

Ressources internes, crédit bancaire et autres sources de financement : quelles alternatives pour les entreprises en Belgique ?

Ch. Piette
M.-D. Zachary

Introduction

En Belgique comme ailleurs, le système bancaire joue un rôle essentiel dans le financement des entreprises. Il leur permet d'obtenir des liquidités supplémentaires lorsqu'elles viennent à en manquer et, plus important encore, il leur procure souvent les fonds nécessaires quand elles souhaitent investir dans de nouvelles capacités de production. Si les différentes formes de crédit proposées par les banques répondent en grande partie aux besoins des entreprises, ces dernières tirent aussi largement parti d'autres sources de financement.

L'une d'elles est le financement interne, qui correspond à la part des bénéfices allouée aux fonds propres au terme de chaque exercice comptable. Certaines entreprises, liées à des groupes belges ou étrangers, peuvent en outre obtenir des fonds sous la forme de capital social ou de prêts interentreprises auprès de leur maison mère ou de sociétés sœurs. Les options sont plus réduites pour les sociétés qui fonctionnent de manière autonome et qui cherchent à renforcer leur assise financière, mais ces dernières disposent elles aussi d'alternatives au financement bancaire.

L'une de ces alternatives est de tirer parti de l'épargne des particuliers. À cette fin, les entreprises peuvent théoriquement émettre des actions ou des obligations, mais le

recours à ce mode de financement, qui concerne surtout les plus grandes d'entre elles, est généralement très limité⁽¹⁾, soit parce que l'accès aux marchés de capitaux est difficile, soit, plus simplement, parce que cela n'est dans la plupart des cas pas considéré comme nécessaire. Une pratique plus courante consiste à obtenir des fonds de gré à gré auprès de proches ou de connaissances.

D'autres secteurs institutionnels que les banques et les particuliers sont également susceptibles de contribuer au financement des entreprises, comme les compagnies d'assurances et d'autres types d'intermédiaires financiers, parmi lesquels on retrouve notamment les sociétés de *private equity* et de *venture capital*, ainsi que les *business angels*. Ces bailleurs de fonds se caractérisent généralement par leur plus forte appétence pour le risque, et leur offre de financement est de ce fait plus accessible aux firmes qui proposent des projets innovants et potentiellement très rentables, mais dont les perspectives de succès sont plus incertaines.

Ces modes de financement alternatifs aux crédits bancaires, qu'ils soient réalisés par le biais des marchés financiers ou au travers de placements privés, revêtent par ailleurs un certain intérêt en ce qui concerne la stabilité financière. Une diversification accrue des sources de financement renforcerait en effet la résilience du secteur financier en cas de choc macroéconomique ou financier majeur, en raffermissant sa capacité de fournir des fonds aux entreprises. A contrario, une trop grande dépendance vis-à-vis du financement bancaire, comme c'est actuellement encore le cas en Belgique et dans d'autres pays européens, pourrait s'avérer dommageable si les institutions de crédit se voyaient contraintes d'assainir leur bilan

(1) À titre d'illustration, seules sept entreprises ont fait leur entrée sur Euronext ou Alternext en 2015.

au détriment de leurs activités de prêt. Cette diversification des sources de financement constitue d'ailleurs l'un des principaux objectifs du projet d'union des marchés de capitaux auquel œuvre actuellement la Commission européenne et qui vise, de manière plus générale, à alléger les coûts de financement des entreprises résidentes par une réduction des barrières aux investissements transfrontaliers au sein de l'Union.

C'est dans ce contexte que le présent article dresse un état des lieux du recours des entreprises belges aux différents instruments de financement interne ou externe, ainsi que des facteurs susceptibles d'influencer leurs choix en la matière. La première partie de l'article donne une vue d'ensemble de la structure et des sources de financement des sociétés non financières. Elle opère notamment une distinction entre le financement intra-groupe qui, bien qu'il ne concerne qu'une minorité d'entreprises, joue un rôle significatif en Belgique, et le financement des entreprises autonomes. La deuxième partie est consacrée à l'analyse des facteurs déterminant l'utilisation des différents modes de financement, en particulier les facteurs de demande. Les résultats empiriques y sont notamment interprétés au travers du prisme de la théorie de la hiérarchie des préférences (*pecking order theory*) et de celle du cycle de croissance financière (*financial growth cycle theory*). La troisième partie s'intéresse quant à elle à la structure de l'offre de financement en Belgique. Enfin, la conclusion résume les principaux enseignements de l'analyse.

1. Vue d'ensemble du financement des sociétés belges

Pour appréhender le financement des sociétés non financières établies en Belgique, il convient d'opérer une distinction entre celles qui sont liées à un groupe, belge ou étranger, et celles qui ne le sont pas. Les premières présentent en effet quelques spécificités en ce qui concerne la structure de leur bilan, de même qu'elles disposent de certaines facilités en matière de financement dont ne bénéficient pas les entreprises isolées, pour lesquelles le crédit bancaire revêt dès lors davantage d'importance. Ces divers aspects sont abordés dans les quatre sections qui composent cette partie de l'article.

1.1 Importance des différents modes de financement

Comme le montre le graphique 1, les sociétés non financières sont principalement financées par leurs fonds propres. Ces derniers englobent à la fois les capitaux

