmes se financeront auprès des marchés, de la banque à l'acte (dont les critères de sélection des projets et de contrôle sont proches de ceux des marchés), de la banque à l'engagement (qui investit dans les relations de long terme) ou bien de sociétés de capital-risque.

Les grandes entreprises peuvent diversifier leurs sources de financement, en recourant par exemple à la finance bancaire dans les pays à finance libéralisée comme le Royaume-Uni ou aux financements de marché dans les pays marqués par le crédit comme en Allemagne (Mayer & Alexander, 1990). Pour contourner les réglementations internes trop contraignantes sur les marchés financiers, elles peuvent lever des fonds dans les pays où les marchés sont développés. La libéralisation financière devrait faire progresser la pratique de la banque à l'acte. On pourrait alors assister au déclin de certains intermédiaires financiers, au renforcement d'autres (banque à l'acte, investisseurs institutionnels) et à une déségmentation des marchés, la concurrence aidant à remodeler le marché des fonds destinés aux entreprises. Cependant, certains intermédiaires comme par exemple les caisses d'épargne continueront à jouer un rôle dans la mesure où ils contribuent à soulager la contrainte de financement des PME. En effet, les banques et les investisseurs institutionnels, dotés des moyens nécessaires pour sélectionner les meilleurs projets et les surveiller, ne trouvent pas forcément profitable de prêter aux PME en raison de l'incertitude sur la qualité des projets et des risques de faillite. Une description des institutions financières présentes dans le financement des entreprises permettra de repérer quelles sont les institutions les plus actives dans ce domaine et parmi elles celles qui s'adressent plus particulièrement aux PME.

Les financements des entreprises peuvent aussi être déterminés par les risques d'endettement excessif et ceux de changement de contrôle. Les théories qui explorent le levier de la dette ainsi que celle du contrôle se rattachent à ce courant. L'endettement est traditionnellement associé à une profitabilité plus faible (Rajan & Zingales, 1995). Cette relation est justifiée dans Myers & Majluf (1984) par le fait que les entreprises favorisent l'autofinancement par rapport à l'endettement. Les entreprises qui ont une bonne profitabilité préféreraient s'autofinancer, alors que celles qui ne disposent pas de fonds suffisants sont contraintes de s'endetter. Cependant, une corrélation positive entre levier d'endettement et profitabilité peut très bien exister. C'est le cas notamment dans un contexte de croissance, lorsque l'investissement requis pour faire face à l'expansion de la demande future est supérieur aux cash-flows dégagés. L'étude du levier d'endettement et de la rentabilité devrait permettre de départager ces hypothèses et de vérifier si ces deux variables sont liées négativement ou positivement dans les quatre pays considérés.

Enfin, les dirigeants peuvent craindre de perdre le contrôle de l'entreprise. Ils peuvent alors limiter la source de financement qui risque de modifier la structure de la propriété de l'entreprise. Mais dans bien des cas, les dirigeants entretiennent des relations de long terme avec les bailleurs de fonds de l'entreprise, ce qui leur permet de maintenir une structure financière déséquilibrée. Dans les quatre pays étudiés, une étude institutionnelle de la structure de la propriété permettra de dégager la nature des relations entre les entreprises et leurs bailleurs de fonds qui seront plus précisément identifiés.

L'incidence de l'environnement financier

Le TABLEAU 1 présente le crédit bancaire aux entreprises à partir des données recensées par les banques centrales. C'est en Allemagne que les banques

financent le plus largement les entreprises. C'est aussi dans ce pays que leur contribution au financement des entreprises individuelles est la plus forte, puisqu'elle représente 20 % du PIB contre 8 % en France et en Italie et 5 % au Royaume-Uni. Comparée aux autres pays, la contribution du crédit intermédié au Royaume-Uni semble négligeable.

TABLEAU 1

	Encours des crédits au secteur privé en 1994			
	En % du PIB			
	ALLEMAGNE	FRANCE	ITALIE	ROYAUME-UNI*
Total	91	87	68	97
Entreprises	57	41	49	19
Entreprises individuelles	20	8	8	5

* Y compris les *building societies*.

Sources : Banques centrales.

Le TABLEAU 2 met en évidence les parts des différentes sources dans les flux de financement brut des entreprises. La période 1980-1992/1994 a été décomposée en deux sous-périodes afin de mieux appréhender l'incidence de la libéralisation financière. Un premier constat s'impose. Quelles que soient les époques, l'autofinancement est le mode de financement privilégié dans les quatre pays. Le recours à l'épargne brute n'est pas plus développé au Royaume-Uni, où le système financier est très libéralisé, qu'en Allemagne, où le crédit bancaire est prépondérant. En Allemagne, la part importante de l'autofinancement peut s'expliquer par l'inclusion des entreprises individuelles dans le secteur des entreprises².

En Allemagne, la stabilité est remarquable au cours des deux périodes étudiées. Le financement externe des entreprises allemandes reste très orienté vers les crédits, puisque 83 % de ce financement est obtenu par crédit auprès des intermédiaires financiers sur la période 1981-1994. Le développement très lent des marchés financiers en Allemagne explique en partie ce résultat. Les entreprises britanniques reposent aussi sur les crédits intermédiés, mais de façon plus modérée, 58 % de leur financement externe sur la même période 1981-1994. En France, le rôle du crédit dans le financement des entreprises s'est beaucoup réduit, passant de 38 % du financement externe en 1981-1986 à 19 % en 1987-1994.

La distinction entre long et court terme apporte une dimension intéressante sur la stabilité du financement. En France, sur la période récente, la majeure partie des financements (71,2 %) est à long terme. L'allongement très net de la maturité des financements s'explique avant tout par le développement des émissions

2. D'autres facteurs expliquent la part élevée de l'autofinancement. Le lissage comptable qu'opèrent les entreprises sur les périodes de croissance et de récession, joue un rôle non négligeable. Ce dernier consiste à affecter une partie des réserves au résultat. En outre, la réunification avec la partie orientale a accru le besoin de financement des entreprises, et à partir de 1991 la moyenne des comportements a été sensiblement modifiée. Le niveau élevé de l'autofinancement en Allemagne s'explique encore par l'intégration des droits sur assurances et fonds de pension qui augmentent l'autofinancement de quelque 4 à 5 points de pourcentage. L'importance de ces droits est attestée par les dotations aux provisions portées au bilan des entreprises allemandes qui constituaient 35 % de leurs fonds propres en 1993.

