

COMPARAISONS INTERNATIONALES DES STRUCTURES DE FINANCEMENT

OLIVIER BURKART*

Les comparaisons internationales des structures de financement sont intéressantes pour au moins trois raisons :

- elles servent à identifier les caractéristiques des systèmes nationaux de financement¹ des entreprises et à comparer ces systèmes ;

- elles permettent des comparaisons dans la perspective dynamique d'un renforcement des liens entre les économies, particulièrement en Europe, mais aussi, dans le cadre de l'OMC, au niveau mondial. Il s'agit alors d'analyser les conditions nationales de financement des entreprises en liaison avec leur position concurrentielle sur les marchés ;

- elles servent de préalable à l'objectif ultime d'une comparaison empirique, en termes d'efficacité, des systèmes nationaux de financement.

13

De ces trois objectifs, la présentation qui suit retiendra surtout le premier qui, s'il est le moins ambitieux, présente déjà de nombreuses difficultés méthodologiques. Ainsi, il n'est possible de mener des études rigoureuses ni pour un très grand nombre de pays, ni pour l'ensemble des entreprises. Mais si les analyses dans ce domaine sont, en général, obligées de faire un arbitrage entre l'étendue du champ d'une part, et la rigueur de l'analyse de l'autre, le choix à effectuer ne se pose pas toujours en ces termes. Ceci est particulièrement vrai pour les PME. Dans ce cas, les difficultés méthodologiques augmentent malgré la restriction du champ et nécessitent une vigilance particulière lors de l'interprétation des résultats. L'objectif du présent article est donc d'une part, de rassembler la littérature sur les comparaisons internationales des structures de financement en faisant autant que possible la distinction entre PME et grandes entreprises, et d'autre part, de présenter une synthèse critique des études récentes en mettant l'accent sur les problèmes méthodologiques dont la connaissance est indispensable pour apprécier les résultats déjà obtenus.

* Au moment de la rédaction de cet article, l'auteur était chargé de mission à la direction de la Prévision (ministère de l'Economie et des Finances). Il remercie la DGII pour ces renseignements et pour avoir mis la base BACH à ma disposition.

Avant d'aborder les comparaisons de ratios importants du bilan (ratio des fonds propres, taux d'endettement, structure d'endettement...) et d'exposer les difficultés de leur interprétation, il est utile, en partant de l'interrogation initiale, de faire le point sur les recherches concernant les différents types nationaux de système de financement susceptibles d'influencer le comportement des entreprises. Ceci semble d'autant plus intéressant que des études récentes font apparaître sous un éclairage nouveau certains faits stylisés que l'on croyait désormais admis.

La première partie permettra de discuter quelques enjeux conceptuels relatifs à ce sujet avant d'aborder les travaux sur les PME dans les parties suivantes. La deuxième partie traitera ainsi des fonds propres et la troisième de l'endettement. Ces deux dernières parties, qui concernent *a priori* des grandeurs complémentaires, permettront d'attirer l'attention sur les problèmes de comparabilité et de fiabilité des données nationales. Une conclusion tirera les enseignements des différentes études présentées.

LA DISTINCTION ENTRE SYSTÈMES DE FINANCEMENT FONDÉS SUR LES MARCHÉS ET SYSTÈMES FONDÉS SUR LES BANQUES EST-ELLE VRAIMENT JUSTIFIÉE ?

14

On fait traditionnellement la distinction entre les systèmes de financement fondés sur le marché des capitaux et les systèmes de financement fondés sur les relations avec les banques. L'appartenance d'une entreprise à l'un ou l'autre de ces systèmes peut avoir des conséquences importantes sur sa structure de financement. Ainsi, on peut estimer que, sous le premier système, la levée de fonds sur le marché conduit, sous l'hypothèse d'une évolution favorable du cours boursier, à une inscription d'importantes primes d'émission dans les fonds propres. En revanche, sous le second système, les besoins de financement sont susceptibles d'être couverts plus aisément par emprunt. Une grande partie de la littérature sur ce sujet (deux exemples sont Prowse, 1994, et Allen et Gale, 1995) assimile le système du marché aux pays anglo-saxons (États-Unis et Royaume-Uni) et le système des relations avec les banques à l'Allemagne, et parfois aussi au Japon². Cependant, plusieurs études récentes remettent en question cette assimilation pays-système très répandue. Avant de les présenter, il est utile d'expliquer les choix conceptuels qui se trouvent à la base des études comparatives sur les structures de financement.

Comment mesurer les structures de financement ?

Les principales questions que l'on peut se poser quant à la mesure des structures de financement sont les suivantes : faut-il raisonner en termes

de flux ou de stocks, sur données brutes ou nettes, à partir de données issues de la comptabilité privée ou sur les comptes nationaux ?³

Le choix entre une approche en termes de flux ou de stock dépend de la question initialement posée. S'il s'agit d'analyser comment a été financé l'investissement, qui est défini comme un flux, il convient de retenir une analyse en termes de flux. Une étude intéressée par l'explication du financement en termes d'accumulation du stock de capital existant devrait, par contre, privilégier l'approche en termes de stock⁴. On notera, par ailleurs, que la première approche permet d'éviter le difficile problème des différences nationales de l'évaluation des actifs⁵.

L'approche en termes de données nettes, c'est-à-dire en distinguant entre l'acquisition d'actifs financiers et d'actifs physiques et en déduisant, par exemple, les acquisitions d'actifs financiers des dettes, facilite la comparaison internationale des structures de financement. En effet, l'approche en termes bruts ne permet pas de tenir compte d'une particularité commune au Japon et aux Etats-Unis. Dans ces pays, les banques demandent un « dépôt compensatoire » lors d'un prêt à une entreprise, qui leur sert, entre autres, d'hypothèque⁶. L'approche en termes bruts conduirait alors à augmenter les obligations des débiteurs dans ces pays. En revanche, l'approche en termes nets a l'inconvénient de sous-estimer le rôle des banques si l'analyse est effectuée au niveau agrégé et les avoirs se compensent tout en étant positifs et négatifs au niveau individuel. Un raisonnement similaire est vrai dans le cas d'un marché de capitaux permettant à une entreprise d'émettre des titres afin d'acheter les émissions d'une autre entreprise.

Le troisième choix concerne la source des données utilisées pour effectuer l'analyse. La comptabilité privée, si elle est établie sur une base consolidée, présente l'inconvénient d'inclure des subventions reçues à l'étranger. Ce cas semble particulièrement pertinent pour les grandes entreprises et s'oppose à l'optique qui vise à étudier les systèmes nationaux de financement.

La comptabilité publique, en revanche, est souvent établie à partir de sources au moins partiellement incohérentes. De plus, en dépit de l'existence d'une comptabilité nationale standardisée, il subsiste des différences entre pays concernant la définition des secteurs (par exemple le classement des entreprises - entreprises individuelles, privées et publiques - dans le secteur des ménages et celui des sociétés non financières⁷), des transactions⁸ (degrés de consolidation différents⁹) et, en ce qui concerne l'établissement des statistiques de flux, l'affectation des ajustements statistiques¹⁰.

*Les résultats des études récentes menées en termes de flux
sur données de comptabilité nationale*

Même si les études présentées dans la suite de cette section ne font pas la différence entre entreprises selon leur taille, leurs résultats méritent un exposé dans la mesure où ils concernent aussi les conditions de financement des PME. A la suite des suggestions et travaux de Mayer (1988, 1990) sur les avantages d'une approche en termes de flux¹¹, trois études comparatives ont été effectuées à partir de données agrégées.

Edwards et Fischer (1994) analysent les sources de financement pour le Royaume-Uni et l'Allemagne et concluent qu'en comparaison, le financement par emprunt n'est pas un trait caractéristique de ce dernier pays.

En analysant l'industrie de quelques pays industrialisés, Corbett et Jenkinson (1996) et Mullineux (1996) élargissent l'analyse précédente. On peut conclure de ces études (tableau n° 1) que les sources internes sont les sources de financement nettes (mais aussi brutes) dominantes pour tous les pays, que le financement par le marché des capitaux importe peu, et que le financement bancaire n'est pas plus important en Allemagne qu'aux Etats-Unis ou au Royaume-Uni. Le Japon se distingue sur ces deux derniers points, en ce qu'il fait apparaître un financement externe relativement important qui passe surtout par les banques, mais aussi par les marchés de capitaux¹². Enfin, la France se démarque des autres pays par un financement par émissions relativement important. Cette analyse indique qu'ériger en fait stylisé l'existence de deux systèmes de financement bien distincts - d'une part, les pays anglo-saxons avec un système de financement fondé sur les marchés de capitaux, et, d'autre part, l'Allemagne et le Japon où les relations des entreprises avec les banques seraient déterminantes - semble trop hâtif¹³.