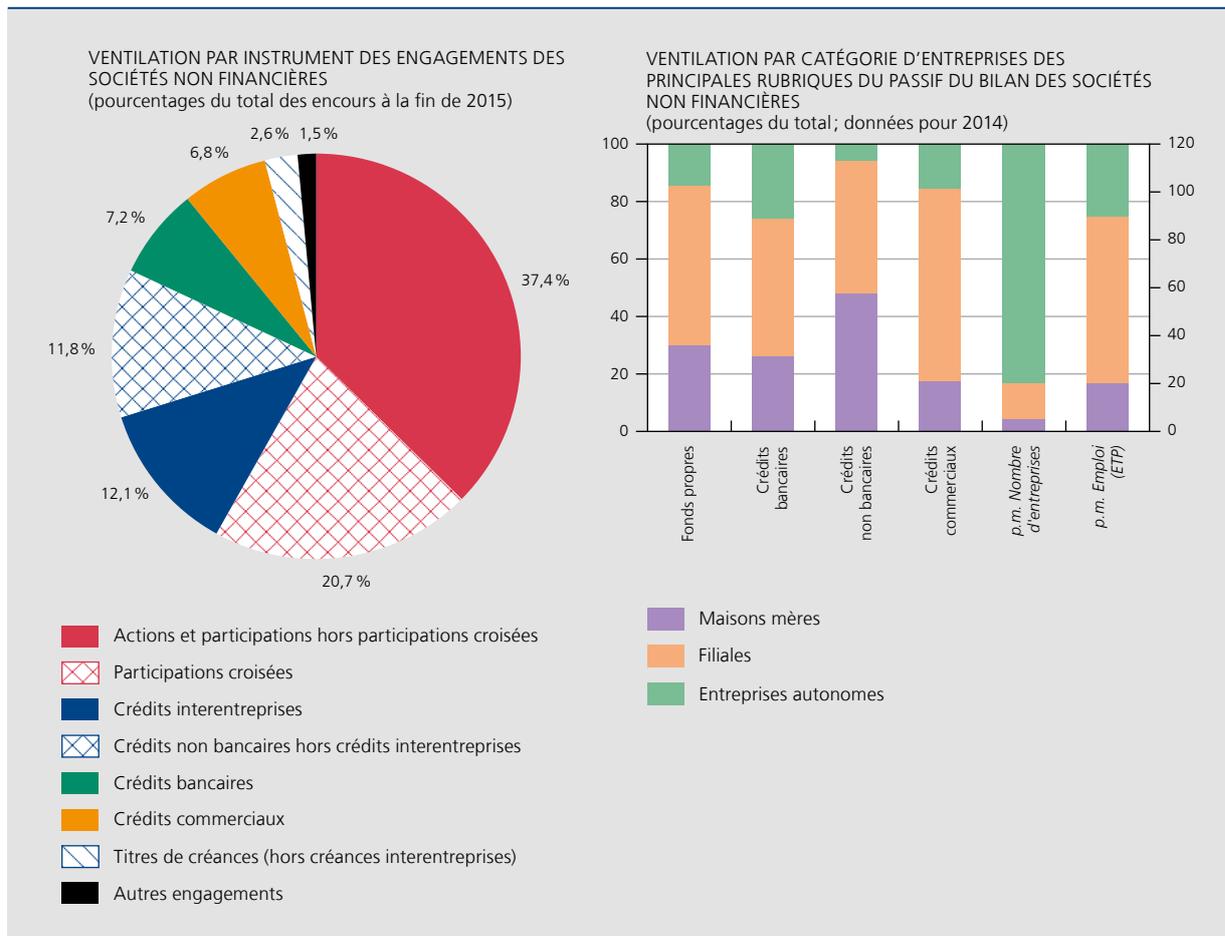
apportés par les actionnaires ou par les associés au moment de la création de l'entreprise et ceux injectés ultérieurement, de même que les bénéfices reportés et les réserves, qui composent le financement interne. Une part non négligeable des fonds propres investis dans les entreprises belges proviennent d'autres firmes résidentes et d'investisseurs directs étrangers. Ces participations croisées constituaient, à la fin de 2015, 20,7 % du total des engagements des sociétés établies en Belgique, tandis que les actions et les participations détenues directement par des particuliers ou des investisseurs institutionnels en représentaient 37,4 %.

Les autres financements externes consistent, pour leur part, largement en des crédits non bancaires, ce qui reflète aussi l'importance des liens financiers intra-groupe, les crédits interentreprises correspondant à eux seuls à 12,1 % du total des engagements des sociétés non financières. Les crédits accordés par les autres secteurs institutionnels portent notamment sur des prêts, subordonnés ou non, obtenus auprès de compagnies d'assurances ou de sociétés de prêts spécialisées (comme des sociétés de leasing), ou encore sur des avances reçues de particuliers. À cela s'ajoutent les dettes commerciales, qui équivalaient à 6,8 % du total des engagements. Elles relèvent pour l'essentiel des délais accordés par les fournisseurs pour le paiement des factures. À titre de comparaison, le financement par crédits bancaires représentait 7,2 % des engagements des entreprises.

1.2 Entreprises faisant partie d'un groupe et entreprises autonomes: deux structures de financement différentes

La ventilation des engagements des sociétés non financières, telle qu'elle est schématisée dans le volet gauche du graphique 1, masque une très forte concentration des montants investis au moyen de ces différents instruments au sein d'un nombre relativement restreint d'entreprises faisant partie d'un groupe. On a estimé que ces dernières équivalaient à 17 % du nombre total des sociétés non financières établies en Belgique et qu'elles condensaient, au passif de leur bilan, 86 % de l'encours total des fonds propres⁽¹⁾. Parmi les entreprises faisant partie d'un groupe, une distinction peut être établie entre deux catégories, qu'on désignera dans la suite du texte sous les vocables de « maisons mères » et de « filiales ». Les maisons mères sont définies comme des entreprises belges qui possèdent des participations dans d'autres entreprises, en Belgique même ou à l'étranger,

(1) Ces estimations sont basées sur les comptes annuels relatifs à 2014, soit la dernière année couverte par les données de la Centrale des bilans au moment de la préparation de cet article.



Source : BNB (Centrale des bilans et comptes financiers).

tout en n'appartenant elles-mêmes pas, que ce soit directement ou indirectement, à une ou plusieurs autres sociétés. Les filiales sont quant à elles des entreprises détenues (via des participations directes ou indirectes) soit par des maisons mères établies en Belgique, soit par des sociétés étrangères⁽¹⁾. Les autres entreprises, pour lesquelles aucun lien de participation n'est recensé, sont considérées comme des « entreprises autonomes »⁽²⁾. Elles constituent la grande majorité (83 %) des sociétés non financières établies en Belgique.

Les maisons mères et les filiales se distinguent des entreprises autonomes par la structure de leur bilan – synthétisée au tableau 1 – qui, dans le cas des deux premières catégories, reflète notamment l'importance des participations croisées. En effet, dans une perspective globale, les immobilisations financières des maisons mères et des filiales – qui incluent les participations dans des entreprises liées et les prêts qui leur sont octroyés – représentent respectivement 54,5 et 63,6 % de leurs actifs.

Cette rubrique du bilan correspond à 15,2 % du total des actifs des entreprises autonomes; elle concerne essentiellement des placements et des créances diverses. Les liens de participations croisées au sein des groupes transparaissent bien entendu aussi dans le passif des sociétés qui les composent. Les fonds propres constituent en effet 47,1 % du total bilanciel des filiales, contre 39,1 % de celui des entreprises autonomes. La part des fonds propres est plus grande (52,2 %) parmi les maisons mères,

(1) Les entreprises résidentes détenues par des sociétés étrangères sont identifiées au moyen des résultats de l'enquête sur les investissements directs conduite par la BNB.