TABLEAU 2

Sources et emplois des financements des entreprises non financières

	ALLEMAGNE		FRANCE		ITALIE		ROYAUME-UNI	
	1980-1986	1987-1992	1980-1986	1987-1994	1982-1986	1987-1993	1981-1986	1987-1994
SOURCES*								
EN % DU TOTAL DES SOURCES	100	100	100	100	100	100	100	100
Autofinancement brut	65,8	64,5	40,6	55,9	46,5	52,2	65,5	54,2
Droits/ass. et fonds de pension	4,4	3,2						
Financement externe	29,7	32,3	59,4	44,1	53,5	47,8	34,5	45,8
EN % DU FINANCEMENT EXTERNE	100	100	100	100	100	100	100	100
<i>Financement à long terme</i>	64,7	69,8	49,2	71,2	54,2	25,3	38,5	58,9
<i>Financement de marché</i>	11,8	15,2	27,7	49,6	38,5	13,9	28,3	45,8
• émissions d'actions	8,3	9,1	20,8	41,1	30,5	13,3	28,5	36,7
• émissions d'obligations	3,5	6,1	6,8	8,5	8,0	0,5	-0,3	9,0
• prêts long terme	52,9	54,5	21,5	21,6	15,7	11,4	10,3	13,1
<i>Financement à court terme</i>	35,3	30,2	50,8	28,8	45,8	74,7	61,5	41,1
• Titres court terme	0,3	-0,5	4,3	10,1	11,5	25,3	7,3	0,5
• Prêts court terme	31,5	27,6	16,3	-2,9	4,3	21,1	51,5	40,2
• Crédits commerciaux	3,4	3,2	30,3	21,6	29,9	28,3	2,7	0,4
EN % DU FINANCEMENT EXTERNE	100	100	100	100	100	100	100	100
<i>Financement intermédié</i>	84,4	82,1	37,8	18,7	20,0	32,5	61,8	53,3
<i>Financement de marché</i>	12,1	14,7	32,0	59,7	50,1	39,1	35,6	46,3
EMPLOIS*								
EN % DU TOTAL DES EMPLOIS	100	100	100	100	100	100	100	100
Investissement brut physique	77,3	75,1	58,2	56,5	54,9	54,3	57,7	61,0
Investissement financier	22,7	24,9	41,8	43,5	45,1	45,7	42,3	39,0
EN % DE L'INVESTISSEMENT FINANCIER	100	100	100	100	100	100	100	100
Dépôts et cash	33,4	41,8	15,1	6,5	11,5	7,7	32,3	24,8
Titres à court terme	0,3	2,0	1,2	7,3	12,7	0,4	4,1	1,9
Prêts à court terme	22,5	17,6	15,2	18,7	3,7	5,0	9,0	2,8
Crédits commerciaux	13,2	3,2	44,4	25,5	33,7	22,5	1,6	2,3
Obligations	8,5	13,8	2,0	0,4	5,0	0,1	0,4	1,2
Actions	7,7	13,3	18,5	37,6	29,4	39,1	21,3	32,7
Prêts à long terme	11,3	22,9	-	-	3,9	3,1	6,9	1,0
Autres**	3,2	-14,8	3,6	4,0	0,1	22,0	24,6	33,3

* Les sources et les emplois sont nets des remboursements.

**Autres = total autres+ajustement. L'investissement brut physique comprend les transferts en capital.

DES ENTREPRISES EN EUROPE

d'actions. En Allemagne, le financement à long terme est largement dominant et stable sur les deux périodes. En Italie au contraire, le financement à long terme régresse puisqu'il ne représente plus que 25 % du financement externe contre 54 % dans la période précédente. Cependant, pour évaluer la stabilité du financement total, on pourrait aussi agréger l'autofinancement au financement à long terme en rapportant cette part au total des sources. Dans ce cas, sur la période récente, Allemagne, France et Royaume-Uni sont très proches, puisque 81 % à 87 % du financement proviennent de l'autofinancement ou du financement à long terme. Cette part est beaucoup plus faible, de 64 %, pour les entreprises italiennes, plus dépendantes du crédit à court terme

Par catégorie de financements, les entreprises allemandes s'appuient principalement sur les prêts à long terme, qui représentent 55 % de leur financement externe. Ce mode de financement est dominant et stable sur la période. En France, les prêts à long terme sont importants, mais nettement moins qu'en Allemagne, puisqu'ils représentent 21,5 % du financement externe sur les deux périodes. En Italie et au Royaume-Uni, les prêts à long terme constituent un mode de financement très limité, seulement 11,4 % et 13,1 % respectivement sur la période récente. Cette part est même en baisse en Italie. Cette faiblesse des prêts à long terme laissent penser que les entreprises italiennes et britanniques ne sont pas engagées dans des relations de long terme avec les banques.

Les financements de marché à long terme regroupent les émissions d'obligations et d'actions. La part des émissions d'obligations dans les sources brutes est peu importante dans les quatre pays. Néanmoins cette part s'est accrue au cours des deux périodes en France, en Allemagne et au Royaume-Uni. C'est en France et au Royaume-Uni qu'elle est maintenant la plus élevée, atteignant 8,5 % et 9 % respectivement du financement externe. Les émissions d'actions ont beaucoup augmenté en France et au Royaume-Uni, dépassant maintenant les prêts à long terme dans ces deux pays. Londres confirme effectivement sa place de première bourse européenne avec une capitalisation boursière de 111 % du PIB en 1994. Ailleurs, la capitalisation qui reste faible (33 % du PIB pour la France, 23 % pour l'Allemagne et 18 % pour l'Italie en 1994), a surtout été alimentée par les privatisations récentes. Les programmes menés en Europe, dont les montants sont passés de 26 milliards de dollars en 1993 à 50 milliards de dollars en 1994³, ont eu un impact non négligeable sur cette capitalisation boursière. En Italie, les privatisations représentaient 5 % de cette dernière en 1994 ; les émissions d'actions ont été particulièrement fortes jusqu'en 1985, puis ont décliné par la suite.

Ce sont surtout les entreprises britanniques, et dans une moindre mesure les allemandes qui utilisent les prêts à court terme. Les Britanniques ont utilisé les prêts à court terme dans la période 1986-1989, notamment pour financer des OPAs. Les entreprises françaises et italiennes recourent aux crédits commerciaux dans des proportions importantes. Cette part s'élevait à environ 30 % de leur financement externe de 1981 à 1986. Elle s'est notablement réduite mais reste encore de 22 % et 28 % dans la période récente. Les marchés de titres courts pour les entreprises datent de 1985 pour la France, 1986 pour le Royaume-Uni et 1991 pour l'Allemagne. En Italie, il n'existe pas de marché formel des billets de trésorerie. Les titres à court terme que les entreprises émettent sont des opérations de

3. OCDE, *Tendances des marchés des capitaux*, février 1995.

gré à gré souvent enregistrées auprès des notaires. C'est surtout en Italie que les titres à court terme représentent un moyen de financement important des entreprises puisqu'ils constituent 25 % de leur financement externe. Dans les autres pays, leur développement est resté limité.

Le TABLEAU 3 décompose en grandes catégories les sources de financements nettes des emplois financiers correspondants. Il indique la contribution réelle des différentes sources dans le financement de la formation brute de capital fixe. On constate que les taux d'autofinancement sont élevés dans tous les pays. Ils sont généralement corrélés au cycle conjoncturel, augmentant dans les périodes de récession et inversement. Mais au Royaume-Uni, ils restent supérieurs à environ 90 % quelle que soit la sous-période examinée. Ceci traduit le fait que la part de l'investissement physique dans l'investissement total est beaucoup moins forte qu'en Allemagne. Le taux d'autofinancement est stable en Allemagne sur les deux périodes. En France et en Italie, il a progressé notablement, atteignant respectivement 97,6 % et 96,5 %.

TABLEAU 3

	Sources nettes de financement pour les entreprises non financières							
	En % du total							
	ALLEMAGNE		FRANCE		ITALIE		ROYAUME-UNI	
1980-1986	1987-1992	1980-1986	1987-1994	1982-1986	1987-1993	1981-1986	1987-1994	
Autofinancement	91,0	90,1	69,4	97,6	83,7	96,5	113,3	89,5
<i>Financés à LT par le marché</i>	-0,3	-2,6	13,1	8,6	10,1	-21,1	1,5	11,4
• Emissions d'actions	0,9	-0,6	7,5	2,5	6,2	-21,4	1,9	6,0
• Emissions d'obligations	-1,2	-2,0	5,6	6,1	3,9	0,3	-0,4	5,4
• Prêts*	12,8	8,1	16,8	-3,0	4,1	15,5	1,8	22,7
• Titres à court terme	0,0	-0,9	3,5	2,3	1,3	21,8	1,1	-1,1
• Crédits commerciaux	-2,6	0,3	-1,2	-3,1	1,2	5,8	0,6	-1,2
• Autres et ajustement	-0,9	5,0	-1,6	-2,4	-0,4	-18,6	-18,3	-21,2
Sources nettes totales	100	100	100	100	100	100	100	100
Pour mémoire :								
Financement intermédié *	12,8	8,1	16,8	-3,0	4,1	15,5	1,8	22,7
Financement de marché	-0,3	-3,5	16,6	10,9	11,4	0,7	2,6	10,3

* Crédits obtenus auprès des intermédiaires financiers, nets des dépôts auprès de ces intermédiaires, et éventuellement des prêts accordés par les entreprises à d'autres entreprises.