16

Tableau n° 1
Les différentes sources de financement nettes
dans le total du financement* (en %)

	Japon 1970-89	Allemagne 1971-92	France 1971-92	Royaume-Uni 1971-92	Etats-Unis 1970-89
Ressources internes	69,3	75,2	72,1	114,3	91,3
Crédits bancaires	30,5	11,9	19,9	18,0	16,6
Obligations	4,7	-1,2	5,0	2,9	17,1
Nouvelles émissions	3,7	0,1	4,3	-34,4	-8,8
Crédits interentreprises	-8,1	-1,6	-2,0	-1,0	-3,7
Transferts de capital	-	8,2	2,9	0,9	-
Autres ressources	-0,1	7,6	-2,1	-0,5	-3,8

* Les valeurs négatives proviennent du fait qu'il s'agit de ratios de flux. Les détails du calcul sont exposés dans Corbett et Jenkinson (1996).

Source : Corbett et Jenkinson (1996) et Mullineux (1996)

Nous verrons dans la suite dans quelle mesure l'approche comparative peut être affinée sur le plan méthodologique. Un tel travail n'est évidemment pas sans coût et conduit à des champs d'investigation plus restreints, notamment en termes de nombre de pays analysés et de secteurs étudiés. Les études distinguant les entreprises selon leur taille retiendront tout particulièrement notre attention. Ces études, qui sont plus spécifiques et traitent des fonds propres, de l'endettement et de l'émission de titres, ont souvent été menées en termes de stock.

LA STRUCTURE DU CAPITAL DES ENTREPRISES DE DIFFÉRENTS PAYS N'EST PAS IDENTIQUE

La détermination des ratios de fonds propres selon la taille des entreprises est importante si l'on considère qu'il existe un lien inverse entre le potentiel de croissance et la taille des entreprises¹⁴. Or, il n'existe qu'un seul type d'étude établissant une comparaison internationale des fonds propres selon ce critère¹⁵, celui de la Commission européenne (1996 et suite) qui est fondé sur BACH¹⁶, une base de donnée des comptes de sociétés européennes largement harmonisés. Ces études se bornent cependant à mettre en regard les entreprises manufacturières de dix pays européens dans leur ensemble avec celles des Etats-Unis et du Japon. Cette restriction trouve sans doute sa justification dans de multiples problèmes méthodologiques que l'on rencontre lors des comparaisons internationales et que nous allons exposer à travers deux études rigoureuses sur un nombre restreint de pays dans une seconde sous-section. Une troisième sous-section confrontera les résultats de l'étude de la Commission avec ceux provenant d'études strictement nationales sur la comparaison PME-grandes entreprises. Les conclusions sur les études comparatives des ratios de fonds propres pour les PME seront présentées dans une dernière sous-section à partir d'une étude récente du comité européen des Centrales de bilan.

17

Pour les PME, les comparaisons internationales des fonds propres méritent d'être appréciées avec prudence

Après avoir mené un travail d'harmonisation, notamment à travers le comité européen des Centrales de bilans¹⁷, la Commission européenne (1996) a publié pour la première fois une comparaison internationale des ratios de fonds propres pour les PME¹⁸. L'étude précitée aboutit à la conclusion que les taux de capitaux propres des PME et des grandes entreprises ont tendance à converger en Europe¹⁹. En revanche, aux Etats-Unis, les PME ont un taux de capitaux propres supérieur à celui des grandes entreprises et, à l'inverse, au Japon, le taux de capitaux propres des grandes entreprises est très supérieur à celui des PME. Une étude plus ancienne de la Commission a aussi montré que les

grandes entreprises européennes étaient de plus en plus semblables entre elles²⁰. Les données des dernières années confirment ces constats sur les structures, mais montrent aussi que les résultats sur la convergence sont fragiles (tableau n° 2).

Tableau n° 2
Taux de capitaux propres* dans l'industrie manufacturière
pour les PME et les grandes entreprises (en %)

	1989	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996
Petites et moyennes entreprises**								
Europe***	32,2	32,6	32,1	32,5	32,2	33,4	33,3	34,8
Japon	21,9	21,6	22,8	22,7	22	22,3	22,5	23,1
Etats-Unis	46,1	46,1	46,4	46,6	45,9	45,3	44,2	45,3
Grandes entreprises								
Europe	36,1	37,4	36,3	35,6	36,3	38,3	38	39,4
Japon	38,3	38,5	38,9	39,6	40,6	41,2	41,7	42,6
Etats-Unis	39,6	39,2	39,1	35,6	34,9	36,3	37,2	38,4
Ecart Grandes entreprises - PME								
Europe		4,8	4,2	3,1	4,1	4,9	4,7	4,7
Japon	17,2	17,6	17,3	18	19,8	19,9	20,8	20,5
Etats-Unis	-6,6	-6,9	-7,3	-11	-11	-9	-7	-7

* (capitaux propres - actifs non encore versés aux actionnaires) / total de l'actif

**moyenne pondérée par le total de l'actif ;

***moyenne non pondérée, l'Europe est composée des pays suivants : Autriche, Belgique, Danemark, Espagne, France, Allemagne, Italie, Pays-Bas, Portugal et Suède ; dans le cas des Pays-Bas, on a retenu uniquement les moyennes entreprises pour les calculs concernant les PME ; depuis 1995, les résultats sont calculés sans le Danemark, qui ne fournit plus de chiffres, ce qui diminue un peu la moyenne, mais pour 1996 aussi sans la Suède ce qui conduit à l'augmenter ; inclure la Finlande, pour laquelle la distinction PME-GE n'est disponible que depuis 1995, ne modifie les chiffres que légèrement (1995, PME : 32,8 , GE : 37,8 , Ecart : 5,1 ; 1996, PME : 34,7 , GE : 48,4 , Ecart : 4,5).

Source : BACH.

Ces résultats doivent cependant être interprétés avec quelques précautions. En effet, la Commission indique elle-même que cette comparaison souffre d'abord des critères différents utilisés pour classer les entreprises selon la taille. Ces critères diffèrent non seulement entre les Etats-Unis (total du bilan), le Japon (capital) et les pays européens, mais aussi à l'intérieur de l'Europe (CA ou nombre de salariés avec, en plus, des définitions de classes différentes)²¹.

De plus, si la restriction à l'industrie manufacturière permet d'éviter le biais introduit par le fait que les comportements en matière de fonds propres diffèrent selon les secteurs et que les différents pays font apparaître des structures sectorielles différentes²² (nous reviendrons sur ce point dans la prochaine section), cet argument reste valide pour les postes émanant d'une désagrégation du secteur manufacturier. Cependant, les statistiques disponibles ne permettent pas pour l'instant de poursuivre plus avant ce raisonnement.

Un autre problème concerne la représentativité des PME dans les centrales de bilans. Pour la France, les études effectuées sur les PME à partir des données Centrales de bilans ne semblent pas entièrement représentatives. Or, on peut raisonnablement estimer que ce constat est aussi juste pour d'autres pays (sauf dans le cas de la Belgique et de l'Allemagne²³).

Un dernier problème concerne les différences entre les systèmes comptables des pays européens, des Etats-Unis et du Japon. Ici, il convient notamment de citer des études comparatives plus anciennes sur les deux derniers pays qui conduisent à la conclusion qu'après une correction partielle, les différences des structures de financement disparaissent presque entièrement (Kuroda et Oritani, 1980 ; Kester, 1986). Depuis, d'autres études ont aussi corrigé certains des problèmes qui apparaissent dans ce contexte (Ando et Auerbach, 1988 ; Prowse, 1990 ; Borio, 1990 ; Frankel, 1991)²⁴. Un constat similaire vaut pour les comparaisons entre les pays européens et respectivement les Etats-Unis et le Japon. A titre d'exemple, nous mentionnons le problème de l'évaluation des actifs. Les réévaluations des actifs sont en effet interdites en Allemagne et au Japon, inhabituelles aux Etats-Unis, mais périodiques au Royaume-Uni et dans d'autres pays européens²⁵.

Au-delà des faiblesses de méthodes déjà mises en évidence, il existe d'autres problèmes de comparaisons entre pays européens qui seront mis en évidence dans la suite à travers les études comparatives antérieures qui se limitent au secteur manufacturier dans son ensemble. L'étude présentée ci-dessus a sans doute tenté de les diminuer en travaillant avec une valeur moyenne pour les pays européens analysés.

19

L'apport des études strictement nationales sur les fonds propres selon la taille des entreprises

En ce qui concerne la comparaison entre les fonds propres des PME et des grandes entreprises, certaines informations sont disponibles dans les études strictement nationales. Si leur valeur est limitée par des divergences dans la définition de la taille (nombre de salariés ou chiffre d'affaires), quelques conclusions générales émergent néanmoins et semblent, au moins partiellement, en contradiction avec l'étude précitée de la Commission. On se limitera dans la suite à quatre études, respectivement sur la France, l'Allemagne, les Etats-Unis et le Royaume-Uni.