(2) Certaines entreprises ayant bénéficié d'apports en capital de la part de sociétés de private equity ou de venture capital (y compris les p.ricaf), de même que d'autres sociétés d'investissement, ne sont pas considérées comme faisant partie d'un groupe. Elles sont dès lors classées parmi les entreprises autonomes (ou parmi les maisons mères si elles détiennent des participations). Les différentes sociétés d'investissement sont identifiées par l'Institut des comptes nationaux dans sa classification des secteurs institutionnels. Par ailleurs, une partie des actions émises par certaines sociétés cotées peuvent être aux mains d'autres sociétés, sans que ces dernières ne possèdent suffisamment de parts dans leur capital social pour les contrôler. Ces liens de participation ne sont pas non plus pris en compte, et les sociétés cotées concernées sont répertoriées parmi les maisons mères ou parmi les entreprises autonomes, selon qu'elles disposent ou non de filiales.

qui, par définition, se situent à l'échelon le plus élevé des structures de participation.

Un autre élément qui différencie la structure de financement des groupes de celle des entreprises autonomes est la part plus large occupée par les crédits non bancaires dans le total du passif, et ce davantage pour les filiales (21,3 %) que pour les maisons mères (15,3 %). Elle s'explique principalement par les prêts interentreprises reçus des maisons mères ou d'autres filiales du même groupe, qui viennent le cas échéant compléter d'autres types de crédits non bancaires, tels des emprunts subordonnés ou des avances diverses. Ceux-ci sont également utilisés par les entreprises autonomes, pour lesquelles

la part des crédits non bancaires dans le total du bilan s'établit à 8,8 %.

En dépit des différences en termes de structure de financement, les entreprises autonomes ne sont pas nécessairement moins rentables que celles qui sont intégrées à un groupe. Elles affichent même une rentabilité nette des capitaux propres après impôts (8,6 %) qui est en moyenne supérieure à celles des maisons mères (6,0 %) et des filiales (5,2 %). Leur position financière s'avère en outre un peu plus solide que celle des filiales. En particulier, leur ratio de liquidité au sens strict est en moyenne plus élevé (1,3, contre 1,1 pour les filiales), et il en va de même du ratio de solvabilité (40,5 contre 40,1 %). Ce dernier est

TABLEAU 1 BILAN DES SOCIÉTÉS NON FINANCIÈRES PAR CATÉGORIE D'ENTREPRISES
(données pour 2014)

	Maisons mères	Filiales	Entreprises autonomes
Nombre d'entreprises ⁽¹⁾	19 767	41 094	288 741
dont :			
Petites entreprises	16 941	24 869	286 889
Moyennes entreprises	2 418	14 339	1 720
Grandes entreprises	408	1 886	132
Emploi moyen (en ETP)	15,8	26,0	1,6
Structure de l'actif (encours en pourcentage du total)			
Immobilisations corporelles et incorporelles	24,4	13,3	42,9
Immobilisations financières	54,5	63,6	15,2
Créances commerciales	6,7	9,1	10,9
Autres	14,3	14,1	31,0
Structure du passif (encours en pourcentage du total)			
Fonds propres	52,2	47,1	39,1
Crédits bancaires	13,4	9,5	23,2
dont: Crédits à un an au plus	2,8	2,9	3,6
Crédits non bancaires	15,3	21,3	8,8
dont: Crédits à un an au plus	3,5	5,6	0,5
Dettes commerciales	6,2	7,9	9,9
Autres	12,9	14,1	19,0
Ratios financiers (moyennes ⁽²⁾)			
Rentabilité nette des capitaux propres après impôts ⁽³⁾	6,0	5,2	8,6
Ratio de liquidité au sens strict ⁽⁴⁾	0,9	1,1	1,3
Solvabilité ⁽⁵⁾	44,9	40,1	40,5
Nombre de jours de crédit fournisseurs ⁽⁶⁾	58,0	58,5	51,9

Source : BNB (Centrale des bilans).

(1) Les sociétés actives dans les services financiers, l'administration publique et l'enseignement sont exclues de la population étudiée.

(2) Moyennes calculées sur un échantillon expurgé des valeurs extrêmes sur la base de l'écart interquartile.

(3) Bénéfice de l'exercice divisé par les capitaux propres, en pourcentage.

(4) Somme des créances à un an au plus, des placements de trésorerie et des valeurs disponibles, divisée par les dettes à un an au plus.

(5) Rapport entre les capitaux propres et le total du bilan, en pourcentage.

(6) Rapport entre les dettes commerciales et la somme des achats de marchandises, de services et de biens divers et de la TVA portée en compte de l'entreprise, multiplié par 365. Cet indicateur n'est calculé que pour les entreprises ayant établi leurs comptes annuels sur la base du schéma complet.

toutefois plus favorable pour les maisons mères, étant donné qu'il traduit aussi leur plus forte capitalisation.

La vaste proportion de capitaux propres et de crédits non bancaires au sein des sociétés liées à un groupe, qu'il s'agisse de maisons mères ou de filiales, peut en partie s'expliquer par le dispositif belge de déduction fiscale pour capital à risque. Destiné à remplacer le régime spécifique jusque-là appliqué aux centres de coordination, ce dispositif a été mis en œuvre pour la première fois lors de l'exercice d'imposition 2007. Il consiste à retirer de la base imposable des sociétés un montant d'intérêts notionnels, calculé comme le produit d'un taux de référence (basé sur celui des OLO à dix ans) et des capitaux propres, duquel sont toutefois soustraits certains montants afin de prévenir d'éventuels abus visant à obtenir des déductions fiscales en cascade par le biais de la multiplication des participations croisées. Les capitaux propres « corrigés » sont notamment minorés des encours des participations dans des sociétés liées. Les créances vis-à-vis de ces mêmes sociétés ne sont toutefois pas prises en compte dans cette correction. Ainsi, pour maximiser le montant de la déduction pour capital à risque, les groupes nationaux ou étrangers sont incités à concentrer des capitaux propres dans des sociétés situées en Belgique et à réallouer ensuite les fonds à d'autres sociétés du groupe – résidentes ou non – sous la forme de prêts interentreprises, les intérêts payés pour ces derniers étant déductibles au titre de charges⁽¹⁾.