Sources : OCDE, *Comptes financiers*, divers numéros et *Blue Book* 1995 pour le Royaume-Uni.

Les titres à long terme apportent une contribution positive forte au financement de l'investissement en France et au Royaume-Uni, mais négligeable en Allemagne. En France et en Italie, l'extension du marché des actions a modifié le comportement des entreprises dans leur financement brut à long terme, comme le montre la deuxième partie du TABLEAU 2. En France, le développement du marché des

actions a bien profité à l'investissement physique. Mais en Italie, les émissions d'actions ne constituent pas une ressource nette pour les entreprises à un niveau agrégé, puisque les achats d'actions entre entreprises ont excédé les émissions.

Dans tous les pays sauf en France, les prêts contribuent davantage que les marchés à financer l'investissement. Les entreprises britanniques recourent aux financements bancaires, notamment à court terme, qui leur permettent de procéder au financement de leur croissance sur un mode externe. Les banques accompagnent les entreprises sur les marchés et interviennent fortement de manière ponctuelle. Cependant, au Royaume-Uni, la période 1986-1989 a été exceptionnelle, du fait de la multiplication des OPAs, qui ont été financées en partie par des prêts à court terme. Hors de cette période, les émissions nettes d'actions ont été régulièrement supérieures aux financements par prêts bancaires. Les dépôts accumulés en 1994 à la suite des prêts courts contractés par les entreprises britanniques sont de même nature que ceux qui ont servi dès 1987 à financer les OPAs.

En résumé, la libéralisation financière s'est accompagnée d'un changement radical dans le comportement des entreprises françaises en matière d'endettement brut, celles-ci privilégiant maintenant davantage les financements de marché et particulièrement les titres longs comme les actions au détriment des prêts. En Italie, les entreprises utilisent de plus en plus massivement les titres à court terme au détriment des financements de long terme. La baisse de l'inflation aurait pu laisser penser à un enchaînement inverse. Au Royaume-Uni, le financement par les marchés à long terme (actions) s'effectue avec le concours des banques à court terme. En Allemagne, les modes de financement sont restés très stables et le crédit reste prépondérant.

D'une manière générale, le développement des marchés financiers a surtout contribué au financement brut des entreprises, mais peu à leur financement net. En effet, il a surtout augmenté les placements financiers des entreprises et peu aidé à financer leur investissement en biens de capital. Ceci est manifeste pour l'Allemagne, la France et l'Italie, pour lesquels la dernière ligne du TABLEAU 3 indique une baisse des titres dans le financement de l'investissement physique.

Les réseaux d'accès à la liquidité par les entreprises

La segmentation des marchés peut nuire dans certains cas à une allocation efficace des ressources, les intermédiaires financiers ne produisant pas les économies d'échelle et/ou d'envergure susceptibles d'abaisser le coût du crédit.

Le TABLEAU 4 indique les parts des intermédiaires financiers dans l'épargne collectée. Les sociétés de capital-risque qui contribuent à desserrer la contrainte de financement des PME ne figurent pas dans le tableau⁴. En Italie et en

4. Jusqu'à présent, ce sont des entreprises d'importance moyenne qui ont pu bénéficier de l'apport en capital des sociétés de capital-risque, et non les petites entreprises. Globalement, le capital-risque investi ne représentait que 8 milliards d'Ecus au Royaume-Uni à la fin de 1993, près de 4 milliards en France et 3 milliards en Allemagne (contre 24 milliards aux Etats-Unis). Les banques sont davantage impliquées dans le capital-risque en France, en Allemagne et en Italie et les investisseurs institutionnels au Royaume-Uni (Nikko, 1995). En outre, les pays européens ont décidé de rénover le marché financier consacré aux PME. Une concurrence s'est instaurée entre les places financières européennes qui vont toutes proposer entre 1995 et 1998 des nouveaux marchés à l'adresse des PME.

Allemagne, l'épargne est principalement recueillie par les instituts de crédit. Les caisses d'épargne sont actives à la fois dans la collecte des dépôts (TABLEAU 4) et dans l'octroi du crédit (TABLEAU 5).

TABLEAU 4

	En % des encours			
	ALLEMAGNE	FRANCE	ITALIE	ROYAUME-UNI
Épargne intermédiée* du secteur privé non financier (entreprises+ménages+E.I.), en 1994				
1 Instituts de Crédit **	41	32	51	33
2 Caisses d'épargne et épargne postale	29	18	27	4
<i>1+2=Instituts de crédit</i>	<i>70</i>	<i>50</i>	<i>78</i>	<i>37</i>
3 Compagnies d'assurance et fonds de pension	19	23	11	60
4 Organismes de gestion des fonds ***	11	27	11	3
<i>3+4=Intermédiaires de marché</i>	<i>30</i>	<i>50</i>	<i>22</i>	<i>63</i>
* Hors actions et obligations.				
** Y compris building societies pour le Royaume-Uni et hors caisse d'épargne et réseau postal.				
*** Fonds communs de placements, organismes de placement et capitalisation en valeurs mobilières, Fonds d'Investissement, Unit trusts, etc.				

Sources : Comptes nationaux et rapports des banques centrales.

TABLEAU 5

	En % du total des crédits des instituts de crédit			
	ALLEMAGNE	FRANCE	ITALIE	ROYAUME-UNI
Caisses d'épargne, réseau postal et investisseurs institutionnels dans le financement des entreprises, fin 1994				
Crédits accordés par les caisses d'épargne et le réseau postal	29	16	24	ns
Actions détenues par les compagnies d'assurance et les fonds de pension	5	23	7	329
ns : non significatif				

Sources : Rapports des banques centrales et OCDE, *Comptes financiers*.

En Allemagne, les banques sont structurées en banque universelle. Le réseau bancaire est moyennement concentré à l'image du tissu industriel⁵. Les caisses d'épargne jouent un rôle important dans le desserrement de la contrainte financière des petites entreprises. 29 % de l'ensemble des crédits aux entreprises sont distribués par les caisses d'épargne. Cela explique sans doute le fort endettement des entrepreneurs individuels auprès des instituts de crédit en Allemagne, puisqu'il représente 20 % du PIB (TABLEAU 1). On pourrait assimiler les caisses d'épargne (ainsi que les coopératives de crédit) à la banque à l'engagement. L'encours des actions détenu par les assurances et les fonds de pension reste faible.

5. En Allemagne, les très petites entreprises sont beaucoup moins nombreuses qu'en France. L'essentiel de l'emploi et du chiffre d'affaires est réalisé dans les PME comptant de 10 à 499 salariés. (Avouyi-Dovi & Busque, 1995).