En France, le ratio de fonds propres est plus bas pour les PME que pour les grandes entreprises (Paranque, 1996). Pour l'Allemagne, une étude de la Deutsche Bundesbank (1994) constate qu'en 1989, les ratios de fonds propres des grandes entreprises et des PME²⁶ sont respectivement de 27 % et 17,5 %. Cette différence, qui semble

d'ordre structurel pour la période 1978-1989, s'est néanmoins élargie durant la seconde moitié des années 1980. Pour les Etats-Unis, Allen et Gale (1995) trouvent pour l'année 1988 que les fonds propres ne suffisent pas aux financements des PME (définies en termes de capital moyen) en se fondant sur le fait que la dépendance de sources externes de financement est une fonction décroissante de la taille des entreprises. Des conclusions similaires s'appliquent au Royaume-Uni (Cosh et Hughes, 1994).

Au moins pour ces quatre pays, on constate donc une structure des ratios de fonds propres par taille qui diffère nettement de celle émergeant des études globales de la Commission. *A priori*, ces résultats devraient être compatibles dans la mesure où BACH retraite les données comptables fournies par chaque pays à partir des Centrales de bilans pour les harmoniser²⁷. Ce problème nécessiterait idéalement une distinction des ratios de fonds propres par taille et par pays. La disponibilité des données n'a permis aux études particulièrement rigoureuses d'inclure cette dernière distinction que très récemment.

Pour l'ensemble des entreprises industrielles, les ratios de fonds propres sont voisins dans les pays européens

20

Il existe essentiellement deux études récentes menant une comparaison très rigoureuse du niveau et de l'évolution des fonds propres dans le secteur manufacturier de quelques pays européens (sans cependant faire une distinction selon la taille des entreprises). Il s'agit du travail de Bloch et Laudy (1993) sur la France, l'Allemagne et la Belgique, et de l'analyse de la Deutsche Bundesbank (1994) sur l'Allemagne, la France, l'Italie et l'Espagne. Ces études arrivent à des conclusions similaires : après correction des différences comptables et méthodologiques, les niveaux des fonds propres des entreprises dans les pays analysés sont proches²⁸.

Bloch et Laudy mesurent des structures de financement des entreprises industrielles à partir de la base BACH après l'avoir harmonisée et adaptée à la logique économique de la comptabilité nationale. Afin de comparer les évolutions, mais surtout les niveaux des variables concernées, ces auteurs ont fait le choix d'intégrer, en France et en Allemagne, le crédit-bail au capital productif, d'évaluer le stock de capital fixe au coût de remplacement et de réévaluer les encours de stocks à leur valeur marchande ainsi que les immobilisations financières au prix du marché à partir des cours boursiers.

Au passif du bilan, les dettes comptabilisées au coût historique n'ont pas été revalorisées et l'écart de revalorisation des actifs a été imputé aux ressources propres.

Le résultat de cette homogénéisation est que les structures du passif des entreprises industrielles de la France, de l'Allemagne et de la Belgique sont proches et que leurs évolutions sont atténuées sur la période 1985-1990 (tableau n° 3). On constate notamment que le ratio des fonds propres allemands, qui, avec les données non traitées, était nettement en retrait par rapport à ceux des deux autres pays, s'en rapproche de façon significative. Enfin, le décalage allemand disparaît complètement si l'on intègre dans les capitaux propres le cumul de l'autofinancement affecté aux provisions (en tenant compte notamment des pensions de retraites gérées par les entreprises dans le cas allemand). L'évolution confirme, même après les corrections méthodologiques, le renforcement des fonds propres en France. Dans le cas des deux autres pays, les ratios sont très stables sur toute la période considérée.

Tableau n° 3
Structures de financement des entreprises industrielles (en %)

	1985	1986	1987	1988	1989	1990
Ratio : capitaux propres* / total du bilan						
Allemagne : BACH	22,7	23,9	24,1	23,7	23,2	23
BACH revalorisé	48,4	49	45,7	46,8	47,2	46,9
France : BACH	19,1	21,2	25,7	29,7	33,2	33,2
BACH revalorisé	50,2	51,8	50,8	54,8	58,1	54,9
Belgique : BACH	36,3	38	38,4	37,2	38,3	38,4
BACH revalorisé	58,8	61,2	61,1	61,8	61,8	59,9
Ratio : (capitaux propres* + provisions) / total du bilan						
Allemagne : BACH	46,2	48,2	49,8	50,9	48,5	48,5
BACH revalorisé	64,1	64,7	64	64,5	64,7	64,5
France : BACH	25,6	28,1	32,3	36,1	39,1	39,4
BACH revalorisé	54,2	56,6	55,2	59	61,9	59,1
Belgique : BACH	41,2	43,2	43,8	42,7	42,9	42,8
BACH revalorisé	61,9	64,5	64,6	65,7	64,7	62,9

* Le concept de capitaux propres comprend le capital social et les résultats mis en réserve

Source : Bloch et Laudy (1993)

Une conclusion similaire émerge du travail de la Deutsche Bundesbank effectué à partir des statistiques fournies par les pays membres du Comité européen des centrales de bilans, qui sont identiques à celles de la base BACH. La restriction aux quatre pays participant au comité européen des Centrales de bilans²⁹ a permis de tenir compte de nombreux problèmes méthodologiques. De nouveau, il s'agissait d'analyser le décalage allemand par rapport aux autres pays qui apparaissait avec les statistiques non corrigées (tableau n° 4).

Tableau n° 4
La composition des fonds propres dans quatre pays européens
(1991)

	Allemagne		France		Italie		Espagne	
	% du total du bilan	% des fonds propres	% du total du bilan	% des fonds propres	% du total du bilan	% des fonds propres	% du total du bilan	% des fonds propres
Compte de capital	12,9	57	9,2	27	12,9	46,2	18	46,1
Réserves de capital	5,2	23	5,2	15,2	2,7	9,8	3	7,7
Autres réserves	6,4	28,3	17,2	50,3	12,1	43,3	18,1	46,4
dont : Réserves de revenu	5,7	25	9,7	28,5	7,5	26,9	16,1	41,2
Réserves de réévaluation	-	-	0,2	0,7	3	10,8	1,9	4,9
Réserves spéciales	0,9	4	4,7	13,9	0,1	0,4	0,1	0,2
Subventions publiques	-	-	0,2	0,5	1,6	5,8	0,7	1,8
Profits ou pertes reportés	-0,2	-0,7	2,3	6,7	-0,1	-0,5	-0,7	-1,8
Profit de l'année	*	*	2,6	7,5	0,2	0,8	-	-
Ajustements du capital déduit	1,9	8,4	-	-	-	-	-	-
dont surendettement/capital négatif	1,2	5,2	-	-	-	-	-	-
Total des fonds propres	22,6	100	34,1	100	27,9	100	39,1	100
Provisions pour pensions de retraite	11,9	52,8	-	-	5,6	20,1	2,6	6,6

* Ce poste fait partie des « Autres réserves ».

Source : Deutsche Bundesbank (1994)

22

Le premier biais qui a été corrigé, provient des spécificités sectorielles des fonds propres (il s'agit notamment de la sur-représentation du commerce et de la sous-représentation du secteur des autres services en Allemagne par rapport à l'Espagne où la sur-représentation concernant les secteurs de la distribution d'eau et de l'énergie). La limitation de la comparaison au secteur manufacturier permet d'éviter cet écueil.

Le reste des corrections a porté sur les données allemandes. Une deuxième correction, concernant l'expansion des données, est ainsi effectuée afin d'éviter la sous-représentation des grandes entreprises allemandes par rapport aux bases de données des autres pays qui conduit à un niveau trop faible du ratio de fonds propres.

Le troisième ajustement provient du fait que les sources allemandes contiennent, contrairement aux autres pays où l'on trouve quasi-exclusivement des sociétés de capitaux, pour moitié des entreprises individuelles et des sociétés de personnes qui ne constituent pas, ou dans une moindre mesure, de réserves, ce qui conduit à diminuer les fonds propres.

De plus, contrairement à la définition des fonds propres dans BACH pour les trois autres pays, les fonds propres allemands sont comptabilisés dans une perspective stricte de couverture de risque qui ne permet de prendre en compte uniquement les actifs effectivement mobilisables comme garantie. La correction à effectuer conduit à la définition de « fonds propres bruts ».

Une divergence entre les bilans des entreprises allemandes et ceux

établis dans les autres pays est que les premiers tiennent compte de l'utilisation des résultats. Ceci a comme conséquence de sous-évaluer les fonds propres allemands dans la mesure où le bilan n'y fait plus figurer les profits distribués.

L'enregistrement des subventions et aides de l'Etat est également traité de manière différente dans les comptabilités nationales. Tandis qu'en Allemagne elles peuvent apparaître parmi les dettes, en France et en Italie, elles peuvent figurer dans les fonds propres, et en Espagne, elles sont toujours comptabilisées dans un compte assimilé aux fonds propres.