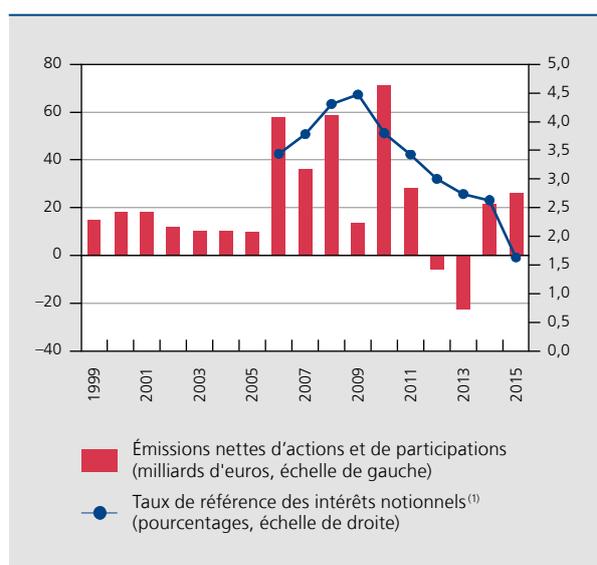
L'introduction de ce dispositif fiscal s'est traduite, dès 2006, par une forte hausse des montants investis dans les sociétés non financières résidentes sous la forme de capitaux propres, comme l'illustre le graphique 2. La baisse progressive du taux de référence, amorcée en 2010, a cependant rendu l'incitatif fiscal de moins en moins attractif, et cela s'est reflété dans l'évolution des émissions nettes d'actions et de participations des sociétés non financières. Les années 2012 et 2013 ont d'ailleurs été marquées par d'importantes réductions des capitaux propres dans certaines sociétés. La déduction fiscale pour capital à risque favorisant également, outre la concentration de capitaux propres dans certaines sociétés, l'octroi de prêts interentreprises, elle peut aussi en partie expliquer l'ampleur des crédits d'origine non bancaire dans les engagements contractés par les entreprises faisant partie d'un groupe, en particulier par les filiales.

1.3 Financement à court terme des entreprises liées

Une partie non négligeable des prêts interentreprises ont une maturité inférieure à un an. Ils sont vraisemblablement liés aux besoins en fonds de roulement des différentes sociétés qui font partie du groupe. Pour y subvenir, celles-ci ont en effet la possibilité de puiser dans des réserves de liquidités communes, comme le suggère l'élasticité des crédits non bancaires des filiales par rapport à leurs besoins en fonds de roulement. Sur la base d'une analyse économétrique, cette dernière a été estimée à 0,85 (cf. tableau 2). Cela signifie qu'une hausse de 1 point de pourcentage de leurs besoins en fonds de roulement par rapport à leur total bilanciel se traduit en moyenne par une augmentation de 85 points de base du montant de leurs emprunts non bancaires, également exprimés en pourcentage du total du bilan. Cette élasticité est pratiquement nulle (0,07) dans le cas des entreprises autonomes, qui, lorsqu'elles sont confrontées à un manque de liquidités, se tournent quant à elles plus souvent vers les banques pour obtenir une ligne de crédit, ce qui se reflète dans l'élasticité de leurs emprunts bancaires à court terme par rapport à leurs besoins en fonds de roulement, qui s'établit à 0,60.

Par ailleurs, les facilités de financement dont jouissent les entreprises qui font partie d'un groupe ne semblent pas se limiter à l'accès à des trésoreries communes. Les indicateurs relatifs aux nombres de jours de crédit fournisseurs

GRAPHIQUE 2 ÉVOLUTION DES CAPITAUX PROPRES DES SOCIÉTÉS NON FINANCIÈRES ET INTÉRÊTS NOTIONNELS



Source : BNB (comptes financiers).

(1) Basé sur le taux moyen des obligations linéaires à dix ans émises par l'État belge au cours de l'année précédente.

(1) Burggraeve *et al.* (2008) fournissent une description plus détaillée de la teneur de la loi du 22 juin 2005, qui a instauré la déduction fiscale pour capital à risque, ainsi qu'une discussion approfondie de son incidence sur la structure de financement des sociétés.

TABEAU 2 ÉLASTICITÉ DES CRÉDITS À COURT TERME PAR RAPPORT AUX BESOINS EN FONDS DE ROULEMENT⁽¹⁾

(estimations sur la période 2005-2014)

	Crédits bancaires	Crédits non bancaires
Maisons mères	0,29	0,07
Filiales	0,04	0,85
Entreprises autonomes	0,60	0,07

Source : BNB (Centrale des bilans et calculs propres).

(1) Élasticités calculées en régressant les montants des dettes bancaires ou non bancaires à un an au plus, exprimées en pourcentage du total du bilan, sur la différence entre les besoins en fonds de roulement et le fonds de roulement, également exprimée en pourcentage du total du bilan, ainsi que sur le nombre d'employés en ETP, la productivité du travail, la rentabilité nette des capitaux propres après impôts, l'âge de l'entreprise, la solvabilité, une variable binaire par branche d'activité et une autre variable binaire pour chaque année faisant partie de la période d'estimation.

calculés sur la base des données des comptes annuels, qui sont plus élevés pour les maisons mères et les filiales, suggèrent que ces dernières bénéficient d'une plus grande flexibilité en matière de délais de paiement que les entreprises autonomes. Il est possible que cela soit lié au fait que les entreprises appartenant à un même groupe réalisent une large part de leurs transactions commerciales avec des entreprises sœurs.

La possibilité qu'ont les filiales et les maisons mères d'obtenir des financements intra-groupe n'exclut cependant pas la nécessité de faire appel au système bancaire lorsqu'il s'agit de financer des investissements importants ou de couvrir des besoins de liquidités. À cet égard, les maisons mères subviennent souvent à leurs besoins de liquidités – et probablement aussi à ceux des filiales auxquelles elles octroient des prêts interentreprises – en contractant des crédits bancaires à long terme⁽¹⁾. Cela peut d'ailleurs expliquer la part plus élevée des crédits bancaires dans le passif de leur bilan que dans celui des filiales. Le financement bancaire et les dispositions prises par chaque groupe d'entreprises pour gérer sa trésorerie constituent ainsi deux systèmes complémentaires : les banques accordent des crédits qui complètent les fonds propres d'une ou de plusieurs entités du groupe, et ces financements additionnels peuvent, le cas échéant, être réalloués à d'autres sociétés sous la forme de prêts interentreprises.