Après leur transformation en sociétés par actions, les caisses d'épargne italiennes sont entrées dans une concurrence plus vive avec les banques dans l'octroi de crédit aux entreprises⁶. Les récentes mutations auront un impact probable sur le financement des entreprises. La concurrence des caisses d'épargne avec les banques dont le réseau est très parcellaire dans le financement des activités exportatrices des PME (qui constituent plus de 90 % du tissu industriel italien) va s'intensifier. Elle pourrait conduire à une concentration des activités financières ; la pratique courante des entreprises italiennes de s'adresser à plusieurs banques pourrait s'atténuer, au moins dans le cas des petites entreprises. Cette refonte du paysage bancaire devrait permettre ainsi une meilleure adaptation des financements au dynamisme exportateur des petites entreprises italiennes. Dans le futur, ces réformes devraient conduire à un renforcement du rôle des instituts de crédit dans le financement des entreprises italiennes. Le TABLEAU 5 montre aussi que les instituts de crédit italiens octroient davantage de crédit que les investisseurs institutionnels ne possèdent d'actions.

En France, les instituts de crédit et les investisseurs institutionnels se partagent équitablement la collecte de l'épargne. Les établissements de crédit comptent un grand nombre d'instituts spécialisés, qui résultent des besoins historiques du financement de l'économie dans l'après-guerre et qui donnent lieu à une segmentation encore forte du marché du crédit. Les banques populaires prêtent davantage aux PME à long terme que les banques AFB. Les caisses d'épargne sont moins présentes dans la collecte des dépôts et surtout dans la distribution du crédit⁷ que leurs homologues allemandes et italiennes. Mais cela tient aussi à la réglementation qui les empêche de pratiquer des activités de banque. Comme en Italie, la réglementation sur les retraites par capitalisation gérées par des fonds de pension restreint fortement l'activité des investisseurs institutionnels dans ce domaine et donc limite d'emblée la taille de leur apport au financement des entreprises.

Au Royaume-Uni, les banques⁸ ne drainent que 33 % de l'épargne du secteur privé et leur part de marché dans les créances aux entreprises est faible. Pourtant, leur rôle est fondamental. Leur résultat brut doit beaucoup aux commissions, pour une part de 45 % en 1993. Les banques accordent des crédits aux grandes entreprises (aux conditions du marché grâce à leur activité sur les marchés internationaux) qu'elles accompagnent sur les marchés. Le réseau de caisses d'épargne est quasi-inexistant aussi bien dans la collecte des dépôts que dans l'octroi de crédits mais les *building societies* les suppléent dans ce rôle, au moins en ce qui concerne les crédits aux entreprises individuelles incluses dans le secteur des ménages. L'emprise des investisseurs institutionnels, notamment celle des fonds de pension, se manifeste aussi bien dans l'intermédiation de l'épargne que dans celle des crédits (TABLEAUX 4 et 5). Les choix d'investissement des fonds de

6. Les caisses d'épargne se sont récemment transformées en 81 fondations qui financent des projets d'utilité publique ciblés dans certains domaines et en 77 sociétés par actions, lesquelles ont entrepris des alliances entre autres avec les banques et les sociétés de crédit-bail (*Epargne et Finance*, n° spécial Europe, octobre 1995). La loi Amato de 1993 complétée en 1994 prévoyait également la restructuration des banques en sociétés par actions. Les banques commerciales de court terme sont désormais autorisées à accorder des prêts à moyen et à long terme.

7. Les crédits aux entreprises sont le fait de la Caisse des Dépôts et Consignations qui anime le groupe des caisses d'épargne.

8. Y compris *building societies*.

pension dépendent de la norme comptable en vigueur, de la maturité des fonds et de leur statut (indépendance ou non des fonds). En privilégiant les revenus, la norme comptable au Royaume-Uni permet de lisser les résultats, ce qui incite les fonds à investir en actions (Rivaud-Danset, 1994). Les fonds de pension et les compagnies d'assurance orientent en effet leurs fonds de manière massive vers le marché des actions (75 % de leurs créances). En outre, les fonds de pension britanniques se distinguent par un comportement court-termiste dans la gestion de leurs actifs car leurs fonds arrivent à maturité.

Le levier de l'endettement et le contrôle des entreprises

La structure financière peut avoir un impact sur la rentabilité des entreprises. L'endettement peut notamment créer un effet de levier qui modifie le rendement des capitaux propres. L'examen des différents paramètres de la rentabilité permet de mettre en lumière la façon dont s'exerce cet effet.

Les indicateurs de rentabilité économique et financière sont intéressants dans la mesure où ils permettent d'évaluer comment s'effectue le partage de l'excédent brut d'exploitation entre les banques (intérêts) et les propriétaires de l'entreprise. Les conflits d'intérêt entre banques créancières et actionnaires sur le partage des revenus d'exploitation peuvent s'atténuer lorsque la banque possède des actions dans l'entreprise endettée. Une analyse descriptive de la structure de la propriété permettra de vérifier quels rapports de force sont à l'œuvre pour tirer le financement des entreprises vers les banques ou vers les marchés.

Le levier de l'endettement

Les ratios de rentabilité et de levier d'endettement (rapport de la dette aux fonds propres) des entreprises ont été établis grâce à la base BACH (Banque de Données Harmonisée sur les Comptes d'Entreprises) (GRAPHIQUES 1). Cette base de données a été compilée et harmonisée par la DG II de la Commission européenne à partir des données fournies par les Centrales de Bilans de onze pays dont les États-Unis et le Japon selon un schéma comptable commun. Ici ne seront étudiées que les entreprises des quatre pays considérés dans cet article. La période examinée va de 1980 à 1993. Les séries s'arrêtent en 1990 pour le Royaume-Uni et 1992 pour l'Allemagne. Pour l'Italie, les séries couvrent la période 1982 à 1992.

La rentabilité économique (*re*) est définie ici comme l'excédent brut d'exploitation (*EBE*) rapporté à l'ensemble des capitaux investis, c'est-à-dire à la somme des capitaux propres et de la dette,

$re = EBE / (\text{capitaux propres} + \text{dette})$. Elle exprime le taux de rendement des investissements réalisés par tous les apporteurs de capitaux.

La rentabilité financière (*rf*) est rapportée aux capitaux propres. Elle mesure le revenu généré par l'entreprise par rapport aux fonds apportés par les propriétaires. On la calcule ici comme l'EBE moins les frais financiers rapportés aux capitaux propres :

$$rf = (EBE - \text{frais financiers}) / \text{capitaux propres}.$$

Il s'agit donc d'une rentabilité financière avant impôts sur les bénéficiaires. Nous avons fait ce choix pour éviter d'avoir à considérer les disparités fiscales entre les pays. La rentabilité financière se déduit de la rentabilité économique et du levier de la manière suivante :

$$rf = re + (re - \text{frais financiers/dette}) \times (\text{dette/capitaux propres}),$$

où *dette/capitaux propres* représente le taux d'endettement appelé aussi levier et *(re - frais financiers/dette)* est la rentabilité économique moins le taux d'intérêt apparent, appelée encore rentabilité différentielle ou bras de levier.

La rentabilité financière des capitaux propres est égale à la rentabilité économique plus l'effet de levier, qui est lui-même égal à la rentabilité différentielle multipliée par le levier. Cette formule montre que dès lors que la rentabilité économique est supérieure au taux d'intérêt apparent, il y a une relation positive entre la rentabilité financière et le levier. Cette condition est toujours satisfaite dans les données suivantes. Mais en calculant la formule avec des rentabilités économique et financière après impôts, ceci ne serait plus nécessairement vérifié.