Les réserves constituées en franchise d'impôt ne sont pas comptées dans les fonds propres en Espagne, elles sont comptées uniquement pour moitié en Allemagne, mais intégrées en totalité dans les fonds propres en France et en Italie. Les « réserves libres » (provisions pour manque d'assurance, pour risques, etc...) qui constituent en France un cinquième des fonds propres, peuvent y être comptabilisées dans le passif.

Au total, après avoir corrigé les données de ces problèmes méthodologiques (autant que ceci était possible), le ratio (fonds propres / total du bilan) allemand ne paraît plus significativement différent de la moyenne arithmétique des ratios des trois autres pays (tableau n° 5).

Tableau n° 5
Une comparaison européenne des ratios de fonds propres des entreprises allemandes après des corrections méthodologiques (en %)

23

Corrections successives								
Année	Ratio de fonds propres pour toutes les entreprises publiées dans les statistiques nationales		Elimination partielle du biais sectoriel (restriction au secteur manufacturier)		Elimination de l'effet d'expansion (en constituant un cylindre)	Elimination du biais dû à la forme légale	Transformation par une définition des « fonds propres bruts »	Elimination du biais dû à l'appropriation du profit et inclusion du total des réserves spéciales
	Allemagne de l'Ouest	Autres pays*	Allemagne de l'Ouest	Autres pays*				
1982	18,3	25,9	22,9	23,9	24,4	26,5	26,7	29,2
1983	18,2	26,6	22,4	24,1	24	26,1	26,4	29
1984	18,2	25,3	22,4	24,3	24,1	26,1	26,3	29
1985	18,1	26,1	22,5	27,1	24,6	26,9	27,1	30
1996	18,9	27,2	23,7	29,1	26	28,6	28,8	31,5
1987	19,3	28,2	23,8	31,4	26,1	28,4	28,6	31,1
1988	19,0	29,5	23,6	33,4	25,9	28,4	28,5	31
1989	18,3	30,8	22,8	35	24,7	27,1	27,3	30,2
1990	18,2	30,2	23	34,2	24,9	27,6	27,8	30,6
1991	17,7	29,9	22,6	33,7	25,4	28,2	28,4	31,1
Moyenne 1982-91	18,4	28	23	29,6	25	27,4	27,6	30,3

* Moyenne arithmétique non-pondérée ; pour 1991 : France (34,1), Italie (27,9) et Espagne (39,1).

Source : Deutsche Bundesbank (1994)

Malgré le soin méthodologique apporté à son travail par la Deutsche Bundesbank, celle-ci n'a pas pu tenir compte de tous les biais. En effet, comme cela a déjà été mentionné, une différence importante dans la comptabilisation des actifs est la réévaluation périodique dans les trois pays autres que l'Allemagne, qui s'oppose à l'évaluation au coût historique dans ce dernier pays. Mais certains choix retenus ont aussi été délibérés.

C'est le cas des provisions pour pensions de retraite (particulièrement importantes en Allemagne et dans une moindre mesure en Italie³⁰), qui, selon l'optique juridiquement fondée de la Bundesbank, ne font pas partie des fonds propres en raison de leur caractère de dette (engagement pris envers les salariés). On a déjà vu, lors de la présentation de l'étude précédente, que ce choix peut être critiqué d'un point de vue économique de financement. Par ailleurs, le travail ne semble pas avoir tenu compte du développement du crédit-bail.

Au total, si les résultats de ces deux études concordent, ils ne sont pas entièrement satisfaisants dans la mesure où leurs apports méthodologiques ne semblent pas exclusifs.

Conclusions sur les comparaisons internationales des fonds propres selon la taille

24

Les chiffres des années récentes ne valident pas la convergence des ratios de fonds propres des PME et des grandes entreprises européennes prises globalement.

Mais, au vu des études spécifiques menées sur un nombre très restreint de pays, il apparaît qu'une comparaison internationale entièrement satisfaisante des fonds propres pour les PME doit faire face à de nombreuses difficultés. Ces problèmes méthodologiques ne revêtent pas tous la même importance. Ce point ressort particulièrement bien de l'analyse de la Deutsche Bundesbank (1994) qui donne les résultats de chaque ajustement supplémentaire. Ainsi, les études de la Commission européenne (1996, 1997, 1999) n'échappent pas aux problèmes de comparabilité qui seront toujours inhérents à ce type de travaux.

Avec la nouvelle harmonisation par taille, BACH est néanmoins la référence incontournable des études sur les comparaisons européennes des structures de financement. Elle permet en particulier d'affiner l'analyse des ratios de fonds propres selon la taille en mettant en évidence pas uniquement des divergences ou des convergences, mais aussi des dispersions différentes (par tailles et pays). On notera ainsi que les travaux de la Commission européenne (1996, 1997, 1999) font apparaître des différences de ratios de fonds propres entre zones

géographiques. Une étude récente du comité européen des Centrales de bilans (1997) a analysé ces aspects plus avant en tenant aussi compte de la taille.

Elle constate que la structure du capital des entreprises des différents pays n'est pas identique³¹.

Tableaux n° 6 et n° 6a
Le ratio fonds propres/ressources financières en 1993
(médiane)

Taille	Autriche	France	Allemagne	Italie	Espagne
< 5 MEuro	30,7	60,4	20,3	47,9	65,1
5 à 20 MEuro	48,7	60,2	33,5	38,4	61,1
20 à 50 MEuro	48,3	67,1	48,2	39,9	66,3
50 à 100 MEuro	57,9	69	56,1	45,6	72,9
>100 MEuro	67,4	78,5	71,1	47,8	67,3

Source : Comité européen des Centrales de bilans (1997)

Le ratio fonds propres/actif corrigé en 1993
(moyenne pondérée)

Taille	Autriche	France	Allemagne	Italie	Espagne
< 5 MEuro	22,7	32,2	12,7	22,6	38,8
5 à 20 MEuro	25,8	34	19,5	22,4	41
20 à 50 MEuro	28,1	36,9	25,7	24,1	40
50 à 100 MEuro	33,1	37,7	28,1	26,9	43,2
>100 MEuro	29,9	33,5	28,8	23,4	23,9

Source : Comité européen des Centrales de bilans (1997)

En médiane et globalement, deux groupes de pays se distinguent concernant la dotation en fonds propres : d'une part, la France et l'Espagne où le ratio (fonds propres/ressources financières) est élevé et d'autre part, l'Italie et l'Allemagne où il est faible. La distinction par taille montre de fortes disparités entre pays. En Italie, il ne semble pas exister de lien entre la taille et le niveau du ratio de fonds propres. En Espagne et en France, il existe un écart (faible) en faveur des grandes entreprises. Mais c'est en Autriche et surtout en Allemagne que ces différences deviennent très importantes. De façon générale, on constate que les écarts entre les PME sont plus importantes que ceux entre les GE.

Ces constats sont confirmés par une analyse des taux de capitaux propres de onze pays européens (tableau n° 7). Il convient d'interpréter ce tableau avec prudence, car la représentativité des petites et moyennes entreprises n'est pas assurée pour tous les pays.

Tableau n° 7
Taux de capitaux propres* dans l'industrie manufacturière
pour les PME et les grandes entreprises de quelques pays européens
(en %)

	1989	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996
Petites et moyennes entreprises**								
ESP	43,2	42	43,4	43,1	42,7	41,6	41,5	45,2
NED	46,9	45,2	44,6	43,9	37,3	46,7	46,6	48,6
FRA	29,8	31,3	32,8	34	35,6	36,5	36,1	37,8
BEL	39,6	39,5	38,4	39,1	39,2	39,5	38,2	37,5
SWE	-	-	25,7	27	27	32,1	29,7	-
FIN	-	-	-	-	-	-	27,8	34,1
ITA	26,4	26,9	27,3	25,7	25,1	24,1	24,9	23
AUT	18,5	19,7	22	24	24	25,2	25,8	28,8
DEN	30,8	31	30,4	31	32,9	33,2	-	-
GER	22,1	20,9	20	20,4	21,1	20	20,3	21,4***
POR	-	36,9	36,2	37,3	36,9	35,5	36,7	35,6
Grandes entreprises								
ESP	45,2	42,5	38,2	34,8	30,5	34	37,6	43,2
NED	45,4	44,3	45,2	44,6	48,3	49,5	47	47,2
FRA	32,9	32,4	33,9	34,6	34,4	36,6	35,1	36,6
BEL	43,1	41,1	39,6	37,7	37,3	39,4	39,2	41,4
SWE	-	-	25,2	25,2	26,4	34,9	35,7	-
FIN	-	-	-	-	-	-	36	36,9
ITA	28,4	29,2	30	27,2	27,6	28,2	28	30,4
AUT	24,4	25,4	27,9	31,2	32,3	32,3	33,3	33,1
DEN	39,5	39,1	41,8	43,2	43,9	44,9	-	-
GER	30,2	30,7	31,4	30,8	31,4	32	32,3	32,5
POR	-	51,5	50	46,9	50,9	51,4	53,9	51
Ecart Grandes entreprises - PME								
ESP	2,1	0,5	-5,2	-8,3	-12,3	-7,5	-3,9	-2
NED	-1,5	-0,9	0,6	0,8	10,9	2,8	0,5	-1,4
FRA	3	1,1	1	0,6	-1,2	0,1	-0,9	-1,3
BEL	3,5	1,6	1,2	-1,4	-1,9	-0,2	1	3,9
SWE	-	-	-0,5	-1,7	-0,6	2,8	6	-
FIN	-	-	-	-	-	-	8,2	2,8
ITA	2,0	2,3	2,8	1,5	2,6	4,1	3,1	7,3
AUT	5,9	5,7	6	7,2	8,2	7,1	7,5	4,3
DEN	8,7	8	11,3	12,2	11,1	11,6	-	-
GER	8,1	9,7	11,3	10,4	10,2	12	12	11,1
POR	-	14,6	13,8	9,7	14,1	15,9	17,2	15,5

* (capitaux propres - actifs non encore versés aux actionnaires) / total de l'actif

**moyenne pondérée par le total de l'actif.

***estimations

Source : BACH.