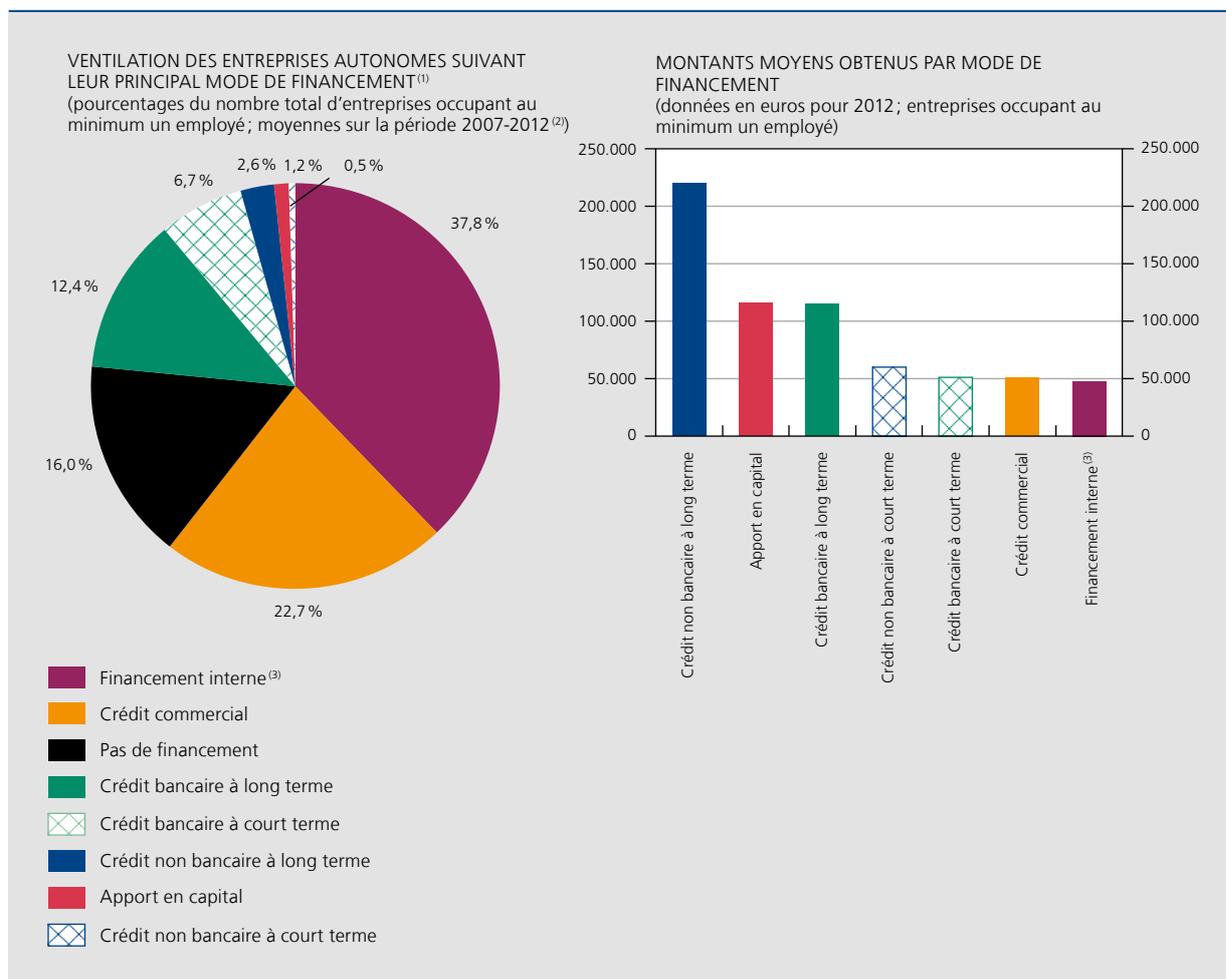
(1) C'est notamment ce qui ressort des résultats de l'analyse économétrique décrite en annexe au présent article. Selon ces estimations, il existe une relation significativement négative entre la quantité de liquidités détenues par une maison mère et la probabilité qu'elle se finance au moyen d'un crédit bancaire à long terme. Ces mêmes résultats confirment la relation entre le manque de liquidités des entreprises autonomes et leur propension à recourir à des crédits bancaires à court terme.

1.4 Sources de financement des entreprises autonomes

Ne disposant pour leur part pas de telles réserves de liquidités, les entreprises autonomes se financent le plus souvent au moyen de leur propres ressources, c'est-à-dire celles générées par leur excédent d'exploitation et qui ne sont pas redistribuées aux actionnaires ou aux associés après la clôture des comptes annuels. Entre 2007 et 2012, le financement interne a été privilégié par, en moyenne, près de 38 % des entreprises autonomes occupant au moins un employé (cf. graphique 3), tandis que d'autres – en moyenne 22,7 % au cours de cette même période – ont le plus souvent contracté des dettes commerciales. Le recours aux crédits bancaires est plus rare. Les crédits bancaires à long terme, en particulier, ont été le principal mode de financement de 12,4 % entreprises autonomes. Il faut toutefois souligner qu'ils concernent généralement des montants plus élevés que ceux obtenus par le biais des instruments de financement à court terme, qui sont essentiellement utilisés comme appoint par les entreprises en manque de liquidités, par exemple pour payer les salaires ou pour honorer d'autres dettes arrivant bientôt à échéance. Les crédits à long terme, bancaires ou non, servent quant à eux plus fréquemment à financer des actifs pérennes, comme du capital fixe, ou, éventuellement, à constituer un fonds de roulement dans le but de limiter les besoins de liquidités, et donc le recours à des instruments de financement à court terme. C'est également le cas des apports en capital réalisés après la phase de démarrage des activités de l'entreprise, et donc après les premières mises de fonds des actionnaires ou des associés. Ce mode de financement, qui englobe, entre autres, des investissements en capital social par des sociétés de *private equity* et de *venture capital* venant pallier une éventuelle insuffisance des fonds propres détenus par des particuliers, est néanmoins peu fréquent.

2. Déterminants des modes de financement des entreprises

Les données relatives aux entreprises autonomes présentées dans la section précédente laissent entrevoir une hiérarchie parmi les différents modes de financement utilisés par les entreprises ou, du moins, un recours privilégié à certains d'entre eux. La littérature économique consacrée à la structure de financement des entreprises peut apporter une explication à ce profil observé dans les données. Celle-ci est succinctement passée en revue dans les paragraphes qui suivent. Les choix en matière de financement des entreprises autonomes sont ensuite examinés à la lumière des données des comptes annuels, à l'aide d'un modèle économétrique.



Source: BNB (Centrale des bilans et calculs propres).

- (1) Un mode de financement est considéré comme le mode de financement principal d'une entreprise dès lors que le montant qu'elle a obtenu par ce biais est supérieur à ceux obtenus grâce aux autres modes de financement mentionnés dans le graphique. Les montants obtenus au moyen de chaque instrument sont déduits en calculant les différences des encours rapportés dans les rubriques correspondantes du passif des bilans de deux années consécutives.
- (2) Les années 2013 et 2014 n'ont pas été prises en compte dans le calcul des moyennes présentées dans ces deux graphiques. Ces années ont été caractérisées par des transferts d'une partie des bénéfices réinvestis et des réserves vers les « réserves de liquidation » intégrées aux capitaux propres dans le cadre de la période transitoire prévue par la loi-programme du 28 juin 2013, qui relève de 10 à 25 % le précompte mobilier sur les bonis de liquidation. Ces transferts affectent fortement les données relatives aux apports en capital pour 2013 et pour 2014, les rendant peu représentatives des transactions habituellement réalisées par les sociétés non financières.
- (3) Le financement interne englobe les bénéfices réinvestis et les montants affectés aux réserves.