Caractérisons d'abord les différentes économies en termes de levier d'endettement. Les entreprises françaises se sont beaucoup endettées jusqu'en 1984 et ont ensuite réduit leur taux d'endettement (GRAPHIQUES 1 et TABLEAU 6). Mais ce n'est qu'à partir de 1989 que les effets du désendettement se font vraiment sentir pour les entreprises françaises, lorsque leurs dettes ont représenté moins de deux fois leurs fonds propres. En période de récession, elles se désendentent massivement sur les prêts courts (surtout en 1993). Des quatre pays, ce sont elles qui ont le plus durablement consolidé leurs fonds propres par rapport à l'endettement. Au Royaume-Uni, le ratio de dettes sur fonds propres des entreprises était extrêmement faible au début des années quatre-vingts, puis a beaucoup augmenté au cours de la période. Il restait cependant encore le plus faible des quatre pays. Les entreprises italiennes et allemandes, en revanche, sont très endettées et le demeurent. Ces deux pays profitent de la période de croissance (de 1986 à 1990 en Allemagne et de 1985 à 1989 en Italie) pour réduire leur levier qui s'établit alors à moins de deux. Ce dernier s'élève à nouveau par la suite.

TABLEAU 6

Effet de levier de l'endettement et rentabilité financière*											
En %											
	ALLEMAGNE			FRANCE			ITALIE			ROYAUME-UNI	
	1980-1984	1985-1989	1990-1992	1980-1984	1985-1989	1990-1993	1982-1984	1985-1989	1990-1992	1980-1984	1985-1990
1 Rentabilité économique	20	21	20	17	20	18	15	15	11	19	16
2 Taux d'intérêt apparent	8	6	8	12	9	8	14	8	8	12	6
3 Ratio de levier	228	195	202	201	232	166	227	193	211	49	85
4 = (1 - 2) X 3 = Effet de levier	28	29	24	11	24	15	2	13	7	3	9
5 = 1 + 4 = Rentabilité financière	48	49	44	28	43	33	17	28	18	22	25

* Les écarts constatés sont dus aux arrondis.

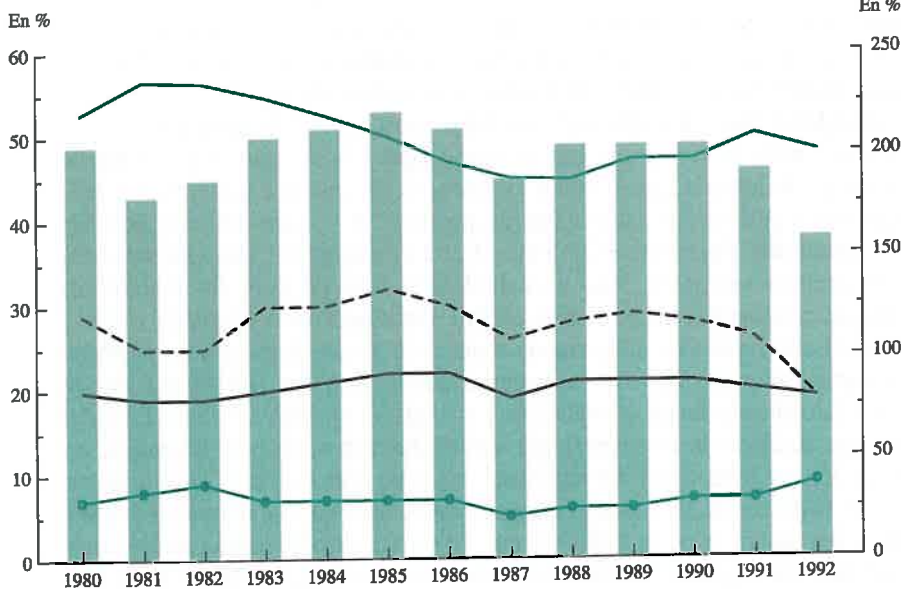
Source : Commission européenne, DG II, base BACH (Banque de Données Harmonisée sur les Comptes d'Entreprises).

GRAPHIQUE 1

Effet de levier de l'endettement et rentabilité financière

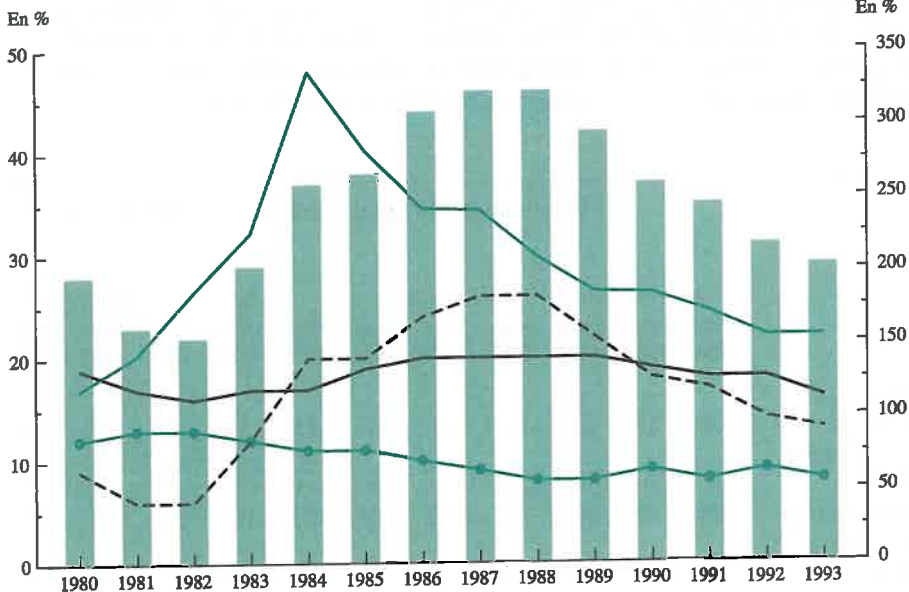
1A. Allemagne

Levier = échelle de droite
En %



1B. France

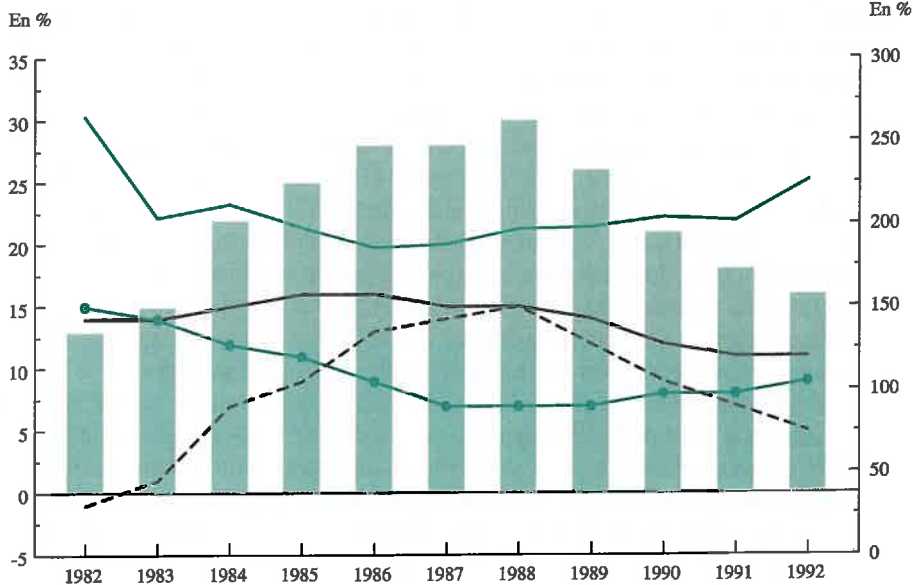
Levier = échelle de droite
En %



Rentabilité financière Rentabilité économique % d'intérêt apparent Effet de levier Levier