LES COMPARAISONS INTERNATIONALES DE RATIOS ET DE STRUCTURES D'ENDETTEMENT

Les comparaisons internationales des ratios d'endettement des entreprises sont, elles aussi, délicates pour des raisons méthodologiques similaires à celles déjà exposées, mais aussi parce qu'il existe des difficultés spécifiques à la construction de ce type de ratio. Ces difficultés peuvent être conceptuelles ou provenir d'un manque de comparabilité des statistiques nationales.

Le ratio (endettement à court et à long terme/total de l'actif) peut être excessivement affecté par les variations de certains postes qui le composent. Ceci est par exemple le cas des crédits interentreprises. En revanche, une définition de l'actif net, qui permettrait de tenir compte de cette difficulté, souffre d'une trop grande sensibilité aux variations d'autres postes (par exemple, une augmentation des actifs détenus comme provisions de pensions peut diminuer le ratio). Ceci amène certains auteurs à retenir le ratio (total de l'endettement/capital) où le capital est défini comme la somme de l'endettement total et des titres (Rajan et Zingales, 1995).

Le ratio (endettement/titres) peut aussi souffrir de certaines ambiguïtés de classement. Ceci est par exemple le cas quand une entreprise se voit dans l'incapacité de faire face au remboursement de ses dettes ou encore quand elle émet des titres de droits de vote préférentiels ou sans droit de vote. Cependant, Prowse (1994) constate que si l'importance des crédits tend à être sous-évaluée aux Etats-Unis et au Royaume-Uni, mais aussi en Allemagne et au Japon (où des liens étroits existent entre les banques et les entreprises dont elles détiennent des titres), ces difficultés ne sont pas assez importantes pour pouvoir influencer les résultats des comparaisons internationales, en particulier s'il s'agit de l'alternative financement par crédit *versus* financement par émission de titres. Ce résultat intéressant doit néanmoins être relativisé par l'approche en termes de flux qui a montré que ce constat n'est pas aussi robuste qu'il a pu paraître.

De plus, les définitions des statistiques nationales³² ne sont pas toujours homogènes. Ainsi aux Etats-Unis, les crédits bancaires excluent les hypothèques et tous les crédits d'intermédiaires financiers non bancaires, tandis que ces derniers sont inclus au Royaume-Uni et au Japon. En Allemagne, les crédits bancaires incluent les crédits accordés par les assurances, mais pas ceux accordés par les sociétés immobilières.

Concernant les structures d'endettement (crédit à long terme/total des crédits), il est important que l'affectation des crédits se fasse de façon homogène dans les deux catégories concernées.

Après ces remarques de méthode, nous sommes en mesure de présenter

les résultats des comparaisons de l'endettement, même si elles ne font pas toutes la distinction entre PME et grandes entreprises.

Les comparaisons internationales de l'endettement selon la taille

Parmi les études récentes³³ sur ce sujet, on trouve quelques-uns des travaux déjà mentionnés (Edwards et Fischer, 1994 ; Corbett et Jenkinson, 1996), mais les seules études à établir une distinction entre entreprises selon la taille sont celles effectuées par la Commission européenne (1995, 1996, 1997, 1999) à partir de BACH. Ces derniers travaux permettent de comparer des ratios d'endettement global pour les PME ainsi que la structure de l'endettement.

Le taux d'endettement global des PME relativement plus important que celui des grandes entreprises (tableau n° 8) pourrait être un reflet de la position particulière de l'industrie manufacturière allemande en Europe et de la comptabilisation des provisions pour pensions de retraite parmi les dettes.

Le fait que ces provisions sont en effet significativement plus faibles dans le cas des PME que pour les grandes entreprises allemandes, pourrait expliquer la position spécifique de l'Allemagne dans le tableau 9³⁴.

28

Tableau n° 8
Taux d'endettement global* dans l'industrie manufacturière (en %)

	1989	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996
<i>Petites et moyennes entreprises</i>								
Europe**	61,1	61	60,5	59,9	60,3	59,1	59,9	57,9
Japon	74	74,6	73,9	73,9	74,3	74,3	74,5	73,1
Etats-Unis	44,3	44,1	44,4	43,9	44,7	45	45,9	45,4
<i>Grandes entreprises</i>								
Europe	52,1	51,4	50,5	51,5	51,1	49,5	48,8	48,7
Japon	55,8	55,9	55,6	54,8	53,7	53	52,9	52
Etats-Unis	51,3	51,3	50,1	49,3	47,9	47,3	46,8	46,4
<i>Ecart Grandes entreprises - PME</i>								
Europe	-9,1	-9,6	-10	-8,4	-9,1	-9,6	-10,1	-9,2
Japon	-18,2	-18,7	-18,3	-19,1	-20,6	-21,3	-21,7	-21,1
Etats-Unis	7	7,2	5,7	5,5	3,3	2,3	0,8	0,9

* dettes (y compris emprunts obligataires, les dettes commerciales, fiscales ou sociales, etc) / total du bilan

** concernant l'Europe et les PME les mêmes remarques s'appliquent que pour le tableau n° 2 ; inclure la Finlande, pour laquelle la distinction PME-GE n'est disponible que depuis 1995, ne modifie les chiffres que légèrement (1995, PME : 57,9 , GE : 48,8 , Ecart : - 9,1 ; 1996, PME : 56,6 , GE : 48,4 , Ecart : -8,3).

Source : BACH.

Tableau n° 9
Taux d'endettement global* dans l'industrie manufacturière
pour les PME et les grandes entreprises de quelques pays européens
(en %)

	1989	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996
Petites et moyennes entreprises**								
GER	61,1	62,8	63,7	63	61,8	62,9	62,9	61,7***
POR	-	58,2	57,9	56,3	56,7	58,2	57,4	57,4
SWE	-	-	58,5	56,7	58,1	53,5	55,8	-
DEN	63,7	64	65	64,7	62,8	62,8	-	-
AUT	70,5	68,8	65,8	63,2	62,5	62,2	61,8	57,4
ITA	65,7	65	64,9	66,4	67,1	68	67,7	68,9
BEL	57,9	58	58,7	57,8	57,8	57,4	58,8	59,4
FRA	67,4	66,1	64,5	63	61,3	60,5	60,9	59,1
ESP	54,8	56	55,2	55,4	55,7	57,1	56,9	53,8
NED	48,1	50,3	50,8	52,0	58,8	48,6	48,3	45,4
FIN	-	-	-	-	-	-	48,6	46,5
Grandes entreprises								
GER	36	35,7	35,4	35,4	34,3	33,6	33	33,4
POR	-	42,2	43,1	46	42,8	42	39	41
SWE	-	-	42,7	47,6	47,5	40,9	40,9	-
DEN	55,6	56,1	53,6	52,1	51,3	50,2	-	-
AUT	53,1	52,6	50,3	47,2	49	49,6	49,3	48,9
ITA	61,7	60,9	60	62,9	62,4	62,3	62,6	60,2
BEL	51	52,7	54,5	56,5	56,4	54,7	54,6	52
FRA	61,4	61,7	59,7	58,1	58,5	56,8	58,4	56,8
ESP	49,8	51,7	56,1	59,3	62,7	59,5	55,6	50,3
NED	48,3	49,5	49,3	50	46,3	45,5	46,1	46,8
FIN	-	-	-	-	-	-	48,4	46
Ecart Grandes entreprises - PME								
GER	-25,1	-27,1	-28,3	-27,7	-27,5	-29,3	-29,8	-28,3
POR	-	-15,9	-14,7	-10,3	-13,9	-16,2	-18,4	-16,3
SWE	-	-	-15,8	-9,1	-10,6	-12,6	-14,9	-
DEN	-8,2	-8	-11,4	-12,6	-11,5	-12,6	-	-
AUT	-17,4	-16,2	-15,5	-16	-13,5	-12,6	-12,6	-8,5
ITA	-4	-4,1	-4,9	-3,6	-4,7	-5,8	-5	-8,7
BEL	-6,9	-5,3	-4,3	-1,3	-1,4	-2,7	-4,2	-7,4
FRA	-6	-4,4	-4,9	-4,9	-2,7	-3,7	-2,5	-2,3
ESP	-5	-4,3	0,9	3,9	7	2,4	-1,3	-3,5
NED	0,1	-0,9	-1,5	-2,03	-12,5	-3,1	-2,3	1,4
FIN	-	-	-	-	-	-	-0,3	-0,6

* dettes (y compris emprunts obligataires, les dettes commerciales, fiscales ou sociales, etc) / total du bilan

** moyenne pondérée par le total de l'actif.

*** estimations

Source : BACH.