2.1 Cadre théorique: hiérarchie des préférences et cycle de croissance financière

La hiérarchie des instruments de financement, qui ressort des données relatives aux entreprises autonomes, affiche une grande cohérence avec la théorie de la hiérarchie des préférences (pecking order theory) historiquement présentée par Myers (1984) et qui apporte des arguments en faveur d'un ordre de préférence des modes de financement des entreprises en se fondant sur la théorie de l'agence, les asymétries informationnelles et la théorie du signalement⁽¹⁾. Elle s'inscrit également particulièrement bien dans le cadre de la théorie du cycle de croissance

financière, qui postule que les modes de financement auxquels les entreprises ont accès varient en fonction de leur stade de développement. Ces deux modèles théoriques sont brièvement décrits ci-après.

2.1.1 Théorie de la hiérarchie des préférences

L'idée générale de la théorie de la hiérarchie des préférences est que, pour éviter de transférer et de diluer la

(1) L'élaboration de cette théorie a bénéficié des travaux menés par Jensen et Meckling (1976) sur la théorie de l'agence, par Myers et Majluf (1984) sur les asymétries informationnelles et par Ross (1977) sur la théorie du signalement. Développée à l'origine pour les entreprises cotées, elle est aussi bien documentée pour les petites et moyennes entreprises par de nombreux travaux internationaux (pour une revue de cette littérature, cf. Domenichelli (2008) et Watson, et Wilson (2002)).

propriété de l'entreprise, de divulguer des informations cruciales à un tiers, de rendre des comptes au marché ou de payer des coûts de transaction trop importants, les entreprises privilégient l'autofinancement. Si leurs besoins de financement d'investissements profitables dépassent les possibilités de recours au financement interne, elles optent pour le financement externe. Elles font alors appel en priorité à l'endettement (émission d'obligations ou, plus généralement, recours à l'emprunt) plutôt qu'à l'augmentation de capital, compte tenu du transfert éventuel de droits et du contenu informatif véhiculé par chacune des deux modalités, ainsi que des coûts de transaction.

Le recours préférentiel au financement interne résulte avant tout de la volonté des entrepreneurs (en particulier des propriétaires-dirigeants) de garder le contrôle de leur société. C'est la raison pour laquelle ils sont très réticents à accepter de nouveaux actionnaires et essaient de trouver les capitaux nécessaires à leurs activités par le biais du financement interne. Si celui-ci ne suffit pas, les gestionnaires choisiront plutôt des sources de financement qui n'impliquent aucune restriction en termes de contrôle : d'abord, la dette à court terme, pour laquelle aucune garantie n'est requise et aucune clause imposée, ensuite l'endettement à plus long terme, puis, enfin, l'émission d'actions.

On trouve dans la littérature économique des confirmations que la structure de propriété influe sur le type de financement (Mac an Bhaird et Lucey, 2010; Ferrando et Griesshaber, 2011). Lorsque les propriétaires de l'entreprise sont liés par des liens familiaux ou équivalents, ou s'il s'agit d'un propriétaire unique, la société opte moins souvent pour le financement externe et, en particulier, pour des fonds qui impliqueraient une perte de contrôle de l'entreprise. Les entreprises non liées à un groupe mobilisent également des instruments qui sont généralement plus flexibles, en s'efforçant d'éviter toute perte de contrôle.

Par ailleurs, le recours au financement interne se révèle moins coûteux qu'un endettement supplémentaire, qui est lui-même moins onéreux que l'émission de nouvelles actions. L'existence de coûts de transaction dont le montant varie selon la source de fonds utilisée explique aussi la hiérarchie dans les choix de financement des entreprises autonomes. En outre, ces coûts sont révélateurs de l'accès limité des PME aux marchés de capitaux, ce qui se traduit par un déficit de financement (*finance gap*) pour ces entreprises. Celui-ci peut être scindé en deux composantes : d'une part, un déficit d'offre (manque de fonds ou coûts trop élevés) et, d'autre part, un déficit de connaissances, les dirigeants de PME étant en général moins conscients de toutes les possibilités de financement externes et de

leurs caractéristiques (Sanchez-Vidal et Martin-Ugedo, 2005). Il en résulte que la principale source de financement à long terme est constituée des fonds internes et, au besoin, des crédits bancaires.