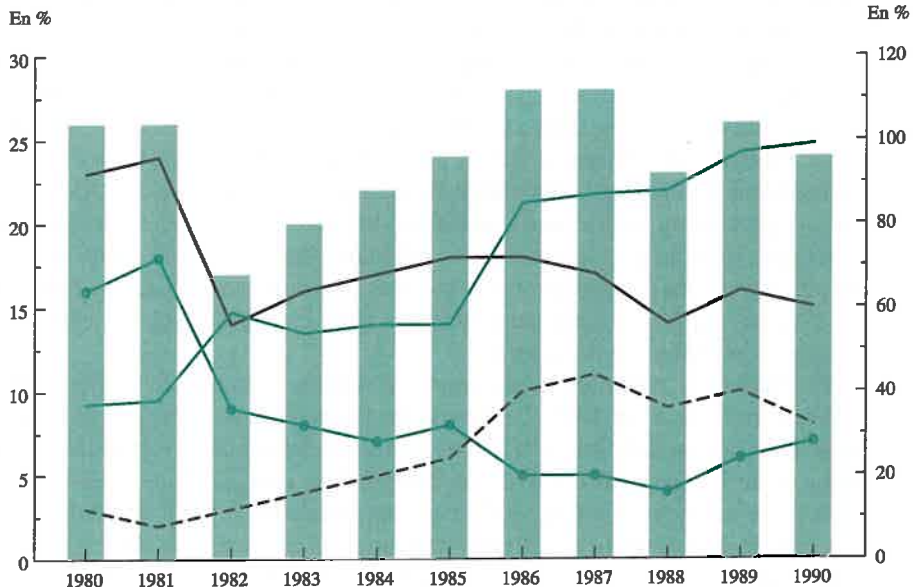
1C. Italie

Levier = échelle de droite



1D. Royaume-Uni

Levier = échelle de droite



Rentabilité financière Rentabilité économique % d'intérêt apparent Effet de levier Levier

En Allemagne, la rentabilité économique est élevée et stable, mais l'excédent brut d'exploitation est ponctionné par les frais financiers, à hauteur d'un tiers en fin de période. Le bras de levier (différence entre la rentabilité économique et le taux d'intérêt) est surtout important en phase de croissance (de 1983 à 1989) mais se dégrade à partir de 1990 sous l'effet de la hausse des taux d'intérêt, notamment dans les phases récessives de 1991-1992. Comme les entreprises allemandes ont réduit leur levier pendant la phase de croissance et l'ont augmenté en phase de récession ou de croissance ralentie, elles n'ont donc pas exploité l'effet de levier qui permet de propulser la rentabilité financière vers des niveaux encore plus élevés. La rentabilité financière baisse dans la dernière période, mais moins nettement que dans les autres pays. Le niveau élevé auquel elle se situe peut être attribué à la stabilité de la rentabilité économique d'une part et au levier qui reste malgré tout important. L'Allemagne associe donc une forte rentabilité financière et un levier élevé, contrairement à ce que soulignent certains auteurs décrivant les structures de financement des entreprises (Rajan & Zingales, 1995). Les entreprises allemandes ont bénéficié de taux d'intérêt plus faibles ou au plus de même niveau que chez leurs voisines françaises, italiennes et britanniques.

Au Royaume-Uni, le faible levier est associé à des taux d'intérêt apparents équivalents à ceux de l'Allemagne en fin de période. Les charges d'intérêt dans l'EBE progressent ainsi à partir de 1990 tout en restant faibles. La rentabilité économique, comparable à celle de l'Allemagne dans la première période s'essouffle très nettement par la suite. En raison de la baisse de la rentabilité économique, l'effet de levier reste faible, et cela en dépit d'un levier plus élevé et de taux d'intérêt apparents plus faibles sur la seconde période. La rentabilité financière reste ainsi très largement inférieure à celle des entreprises allemandes. La corrélation entre profitabilité et levier serait aussi plutôt positive au Royaume-Uni, démentant les prédictions des théoriciens du levier de la dette.

En Italie, le fort levier se conjugue à une rentabilité économique très dégradée. Le taux d'intérêt apparent des entreprises italiennes, très élevé en début de période, converge par la suite avec les taux allemands (comme ceux des autres pays). En outre, les charges d'intérêt pèsent d'un poids excessif dans l'EBE, ce qui contribue à dégrader la rentabilité financière. A première vue, l'Italie semble être un pays où se vérifie une corrélation inverse entre levier et profitabilité. Cependant, on a vu que les entreprises italiennes tiraient plus de fonds des marchés financiers, notamment à court terme, que du crédit bancaire. On ne peut donc pas avancer que les banques sont présentes dans le financement des entreprises lorsque la rentabilité est détériorée.

En France, la rentabilité économique est inférieure à celle de l'Allemagne et se détériore à partir de 1988. La rentabilité financière est nettement dégradée à partir de la même date sous l'effet conjoint de la baisse de la rentabilité économique et de la baisse du levier d'endettement. Les charges d'intérêt dans l'EBE n'ont cessé de décliner depuis 1985 et se sont stabilisées à partir de 1990, traduisant bien le désendettement entrepris en France. Ceci va de pair avec l'affaiblissement du poids des banques dans le financement des entreprises françaises. On observe aussi une convergence des taux d'intérêt apparents avec ceux de l'Allemagne ; ceux-ci restent cependant à des niveaux très élevés en termes réels (5,9 %) sur la période 1990-1993, témoignant à la fois du haut niveau des taux réels en général (par exemple 5,2 % pour le marché monétaire et 4,7 % pour le

marché financier) et probablement de marges élevées demandées à certaines entreprises, ainsi que de la persistance de taux à long terme fixes élevés.

Le risque de changement de contrôle

Les modes de financement se définissent aussi par les structures de propriété. Afin de disposer d'un pouvoir de coercition plus grand sur les dirigeants et les sanctionner en cas de mauvaise gestion de leurs ressources financières, les intermédiaires financiers possèdent souvent des parts dans les entreprises. Ils peuvent ainsi orienter les décisions concernant l'entreprise dans un sens conforme à leurs intérêts. Le capital dans les entreprises des pays étudiés est en principe verrouillé, comme l'illustre le petit nombre d'OPAs hostiles dans les pays européens. Les acquisitions y sont plus généralement consenties par les entreprises cédantes. Le moyen le plus efficace pour s'opposer à un changement de contrôle est d'établir des relations de confiance avec les apporteurs de capitaux, qu'ils exercent un contrôle effectif ou non sur l'entreprise. En Allemagne il existe ce type de rapport avec les banques, au Royaume-Uni avec les investisseurs institutionnels ; en France et en Italie avec les entreprises qui détiennent une part de plus en plus importante de leurs placements sous forme d'actions (TABLEAU 7). Cependant en Allemagne, les banques semblent contrôler effectivement les entreprises, davantage qu'au Royaume-Uni, où les dirigeants disposaient jusqu'à présent d'une grande autonomie. En outre, la théorie du contrôle enseigne qu'un contrôle peu actif correspond à une structure financière assez équilibrée entre les différentes sources de financement. C'est le cas en France et en Italie.