L'étude de la Commission indique que l'évolution des structures de l'endettement des PME et des grandes entreprises converge en Europe (tableau n° 10)³⁵.

Les données récentes confirment cette convergence en termes de moyenne, mais pas en termes d'écart-type (tableau n° 11).

Pour les Etats-Unis, on constate une part plus élevée de l'endettement à long terme pour les grandes entreprises relativement aux PME tandis que l'inverse est vrai dans le cas du Japon.

Tableau n° 10
Structure de l'endettement* dans l'industrie manufacturière
(en %)

	1989	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996
Petites et moyennes entreprises								
Europe**	25,1	25	26,9	27	29,6	28,8	27,6	27,5
Japon	31,3	33	35,2	37,7	39,7	39,1	38,4	37,9
Etats-Unis	43,1	42,9	42,8	42,5	44,1	42,8	43,4	43,1
Grandes entreprises								
Europe	26,8	29,2	30,1	30	30,9	29,4	27,9	27,6
Japon	29,9	29,8	32,1	32,3	34,6	33	30,5	28,9
Etats-Unis	49,7	49,5	49,6	48,6	47,4	46,2	46,1	45,3
Ecart Grandes entreprises - PME								
Europe	1,7	4,2	3,2	3	1,3	0,6	0,3	0,1
Japon	-0,1	-0,3	-0,3	-0,5	-0,5	-0,6	-0,7	-0,9
Etats-Unis	0,7	0,7	0,7	0,6	0,3	0,3	0,2	0,2

* dette de durée supérieure à un an / dette totale

** concernant l'Europe et les PME les mêmes remarques s'appliquent que pour le tableau n° 2 ; inclure la Finlande, pour laquelle la distinction PME-GE n'est disponible que depuis 1995, ne modifie les chiffres que légèrement (1995, PME : 30,6 , GE : 29,9 , Ecart : -0,8 ; 1996, PME : 30,2 , GE : 48,4 , Ecart : 0,1).

Source : BACH.

Le crédit interentreprises est particulièrement développé en France

Dans la suite du travail de Laudy et Szpiro (1989), Bloch et Laudy (1993) font apparaître l'importance du crédit interentreprises dans le financement des entreprises françaises par rapport à leurs homologues allemandes ou belges (tableau n° 12).

Ce constat est confirmé par des statistiques de BACH non-revalorisées, mais plus récentes et pour un nombre de pays plus important³⁶.

Tableau n° 11
Structure de l'endettement* dans l'industrie manufacturière
pour les PME et les grandes entreprises de quelques pays européens
(en %)

	1989	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996
Petites et moyennes entreprises**								
GER	23,6	23	23,3	23,2	24,6	24,8	24,1	25***
AUT	27,6	27,7	28,3	30,9	33,3	33,5	34,4	34
FIN	-	-	-	-	-	-	57,7	51,5
DEN	29,2	30,4	30,1	30,7	32	30,7	--	
SWE	-	-	41	41,1	39,8	38,8	34,7	-
ITA	17,2	17,2	18	18,2	17,1	15,5	15,1	20,6
NED	28,6	26	27,8	23	38,5	38,3	35,8	35,6
FRA	32,1	29,2	29,6	30,7	31,5	28,7	27,9	28,2
ESP	17,9	16	17,1	17,3	18,3	17,4	17,5	17
POR	-	29,2	27,7	26,4	31	31,5	31,4	30,4
BEL	24,9	26,5	26,6	28,8	29,8	28,8	27,9	29,1
Grandes entreprises								
GER	36	35,7	35,4	35,4	34,3	33,6	33	33,4
AUT	26,6	25,8	26,2	27,2	28,2	28,9	27,6	27,6
FIN	-	-	-	-	-	-	47,8	51,1
DEN	27,8	29,1	28,7	28,5	29,7	30,4	-	-
SWE	-	-	39,1	38,1	41,3	40,8	33,7	-
ITA	19,6	20,4	19,8	19,9	17,6	17,6	17,9	18,3
NED	33,3	39,5	38,2	37,8	39,1	37,5	36,6	38,9
FRA	32,3	35,6	34,9	34,8	35,4	31,8	30,3	32,1
ESP	24,6	23,4	24,6	27	25,6	22,4	21,4	17,3
POR	-	35	35,7	33,5	36,5	31,7	31,5	36,7
BEL	33,4	38,1	38,4	38,2	39,1	38	38,4	37,5
Ecart Grandes entreprises - PME								
GER	-6,7	-6,6	-7,4	-8,2	-8,2	-10,1	-10,5	-12,2
AUT	-0,1	-1,8	-2,1	-3,8	-5,1	-4,6	-6,8	-6,4
FIN	-	-	-	-	-	-	-9,9	-0,4
DEN	-1,4	-1,4	-1,4	-2,2	-2,2	-0,3	-	-
SWE	-	-	-1,9	-3	1,4	2	-1	-
ITA	2,4	3,2	1,8	1,7	0,5	2,1	2,8	-2,2
NED	4,8	13,6	10,3	14,9	0,7	-0,9	0,8	3,2
FRA	0,2	6,4	5,3	4,1	3,9	3,1	2,4	3,8
ESP	6,7	7,3	7,5	9,8	7,2	5	3,9	0,2
POR	-	5,8	8	7,1	5,5	0,1	0,2	6,3
BEL	8	11,6	11,8	9,4	9,3	9,2	10,5	8,3
Moyenne	1,74	4,23	3,19	2,98	1,30	0,56	0,26****	0,13****
Ecart-type	4,79	6,57	6,32	7,33	5,45	5,26	5,74****	6,40****

* dette de durée supérieure à un an / dette totale.

** moyenne pondérée par le total de l'actif.

*** estimations.

**** sans la Finlande

Source : BACH.

Tableau n° 12
Le poids des dettes commerciales dans le total du bilan (en %)

	1985	1986	1987	1988	1989	1990
Allemagne : BACH	12,6	11,6	10,8	11,4	11,5	11,4
BACH revalorisé	8,4	7,8	7,7	7,9	7,9	7,9
France : BACH	29,7	30,8	30	29,2	25	23,6
BACH revalorisé	18,3	18,8	19,9	19,7	15,6	15,9
Belgique : BACH	20,6	18,5	18	19	17,9	16,4
BACH revalorisé	13,3	11,6	11,4	11	11,7	10,7

Source : Bloch et Laudy (1993)

*Une analyse en termes de stocks et de flux à partir des données
de la comptabilité privée de sociétés cotées*

Rajan et Zingales (1995) étudient les différences internationales des structures de capital à partir des données de bilan de sociétés cotées de la base Global Vantage. L'intérêt de leur étude vient de l'utilisation de données non agrégées qui leur permettent de faire une analyse de panel international. Leur étude se limite aux sociétés avec des bilans consolidés, mais ne corrige pas les évaluations différentes des actifs (au coût historique ou avec des réévaluations). En revanche, elle tient compte du crédit-bail et du problème de l'affectation des provisions pour pensions de retraite. Les auteurs atténuent la bipolarisation habituelle pour caractériser les pays étudiés en concluant qu'à un niveau agrégé, les ratios d'endettement sont similaires pour les pays du G7³⁷ (avec des ratios légèrement plus bas en Allemagne et au Royaume-Uni) et que les facteurs influençant ces ratios aux Etats-Unis se retrouvent dans d'autres pays.

*UNE COMPARAISON INTERNATIONALE
DE L'ÉMISSION DE TITRES*

Les études effectuées à ce jour sur ce sujet, ne font malheureusement pas la distinction selon la taille des entreprises.

En se limitant à trois pays, une étude plus ancienne constate que les différences entre ratios (actions/total du capital) allemands et britanniques disparaissent après des ajustements faits pour tenir compte des différences de méthodes comptables (Perlitz et alii, 1985).