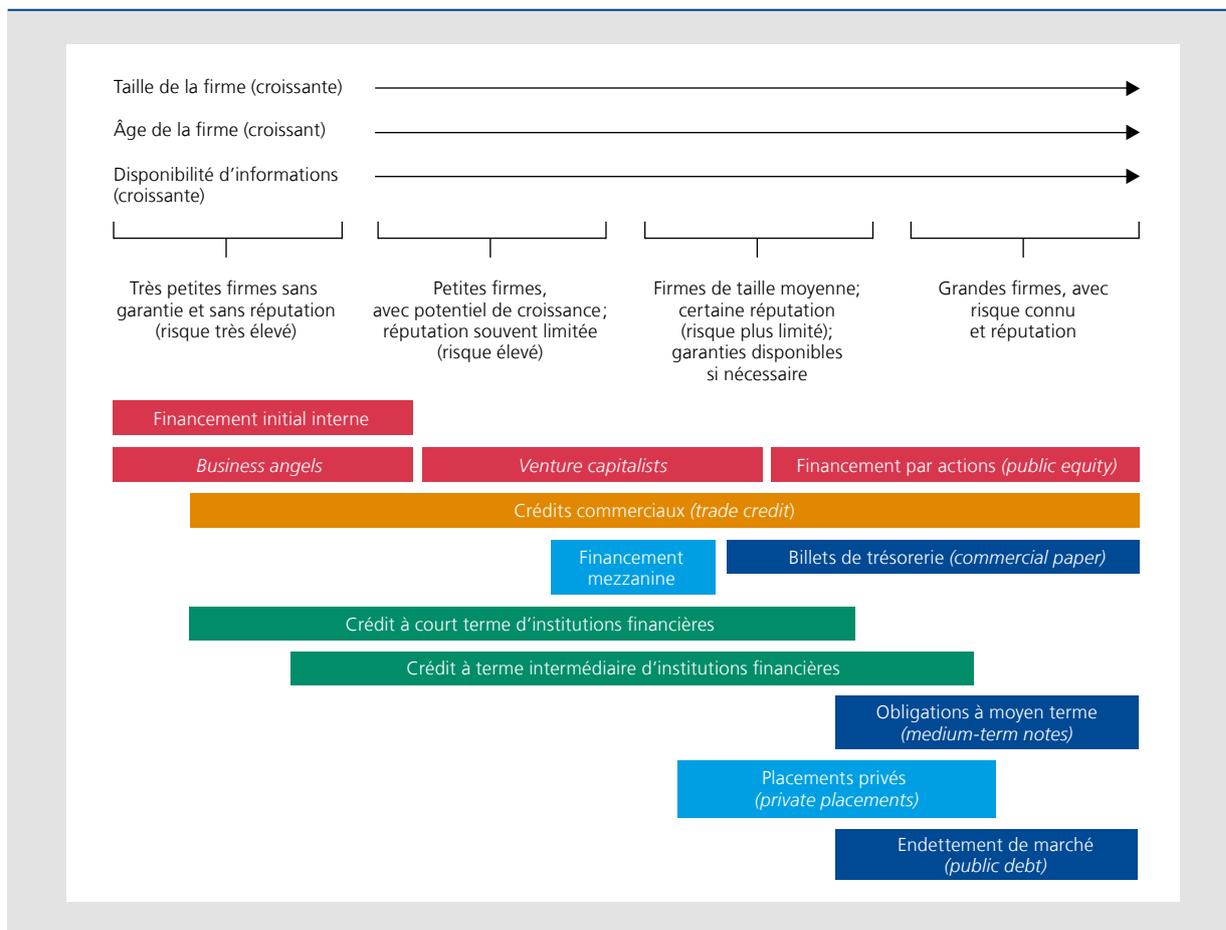
Selon la hiérarchie des préférences, l'endettement l'emporte sur l'augmentation de capital, non seulement en raison des coûts inférieurs qu'il occasionne, mais aussi parce que le recours à l'emprunt est perçu comme le signal d'une confiance du dirigeant dans la capacité de l'entreprise d'honorer ses dettes et d'éviter la faillite. Il est interprété par les marchés comme un signe positif et engendre une appréciation du cours boursier ou de la valeur de l'entreprise. A contrario, l'augmentation de capital provoque une baisse du cours de l'action ou de la valeur de l'entreprise car l'asymétrie informationnelle entre les managers, qui agissent dans l'intérêt des actionnaires présents (dans le cas des PME autonomes, ce sont souvent les mêmes personnes), et les investisseurs extérieurs implique que l'entreprise qui procède à une augmentation de capital doit s'acquitter d'une prime de risque suffisante pour attirer de nouveaux capitaux et pour couvrir les aléas liés au financement du projet industriel. Les nouvelles actions doivent dès lors être émises à un prix inférieur à leur valeur de marché. Dans le cas d'une émission d'obligations, cette prime est plus faible compte tenu du moindre risque pris par les investisseurs.

2.1.2 Théorie du cycle de croissance financière

D'autres facteurs peuvent également affecter le(s) mode(s) de financement privilégié(s) par une entreprise. Parmi les plus importants, on trouve son stade de développement, approché dans la suite de l'analyse par l'âge ou par la taille de l'entreprise, et sa croissance (approximée par la progression de l'emploi). Pour les prendre en considération, il convient de recourir à un autre cadre théorique, à savoir celui du cycle de croissance financière (*financial growth cycle*). Ce dernier se base sur les sources de financement auxquelles les entreprises ont accès à mesure qu'elles grandissent, que leur réputation s'améliore et qu'elles deviennent moins opaques sur le plan informationnel (cf. graphique 4). Ce paradigme prend donc en compte toute la vie d'une entreprise et englobe ses différents stades de développement. Il postule que la structure optimale de capital varie en fonction du cycle de vie de l'entreprise. Ce modèle a été mis au point par Berger et Udell (1998).

Les entreprises les plus petites et les plus jeunes, qui éprouvent de grandes difficultés pour convaincre les investisseurs ou les prêteurs de leur qualité (en raison d'une opacité informationnelle, d'un manque d'actifs à mettre en garantie, d'un manque de références et d'antécédents de crédit, etc.), tendent à se reposer sur le financement

GRAPHIQUE 4 CYCLE DE VIE DE L'ENTREPRISE ET SOURCES DE FINANCEMENT



Source : d'après Berger et Udell (1998).

Cette représentation schématique donne une idée générale des sources de financement importantes aux différents stades du cycle de croissance financière; les bornes de chaque moyen de financement ne doivent toutefois pas être interprétées comme étant absolues. Par exemple, de très grandes entreprises peuvent encore se financer par des emprunts bancaires ou par des placements privés.

initial apporté par l'entrepreneur lui-même, par sa famille ou par ses amis (Chavis *et al.*, 2011), sur les crédits commerciaux et, dans certains cas, sur les fonds investis par des *business angels*. Il s'agit le plus souvent de financements à court terme, ce qui offre aux bailleurs de fonds davantage de flexibilité pour mettre un terme aux contrats en cas de doute sur la viabilité du projet industriel. En effet, l'opacité informationnelle est plus forte pour les entreprises de petite taille et jeunes, ce qui rend les bailleurs de fonds réticents à leur octroyer des financements sur le long terme. Pour ce type de capitaux, les PME peuvent se tourner vers des opérateurs spécialisés en private equity.

Lorsque l'entreprise grandit et que sa réputation s'affirme, elle commence à avoir accès à des sources de financement intermédié (actions et endettement). À ce stade, le financement par du capital provenant de *venture capitalists* peut devenir une option mais, dans la plupart des cas, les fonds sont fournis par des banques ou par d'autres types

d'intermédiaires financiers. En particulier, les entreprises en forte croissance, dont les ressources internes ne suffisent pas à financer l'activité, ont proportionnellement plus recours à des financements externes, dont la nature dépendra bien entendu aussi de leur âge et de leur taille. Elles se financeront aussi à l'aide d'une plus large gamme d'instruments que les autres et constitueront notamment un public cible pour les *venture capitalists* attirés par des perspectives de rendement intéressantes. À mesure que les entreprises deviennent plus âgées et qu'elles grandissent, l'accumulation des bénéfices reportés peut aussi devenir une vaste source de financement (López-Gracia et Aybar-Arias (2000), notamment, montrent que les entreprises de plus grande taille ont un niveau d'autofinancement plus élevé), tout en fournissant une caution de leurs performances pour d'éventuels bailleurs de fonds. Par ailleurs, lorsque leur rentabilité est en hausse, les entreprises voient leur capacité de financement interne augmenter. Elles ont donc la possibilité de substituer de l'endettement

à long terme par de l'autofinancement, des dettes à court terme et des crédits commerciaux, ce qui leur permet de diminuer leur levier d'endettement et d'accroître la flexibilité de leurs financements.