En Allemagne, les PME appartiennent à des personnes physiques qui s'auto-financent et recourent aux prêts bancaires. Les entreprises cotées sont peu

TABLEAU 7

Détention d'actions des entreprises par différentes catégories d'agents, à fin 1993				
	En %			
	ALLEMAGNE	FRANCE	ITALIE	ROYAUME-UNI
<i>Secteur financier</i>	29	8	19	62
Banques	14	3	10	1
Compagnies d'assurance	7	1	2	17
Fonds de pension				34
Fonds mutuels	8	2	6	7
Autres intermédiaires financiers		2	1	3
<i>Entreprises non financières</i>	39	59	32	2
Autorités publiques	4	4	28	1
Particuliers	17	19	17	18
Étranger	12	11	5	16
Autre				2
Total	100	100	100	100

nombreuses. Leur propriété est très souvent concentrée et détenue par des SARL, elles-mêmes d'origine familiale. Les étrangers possèdent une part non négligeable des grandes entreprises cotées. Le recours peu usité aux tribunaux et aux mécanismes externes de contrôle (OPA) qui encouragent l'enracinement des dirigeants, le rôle de la représentation par les banques des actionnaires minoritaires dans les assemblées générales (*Depotstimmrecht*), le partage du contrôle des ressources entre actionnaires, banques créancières et syndicats/salariés créent un environnement stable pour les entreprises. Les banques interviennent principalement comme créancières des entreprises dans lesquelles elles recyclent l'épargne abondante collectée sous forme de dépôts, mais aussi comme actionnaires. L'actionnariat des banques, même s'il est beaucoup moins important qu'on le laisse généralement entendre, leur procure un moyen de surveiller la gestion des entreprises dont elles détiennent des créances.

En France, les dirigeants des sociétés privées et publiques se retrouvent habituellement au conseil d'administration d'autres entreprises. La proximité de l'État et du privé est encore forte. Les récentes privatisations ont certes permis d'approfondir les marchés des actions, mais la propriété reste très concentrée. Les participations d'autocontrôle (détenues par les filiales dans le capital de la société mère) jusqu'en juillet 1991, date à laquelle l'amendement Dailly les restreint sévèrement, et les participations croisées avec des sociétés amies concourent à la formation de noyaux stables d'actionnaires (noyaux durs). Elles expliquent la faiblesse du changement de contrôle en France. Le nombre d'OPA et d'OPE y a progressé de 5 en 1985 à 53 en 1988 pour retomber à 25 en 1993. Sur ce total, le nombre d'OPA hostiles est rare. Les actions des entreprises françaises cotées à la bourse étant surtout possédées par les entreprises, cela les laisse libres de répartir leurs financements entre banques et marchés. Les entreprises semblent dénouer leurs liens avec les banques depuis le début de la décennie quatre-vingt-dix et ne pas les resserrer avec les compagnies d'assurance. Peu présents dans le contrôle des entreprises, les principaux intermédiaires financiers disposent d'une marge de manœuvre plus réduite pour les surveiller et évaluer leurs risques. La segmentation des marchés fausse ainsi le jeu du contrôle des risques dans la mesure où elle limite l'implication des acteurs du financement dans la propriété des entreprises.

En Italie, l'organisation de la propriété et du contrôle est assez proche de celle de la France, avec un tissu industriel composé de PME familiales et de grandes entreprises dont le capital est verrouillé. L'Italie, à l'instar de la France, a commencé de privatiser les groupes de sociétés, en maintenant aussi des noyaux durs au sein des groupes. Cependant en Italie, les filiales ne peuvent détenir des actions de la maison-mère que sur les réserves de l'entreprise dans la limite de 2 % des fonds propres de la maison-mère dont les actions sont cotées. Le recours à plusieurs banques qui se traduit par l'absence de relations de long terme va pénaliser les entreprises dans leur quête de liquidité, les banques ayant introduit des procédures de gestion plus contraignantes. La consolidation des prêts au niveau du groupe de l'entreprise va en effet constituer une limite aux prêts importants octroyés par les banques à moyen et long terme (les anciennes institutions financières spécialisées). Cela aura des implications sûrement positives au niveau du contrôle par les banques du passif des entreprises.

Au Royaume-Uni, l'attitude qui prévalait jusqu'à présent en matière de contrôle était l'absentéisme des actionnaires-contrôleurs, très longtemps nommés

par le PDG. Le rapport Cadbury de 1986 vise à corriger cette distorsion, en fixant un code de bonne conduite par lequel les sociétés sont invitées à fonder des comités d'audit et de rémunération et à faire appel à des contrôleurs extérieurs. En matière d'OPAs, la pratique des *golden shares*, actions provisoirement bloquées par le gouvernement britannique pour empêcher la prédation des entreprises fraîchement privatisées par les sociétés étrangères, a permis jusqu'à présent d'immuniser les sociétés des OPA hostiles. Au Royaume-Uni, de 1980 à 1993, 245 OPA hostiles ont eu lieu sur un total de 20 008 opérations, soit environ 1,5 %. Au pays des OPA, les opérations sont principalement de nature amicale et dénotent une stratégie de transmission ou de concentration volontaire. Cependant, aujourd'hui, de nombreuses *golden shares* tombent dans le domaine public. En outre, les investisseurs institutionnels ont décidé de s'impliquer davantage dans le contrôle des entreprises (*corporate governance*), et de ne plus " voter avec leurs pieds " (*Wall Street walk*). Jusqu'à présent, ils ont manifesté un certain laxisme, cédant peu leurs participations tant que la capitalisation des actions était favorable. L'insuffisance de la vitesse de transactions sur le marché boursier par rapport à la capitalisation est là pour en témoigner⁹. Au Royaume-Uni, peu de changements devraient survenir dans le mode de contrôle des entreprises, sinon davantage de flexibilité concernant le « gouvernement d'entreprise » à l'instar des États-Unis. Cependant, la flexibilité, éventuellement porteuse d'instabilité pourrait inciter les entreprises à s'autofinancer encore plus largement et donc à moins recourir aux augmentations de capital. En cela, les relations de long terme avec les investisseurs institutionnels ne sont peut-être pas tant menacées. Quant aux relations avec les banques, elles restent marquées par les marchés financiers. Les banques offrent davantage des services que des prêts aux entreprises. Les prêts à court terme qu'elles préfèrent octroyer étant remboursés à brève échéance, ils n'impliquent pas un mode de surveillance particulièrement serré.

CONCLUSION

Si l'on veut résumer schématiquement les caractéristiques de financement en Europe, quelques grandes tendances apparaissent. Le Royaume-Uni et l'Allemagne, qui constituent les deux modèles polaires, se distinguent essentiellement par le financement des entreprises par les banques ou par les marchés. Ces deux pays partagent des caractéristiques communes tels qu'une part brute d'auto-financement relativement forte et des crédits commerciaux faibles.

En Allemagne, la part des financements de long terme, notamment des instituts de crédit reste stable à un niveau élevé. Le poids des banques et des instituts de crédit en général dans le financement des entreprises permet un accès continu à la liquidité y compris dans les phases récessives dans lesquelles les contraintes de financement se durcissent. Au Royaume-Uni, la part des marchés ne cesse de s'accroître, les banques les secondant dans le financement des entreprises. Les financements de long terme croissent entre les deux périodes de référence au

9. Celle-ci a une double origine : la conservation des titres du marché officiel dans les portefeuilles des investisseurs institutionnels (au moins cinq ans selon certaines études) d'une part et le fait que la part du flottant mise à la disposition du public par le second marché dépasse rarement la quotité minimum requise pour être admis à la cote sur ce marché (10 % sur le second marché contre 25 % sur le marché officiel comme en France et en Allemagne).

détriment des financements de court terme. Le Royaume-Uni s'appuierait aussi sur les marchés et les sociétés de capital-risque pour dénouer la contrainte de liquidité des PME. En France, la présence concomitante des banques et des marchés ainsi que le renforcement des fonds propres des entreprises, témoignent d'une réforme accélérée des structures. Une part d'autofinancement plus forte et un levier de plus en plus faible laissent penser que la France est en passe de devenir une économie basée sur les fonds propres. En dépit de la libéralisation financière, elle conserve cependant encore des caractéristiques d'une économie d'endettement où prédominent les crédits commerciaux et un recours encore non négligeable aux prêts bancaires, surtout de long terme. En Italie, malgré un contexte moins inflationniste, les entreprises s'endettent à court terme dans la période récente, notamment auprès des autres entreprises et des particuliers. Elles privilégient l'investissement financier comme en France et dans une moindre mesure au Royaume-Uni.