L'évaluation de la part du financement provenant du marché (par l'émission d'actions et d'obligations), permet à Corbett et Jenkinson (1996) de confirmer (voir la section 1.2.) l'existence de deux groupes de pays. Au Royaume-Uni, aux Etats-Unis et en Allemagne où les

entreprises se financent de façon interne, la part de financement par le marché apparaît comme faible, tandis qu'elle est importante pour les entreprises au Japon qui se financent de façon externe³⁸. Le tableau n° 13 met aussi en évidence l'évolution de cette structure. Ainsi, il apparaît que pour le premier groupe de pays, le financement par le marché a diminué et qu'il est souvent négatif. Les auteurs considèrent que la position exceptionnelle des Etats-Unis dans les années 1970 a probablement contribué à l'établissement du stéréotype habituel (pays à financement de marché - pays à relation de banque). Pour le Japon, on constate une plus grande stabilité après une augmentation du financement interne vers la fin des années 1970. Les niveaux du financement externes par émission de titres, bien que moins importants que ceux du financement bancaire, sont plus élevés qu'en Allemagne et au Royaume-Uni.

Tableau n° 13
La part du financement provenant du marché dans le total
des financements par sous-périodes
(en %)

	Japon	Allemagne	Royaume-Uni	Etats-Unis
1970-74	5,2	2,6	-4	23
1975-80	5,8	-2,3	-4,6	15,6
1981-84	4,2	-2,6	-5,6	6,1
1985-89	13	2,8	-11,8	-4,8

Source : Corbett et Jenkinson (1996)

33

En conclusion, ce compte rendu critique des comparaisons internationales des structures de financement a permis de mettre en évidence les résultats suivants :

- Les comparaisons internationales des ratios de fonds propres des PME sont, pour des raisons méthodologiques, fragiles.
- La structure du capital des entreprises des différents pays n'est pas identique. En médiane et globalement, deux groupes de pays se distinguent concernant la dotation en fonds propres : d'une part, la France et l'Espagne où le ratio (fonds propres/ressources financières) est élevé et d'autre part, l'Italie et l'Allemagne où il est faible. La distinction par taille montre de fortes disparités entre pays. En Italie, il ne semble pas exister de lien entre la taille et le niveau du ratio de fonds propres. En Espagne et en France, il existe un écart (faible) en faveur des grandes entreprises. Mais c'est en Autriche et surtout en Allemagne que ces

différences deviennent très importantes. De façon générale, on constate que les écarts entre les PME sont plus importantes que ceux entre les GE.

- Dans l'ensemble des pays analysés (à l'exception de l'Espagne), le taux d'endettement global des PME est relativement plus important que celui des grandes entreprises. L'inverse est vrai pour le ratio de capitaux propres.

- En Europe, la convergence des structures d'endettement des PME et des grandes entreprises n'est pas assurée. Pour les Etats-Unis, on constate une part nettement plus élevée de l'endettement à long terme pour les grandes entreprises relativement aux PME, tandis que l'inverse est vrai dans le cas du Japon.

- Le crédit interentreprises est particulièrement développé en France.

Les considérations méthodologiques présentées dans l'article suggèrent les points suivants :

- Les problèmes conceptuels (approche en termes de flux ou de stocks, par des données brutes ou nettes, à partir de la comptabilité privée ou publique) peuvent modifier de façon considérable les conclusions des comparaisons internationales des structures de financement. Ainsi, il convient de relativiser la distinction traditionnelle entre systèmes de financement basés sur les marchés de capitaux et ceux basés sur les relations avec les banques.

- Il serait intéressant d'évaluer, à l'image de certaines des études présentées ici, de manière précise le poids de chacune des difficultés méthodologiques qui apparaissent lors d'une étude comparative.

- Une analyse rigoureuse, mais plus modeste, pourrait se limiter à l'étude des conditions de financement d'une ou de plusieurs « entreprises-type » dans différents pays. A notre connaissance, cette approche n'a pas encore été explorée.

Finalement, il convient de constater que la base BACH a permis d'obtenir des résultats dont le mérite est considérable. Elle constitue en effet la base la plus harmonisée et donc la plus adaptée aux comparaisons internationales des structures de financement.

BIBLIOGRAPHIE

- ALLEN, F. and D. GALE (1995) : « A Welfare Comparison of Intermediaries and Financial Markets in Germany and the US », *European Economic Review*, 39, p. 179-209.
- ANDO, A. and A. AUERBACH (1988) : « The Cost of Capital in the United States and in Japan : A Comparison », *Journal of Japanese and International Economies*, 2, p. 132-58.
- AVOUIY-DOVI, S. et P. BUSQUE (1995) : « Une étude comparative de la répartition par taille des entreprises en France, dans l'ex-RFA, dans l'Europe des 12 et aux Etats-Unis », Document de travail CDC, N°1995-07/E.
- BANK OF ENGLAND (1984) : « Business Finance in the United Kingdom and Germany », *Bank of England Quarterly Bulletin*, 24(3) , p. 368-75.
- BLOCH, L. et J. LAUDY (1993) : « France, Allemagne et Belgique : des structures de bilan dans l'industrie proches à la fin de la décennie quatre-vingt », *Economie et Statistique*, N°268-269, p. 131-39.
- BORIO, C. E. V. (1990) : « Leverage and Financing of Non-financial Companies : An International Perspective », BIS Working Papers N°27.
- BURKART, O. (1996) : « Synthèse des analyses économiques sur les crédits interentreprises et les délais de paiement », Note DP N° 96-C1-035.
- BURKART, O. (1997) : « Gouvernement d'entreprise et intervention publique », miméo DP.
- BURKART, O. (1997a) : « L'apport des "nouveaux marchés" aux problèmes de financement des jeunes entreprises dynamiques et innovantes », dans A. Pézard, J.-M. Thévenot (eds., 1997) : *Corporate Governance, Les perspectives internationales*, AEF, Montchrestien
- CNC (1995) : Rapport pour 1994, Paris.
- COMITÉ EUROPÉEN DES CENTRALES DE BILANS (1997) : *Fonds propres et conditions de financement des entreprises en Europe*, groupe d'étude sur les fonds propres.
- COMMISSION EUROPÉENNE (1994, 1995, 1996, 1997, 1999) : « Situation financière des entreprises industrielles », *Economie Européenne* (Supplément A), respectivement N°1, janvier, N°2, février, N°4, avril, N°7, juillet et N°9, mars.
- COMMISSION DES COMMUNAUTÉS EUROPÉENNES (1996) : BACH, *La banque de données harmonisée sur les comptes d'entreprises*, Bruxelles.
- COMMISSION EUROPÉENNE ET COMITÉ EUROPÉEN DES CENTRALES DE BILANS (1998) : BACH, *Manuel destiné aux utilisateurs du fichier BACH*, Bruxelles.
- CORBETT, J. and T. JENKINSON (1996) : « The Financing of Industry , 1970-89 : An International Comparison », *Journal of Japanese and International Economies*, 10(1), p. 71-96.
- COSH, A. and A. HUGHES (1994) : « Size, financial structure and profitability », dans A. Hughes and D. J. Storey (eds.) : *Finance and the Small Firm*, London : Routledge.
- DEUTSCHE BUNDESBANK (1994) : « Eigenmittelausstattung der Unternehmen ausgewählter EG-Länder im Vergleich », *Monatsbericht*, Oktober, p. 73-87.
- DIETSCH, M. (1993) : « Les effets attendus de la convergence sur la situation financière des entreprises en Europe », Rapport pour la DGII de la CEE.
- DURLAUF, S. N. and D. QUAH (à paraître) : « The New Empirics of Economic Growth », dans J. Taylor and M. Woodford (eds.) : *Handbook of Macroeconomics*, North-Holland.
- EDWARDS, J. and K. FISCHER (1994) : Banks, Finance and Investment in Germany, CEPR, Cambridge : Cambridge University Press.
- EUROSTAT (1996) : *Enterprises in Europe, 4th report*, Luxembourg : Office for official publications of the European Communities.
- FRANKEL, J. (1991) : « Japanese Finance in the 1980s : A Survey », dans P ; Krugman (ed.) : *Trade with Japan : Has the Door Opened Wider?*, Chicago : Chicago University Press.
- KESTER, W. C. (1986) : « Capital and Ownership Structure : A Comparison of the United States and Japanese Manufacturing Corporations », *Financial Management*, 15, p. 5-16.
- KNEESHAW, J. T. (1995) : « A Survey of Non-Financial Sector Balance Sheets in Industrialized Countries », BIS Working Papers N°25.