Ce n'est pas parce que les entreprises sont endettées que leur rentabilité financière s'en trouve dégradée. Sur la période de croissance, elles ont pu au contraire exploiter l'effet de levier, profitant du différentiel entre la rentabilité économique et le taux d'intérêt apparent. Dans les années quatre-vingt-dix, la rentabilité différentielle a fléchi dans tous les pays. Certains comme l'Allemagne et l'Italie ont augmenté leur levier pour tenter d'enrayer la baisse de la rentabilité financière ; si les entreprises allemandes ont relativement bien réussi sur ce plan, il n'en va pas de même pour les entreprises italiennes. D'autres pays comme la France ont continué de se désendetter au prix d'une rentabilité financière plus faible.

Ce n'est pas non plus parce que la rentabilité financière des entreprises est élevée qu'elles sont davantage contrôlées par les investisseurs institutionnels dont les fonds transitent principalement par les marchés. En effet, des différences marquées prévalent dans le contrôle des entreprises des quatre pays. En Allemagne, les entreprises et le secteur financier possèdent les entreprises à hauteur de 70 %. Les participations des banques allemandes dans les entreprises les confortent dans la surveillance de leurs créances et facilitent l'octroi de nouveaux crédits en fonction des perspectives de long terme.

Au Royaume-Uni, le financement par actions est limité par la volonté de ne pas remettre en cause les rapports de force qui prévalent dans le contrôle des entreprises. Même les entreprises britanniques, dont la structure financière et de contrôle est très orientée vers les marchés financiers, ont institué un certain type de relations avec les investisseurs institutionnels. Elles ne tiennent pas à augmenter la part du flottant qui pourrait les fragiliser en cas d'OPAs hostiles. Les entreprises britanniques entretiennent à cet égard des relations de long terme avec les investisseurs institutionnels.

Le contrôle des entreprises par des entreprises qui prévaut actuellement en France et en partie en Italie n'est pas efficace en regard de l'allocation des ressources. Les intermédiaires financiers faiblement représentés dans le capital des entreprises ne sont pas incités à financer à long terme l'investissement au-delà de leur risque optimisé en fonction d'indicateurs moyens. L'Italie semble actuellement favoriser l'émergence d'un modèle de banque universelle plus concentré avec des relations de long terme ; c'est du moins ce que laissent supposer les restructurations en cours du système bancaire. D'un modèle d'économie d'endet-

tement non bancaire, elle passerait à un modèle davantage fondé sur le crédit bancaire. La réussite de ce passage est conditionnée par la désinflation qui motiverait dans ce cas précis les agents à entretenir des relations de plus long terme et par le renforcement des banques et de leur contrôle sur les entreprises.

En France, l'évolution vers une économie de fonds propres n'est pas inéluctable. Elle peut constituer une étape dans le processus de restructuration en une économie fondée sur le crédit bancaire ou sur les marchés. L'application des deux modèles alternatifs (banques/investisseurs institutionnels) avec un mélange éventuel crédit/marchés reste possible. Le débat actuel sur les fonds de pension au-delà de la remise en cause du système de protection sociale par répartition, pose le problème du financement des entreprises et du contrôle de ces dernières par les banques ou les investisseurs institutionnels. Un choix orienté vers la banque entraînerait un système à l'allemande avec un financement par crédit, une coordination exercée par les banques et des entreprises contrôlées et sanctionnées par les banques (éventuellement en brandissant la menace de vendre les actions sur les marchés). En revanche, un choix en faveur des investisseurs institutionnels renforcerait les marchés et s'accompagnerait d'un mode de coordination et de contrôle semblable à celui qui existe au Royaume-Uni. Les implications en termes de mode de croissance de l'investissement devront être aussi considérées dans un choix en faveur de l'un ou l'autre de ces intermédiaires.

L. N.

RÉFÉRENCES

- Aghion P. & Bolton P (1989), « The Financial Structure of the Firm and the Problem of Control », *European Economic Review*, vol. 33, pp. 286-293.
- Aglietta M. (1995), *Macroéconomie financière*, collection Repères, La Découverte.
- Aglietta M. & P. Moutot (1993), « L'évolution des structures financières des grands pays et la prévention du risque de système dans l'UEM », *Cahiers Economiques et Monétaires*, n° 41, Banque de France.
- Avouyi-Dovi S. & P. Busque (1995), *Une étude comparative de la répartition par taille des entreprises en France, dans l'ex-RFA, dans l'Europe des Douze et aux Etats-Unis*, Caisse des Dépôts et Consignations, DT 1995-06/E, octobre.
- Châtelain J.-B. (1995), *Investissement et structure financière en France en 1994 : vers une économie d'autofinancement ?*, mimeo.
- Colasse B. (1994), *L'analyse financière de l'entreprise*, collection Repères, La Découverte.
- Corbett J & T. Jenkinson (1994), *The Financing of Industry, 1970-89: an International Comparison*, CEPR Discussion paper, n° 948, Londres.
- Diamond D (1984), « Financial Intermediation and Delegated Monitoring », *Review of Economic Studies*, vol. 51.
- Gönenc R. (1991), « Les trois formes de gestion des risques industriels », *Revue d'Economie Financière*, automne, Paris.
- Jenkinson T. & C. Mayer (1992), « The Assessment: Corporate Governance and Corporate Control », *Oxford Review of Economic Policy*, vol.8, n° 3, automne.
- Jensen M. C. (1986), « Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance and Takeovers », *American Economic Review*, vol. 76.

- Mayer C. & Alexander I. (1990), « Banks and Securities Markets: Corporate Financing in Germany and the United Kingdom », *Journal of the Japanese and International Economies*, vol.4, n° 4, décembre.
- Mayer C. (1990), « Financial Systems, Corporate Finance, and Economic Development », in *Asymmetric information, Corporate Finance and Investment*, R. Glenn Hubbard (ed.), University of Chicago Press.
- Modigliani F. & M. H. Miller (1958), « The Cost of Capital, Corporate Finance, and the Theory of Investment », *American Economic Review*, vol. 48.
- 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*, vol. 13, Nikko (1995), *Monthly Bulletin*, juin.
- OCDE (1994), *Les systèmes nationaux de financement de l'innovation*.
- OCDE (1995), *Tendances des marchés des capitaux*, février et novembre 1995.
- Prowse S. (1994), *Corporate Governance in an International Perspective: a Survey of Corporate Control Mechanisms in the US, UK, Japan and Germany*, Bank for International Settlements economic paper, n° 41, juillet.
- Rajan R. & Zingales L. (1995), « What Do we Know about Capital Structure? Evidence from International Data », *Journal of Finance*, vol. 50 (5), décembre.
- Rivaud-Danset D. (1994), « Les fonds de pension anglo-saxons et les marchés financiers. Quelques réflexions sur les comportements des acteurs », *La Revue de l'IRE*, n° 15, été.
- Rivaud-Danset D. (1989), *L'activité de financement et la relation banque-entreprise : une approche comparée*, IEPE-CNRS-INSEE, étude pour le Commissariat général du Plan.
- Yafeh Y. & O. Yosha (1995), *Large Shareholders and Banks: who Monitors and How?*, CEPR Document de travail n° 1178, mai, Londres.