- KURODA, I. and Y. ORITANI (1980) : « A Reexamination of the Unique Features of Japan's Corporate FINANCIAL STRUCTURE : A Comparison of Corporate Balance Sheets in Japan and in the United States », *Japanese Economic Studies*, 7, p. 82-117.
- LAUDY, J. et D. SZPIRO (1989) : « Des entreprises industrielles plus endettées en France que dans les autres pays européens », *Economie et Statistique*, N°217-218, p. 21-26.
- MAYER, C. P. (1988) : « New Issues in Corporate Finance », *European Economic Review*, 32, p. 1167-1183.
- MAYER, C. P. (1990) : « Financial Systems, Corporate Finance, and Economic Development », dans R. G. Hubbard (ed.) : *Asymmetric Information, Corporate Finance, and Investment*, Chicago : University of Chicago Press.
- MULLINEUX, A. (1996) : « The Fundings of Non-Financial Corporations in the EU (1971-1993) : Evidence of Convergence ? », mimeo.
- OCDE (1995) : *Les systèmes nationaux de financement de l'innovation*, Paris.
- PARRANQUE, B. (1996) : « Fonds propres et rentabilité : les PME sont-elles réellement handicapées ? », *Regards sur l'actualité*, décembre, 23-32.
- PERLITZ, M. et ALI (1985) : « Vergleich der Eigenkapitalausstattung deutscher, amerikanischer und britischer Unternehmen », *Zeitschrift für Unternehmens- und Gesellschaftsrecht*, 1, p. 17-49.
- PROWSE, S. (1990) : « Institutional Investment Patterns and Corporate Financial Behavior in the United States and Japan », *Journal of Financial Economics*, 27, p. 43-66.
- PROWSE, S. (1994) : « Corporate Governance in an International Perspective », BIS Working Papers N°41.
- RAJAN, G.R. and L. ZINGALES (1995) : « What Do We Know about Capital Structure ? Some Evidence from International Data », *Journal of Finance*, 50(5), p. 1421-60.
- REMOLONA, E. (1990) : « Understanding International Differences in Leverage Trends », *FRBNY Quarterly Review*, spring, 31-42.
- 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*, 4(4), p. 20-34.

NOTES

1. Voir OCDE (1995) pour une définition.
2. Une présentation critique avec des définitions et des références se trouve dans Burkart (1997).
3. Cette sous-section s'inspire de Corbett et Jenkinson (1996) qui donnent une synthèse des problèmes conceptuels rencontrés dans la littérature.
4. Corbett et Jenkinson (1996) donnent un exemple éclairant de la différence entre les deux approches.
5. Ce problème sera exposé plus en détail dans la seconde partie.
6. Des « liens financiers » similaires semblent aussi parfois caractériser les relations interentreprises au Japon.
7. Ainsi les entreprises publiques sont incluses dans les secteurs des sociétés non financières dans la comptabilité allemande. L'Allemagne et les Etats-Unis incluent dans ce secteur aussi les entreprises individuelles et les partenariats.
8. Ce point plaide de nouveau pour une approche en termes nets.
9. Les comptabilités nationales allemande, britannique et japonaise n'enregistrent pas les transactions inter-sectorielles.
10. Par exemple, en Allemagne, les ajustements sont attribués à plusieurs postes financiers tandis qu'au Royaume-Uni, ils correspondent à un seul grand poste.
11. Borio (1990) effectue ses comparaisons sur la base de données de la comptabilité nationale par des « gearing ratios » (endettement/total des actifs) et une analyse en termes de flux.
12. On notera que cette conclusion sur le Japon émerge aussi à partir des données brutes.

13. L'analyse de l'évolution de ces faits stylisés sera présentée dans la partie 4 dans la mesure où elle se fonde sur des statistiques sur le financement par émission de titres.
14. Pour une brève présentation de la littérature sur ce sujet voir Burkart (1997a).
15. Il existe quelques études antérieures. Mais elles se bornent à comparer des études ou des statistiques nationales et négligent la nécessité d'une harmonisation des systèmes comptables (exemple : Tamari, 1980).
16. Banque de Comptes Harmonisés. La Commission des Communautés Européennes (1996) et la Commission Européenne et le comité européen des Centrales de bilans (1998) donnent une présentation méthodologique détaillée de cette banque de données. On notera que le Royaume-Uni ne fait pas partie de BACH et que les données britanniques utilisées dans les études BACH sont consolidées, ce qui limite beaucoup la valeur des comparaisons avec ce pays.
17. Le comité européen des Centrales de bilans a pour mission la collecte et l'analyse des comptes annuels d'entreprises, mais aussi l'échange d'informations sur des concepts et méthodes nationaux ainsi que la mise en oeuvre d'études empiriques communes.
18. Les premières publications de la Commission à partir de BACH datent de 1994 pour l'ensemble des entreprises manufacturières et de 1995 pour les PME (uniquement taux d'endettement globaux et structure d'endettement).
19. Ce constat mériterait une étude plus approfondie dont on sait qu'elle ne va pas sans difficultés (voir Durlauf et Quah (à paraître) pour un compte-rendu de la littérature empirique sur les différents concepts de convergence ; Dietsch (1993) est, à notre connaissance, la première tentative à tester la convergence des taux de fonds propres et des ratios d'endettement à partir de BACH. Cette étude analyse la convergence entre secteurs et pays sans prendre en considération la taille des entreprises).
20. Je remercie P.-A. Buigues (DG II) pour cette information non contenue dans les tableaux publiés. Ce résultat mérite cependant d'être apprécié avec prudence et il doit être vérifié à partir de la base de données nouvellement harmonisée selon la taille (voir prochaine note en bas de page).
21. Depuis 1996, un critère commun est retenu dans BACH pour classer les entreprises selon la taille : petites entreprises ($CA < 7$ MEuros), moyennes entreprises ($7 \text{ MEuros} < CA < 40$ MEuros) et grandes entreprises ($CA > 40$ MEuros).
22. Les structures sectorielles ne sont pas les mêmes dans les différents pays européens (Eurostat, 1996). En effet, si l'on constate dans l'ensemble la grande homogénéité, certains pays font apparaître des particularités. C'est le cas, par exemple, de la France où l'on constate, par rapport à la moyenne de 15 pays européens, une part plus élevée du secteur « transport, communications, services financiers », tandis qu'en Allemagne l'« industrie manufacturière » est relativement plus importante. Il existe aussi d'importantes différences entre les structures sectorielles en Europe et aux Etats-Unis (Avouyi-Dovi, Busque, 1995).
23. L'article de la Deutsche Bundesbank (1994) donne un tableau sur la représentativité des entreprises pour quelques pays européens. Le Danemark, où toutes les entreprises sont recensées, ne fournit plus de chiffres à BACH depuis 1995. La Commission européenne et le comité européen des Centrales de bilan (1998) donnent aussi des indications sur la représentativité qui est en général plutôt faible dans le cas des PME.
24. Pour des références sur des comparaisons des comptabilités en Europe et dans le monde voir la bibliographie donnée dans Commission européenne et comité européen des Centrales de bilans (1998).
25. En Italie, quatre réévaluations ont été autorisées en 1975, en 1983, en 1990 et en 1991 ; en Espagne les réévaluations ont eu lieu en 1981, en 1983, en 1991 et en 1996 ; la dernière réévaluation en France date de 1976/77 ; en Belgique, la réévaluation est libre après une expertise officielle des actifs.
26. Le critère de classement retenu est le chiffre d'affaires avec un seuil entre PME et grandes entreprises fixé à 250 MDM CA.
27. Ceci est notamment vrai pour la France et l'Allemagne, mais pas dans le cas des Etats-Unis qui ne font pas partie du comité européen des Centrales de bilans.
28. Les études plus anciennes ont été conduites à partir d'enquêtes.
29. Il s'agit de quatre pays participant au comité au moment où cette étude a été effectuée. Entre temps, d'autres pays européens se sont joints au comité et des liens ont été tissés avec des correspondants américains et japonais.

30. L'article de la Commission européenne (1996) contient un tableau des taux de provision pour risques et charges pour 12 pays de 1984 à 1994.
31. Cette étude porte sur cinq pays : l'Allemagne, l'Autriche, la France, l'Italie et l'Espagne.
32. La discussion qui suit fait référence aux statistiques établies par les banques centrales.
33. Bank of England (1984) est une des premières études à comparer les comptes d'entreprises en Allemagne et en Grande-Bretagne en corrigeant les statistiques nationales dans le but d'une harmonisation. Comme l'indiquent les auteurs eux-mêmes, cette étude ne tient cependant pas compte des différentes méthodes de valorisation (évaluation du capital fixe au coût historique en Allemagne, réévaluations périodiques en Grande-Bretagne) et elle est fondée sur des choix discutables (les provisions pour pensions de retraite sont comptabilisées parmi les dettes, tandis que leur inclusion dans le poste « actions » serait envisageable). Pour la fin de l'année 1981, ils trouvent pour la Grande-Bretagne, actions 49 % et dettes 51 %, et pour l'Allemagne, actions 19 % et dettes 81 %.
34. Dans ce tableau, la représentativité des PME n'est pas assurée pour tous les pays.
35. Ici la même remarque s'impose que lors de la présentation des taux de fonds propres.
36. Pour plus de détails, on peut consulter la synthèse dans Burkart (1996).
37. Allemagne, Canada, Etats-Unis, France, Italie, Japon, Royaume-Uni.
38. De nouveau, ce résultat relativise la distinction, mise en évidence par Bori (1990) et Prowse (1994), entre pays anglo-saxons qui seraient *low-leveraged* et l'Allemagne et le Japon (mais aussi la France et l'Italie) qui seraient *high-leveraged*.