Pour les entreprises les plus grandes, plus matures et dont la réputation est établie en termes d'antécédents de crédit ou d'autres formes de financement, la participation aux marchés de capitaux (actions et obligations) devient une option. Ces entreprises conservent en outre la possibilité de faire appel aux sources de financement également accessibles aux entreprises plus jeunes (à l'exception des *business angels* et du *venture capital*, qui sont des acteurs spécialisés dans les stades de développement précoces des entreprises) et peuvent donc diversifier davantage leurs financements.

Selon cette typologie, les entreprises qui se trouvent à un stade très précoce de leur développement (*start-ups*) ne peuvent donc généralement pas prétendre au financement bancaire. Ce n'est que lorsque leur activité est bien lancée et qu'elles ont acquis un certain niveau d'immobilisations corporelles que les sociétés peuvent avoir accès à de l'endettement externe, en particulier bancaire. Durant leur phase de croissance, les entreprises pourront successivement faire appel à des *business angels*, au *private equity*, au financement bancaire et à d'autres types de financement.

Enfin, d'autres facteurs influençant la structure de financement des entreprises, qui ne sont pas directement mentionnés dans les deux théories exposées brièvement ci-avant mais qui sont fréquemment répertoriés dans la littérature économique, constituent des variables d'intérêt. En premier lieu, la branche d'activité dans laquelle les firmes opèrent influence directement les financements auxquels elles ont accès. Dans les branches intensives en capital, les actifs immobilisés sont plus nombreux et peuvent servir de garantie pour l'obtention de financements à long terme, tels les crédits bancaires ou le leasing. En revanche, les branches exigeantes en fonds de roulement recourent davantage aux financements à court terme et basés sur les relations commerciales (Degryse *et al.*, 2012).

En second lieu, il convient de citer le cas particulier des entreprises innovantes, qui, pour les investisseurs, sont associées à un risque plus important et sont entachées d'une plus grande opacité informationnelle; elles sont de ce fait confrontées à de plus lourdes contraintes de financement. En outre, l'octroi de crédits à ces entreprises est également plus risqué, en raison de l'absence d'actifs à mettre en garantie. Dès lors, le recours au capital externe est plus onéreux, et elles optent en général plus souvent

pour l'autofinancement. Si elles ont besoin de fonds externes, elles peuvent s'adresser à des opérateurs spécialisés tels les *venture capitalists* ou les investisseurs en *private equity*, qui sont plus à même de gérer les risques liés aux asymétries informationnelles et aux aléas moraux (Cosh *et al.*, 2009). Les emprunts subsidiés ou garantis par une structure étatique représentent aussi une option pour elles.

2.2 Analyse empirique : choix des entreprises autonomes quant aux modes de financement

Les effets de ces différents déterminants sur les choix des entreprises belges quant aux modes de financement ont été mesurés sur la base d'une analyse économétrique des données disponibles auprès de la Centrale des bilans. La méthodologie adoptée à cet effet, qui repose sur l'estimation d'un modèle « logit multinomial », est décrite en détail dans l'annexe au présent article. En substance, l'approche suivie permet d'apprécier la mesure dans laquelle une caractéristique propre à une entreprise peut amener celle-ci à privilégier un mode de financement en particulier⁽¹⁾. Différentes caractéristiques ont été prises en compte dans le cadre de l'analyse, pour autant qu'elles soient quantifiables au moyen des informations disponibles dans les comptes annuels. Certaines des variables intégrées dans le modèle, à savoir l'âge des entreprises, leur taille et leur croissance, permettent de situer leur stade de développement, tandis que d'autres, notamment la rentabilité, la liquidité, la solvabilité ou la présence de garanties publiques pour une partie des dettes existantes, ont été incluses afin de prendre en considération les effets liés à la santé financière ainsi qu'à certains besoins spécifiques en matière de financement. C'est par exemple le cas du ratio de liquidité, qui peut refléter l'existence d'un besoin de financement à court terme. Dans le même ordre d'idées, les besoins de financement à long terme sont pris en compte au travers de variables binaires indiquant si, à un moment donné, une entreprise réalise des investissements en capital fixe ou en capital de connaissances (c'est-à-dire des dépenses en recherche et en développement, des acquisitions de brevets, de logiciels, etc.). La présence d'actifs pouvant être utilisés en garantie lors de la négociation d'un prêt est quant à elle approchée par l'importance du stock de capital fixe (les immobilisations corporelles) dans le total de l'actif.

Les résultats détaillés des estimations économétriques figurent également dans l'annexe. Le tableau 3 ci-après

(1) Comme dans la partie précédente (cf. graphique 3), on considère ici le mode de financement par le biais duquel l'entreprise a obtenu le plus gros financement au cours d'un même exercice comptable.

TABEAU 3 EFFETS ESTIMÉS DES DIFFÉRENTS FACTEURS SUR LES MODES DE FINANCEMENT AUXQUELS RECOURENT LES ENTREPRISES AUTONOMES

(ratios de risque relatif⁽¹⁾ par rapport à l'absence de financement, estimés au moyen d'un modèle « logit multinomial » sur la période 2007-2014)

	Financement interne	Crédit commercial	Crédit bancaire à court terme	Crédit bancaire à long terme	Crédit non bancaire	Apport en capital
Constante	4,269 ⁽²⁾	2,018 ⁽²⁾	0,521 ⁽²⁾	0,262 ⁽²⁾	0,129 ⁽²⁾	0,088 ⁽²⁾
Âge	0,991 ⁽²⁾	0,989 ⁽²⁾	0,994 ⁽²⁾	0,986 ⁽²⁾	0,988 ⁽²⁾	0,986 ⁽²⁾
Taille	1,247 ⁽²⁾	1,368 ⁽²⁾	1,429 ⁽²⁾	1,403 ⁽²⁾	1,382 ⁽²⁾	1,425 ⁽²⁾
Croissance	1,311 ⁽²⁾	1,330 ⁽²⁾	1,189 ⁽²⁾	1,422 ⁽²⁾	1,317 ⁽²⁾	1,320 ⁽²⁾
Rentabilité	1,003 ⁽²⁾	1,000	1,000	1,003 ⁽²⁾	1,000	1,000
Liquidité	1,000	1,000	0,974 ⁽²⁾	1,000	1,000	1,000
Solvabilité	1,000 ⁽²⁾	1,000	1,000	1,000	1,000	1,001
Stock de capital fixe	1,277 ⁽²⁾	1,190 ⁽²⁾	1,685 ⁽²⁾	4,027 ⁽²⁾	3,835 ⁽²⁾	1,331 ⁽²⁾
Garanties publiques	1,194 ⁽²⁾	1,151 ⁽²⁾	1,478 ⁽²⁾	1,356 ⁽²⁾	1,161	1,173
Investissements en capital fixe	2,215 ⁽²⁾	2,563 ⁽²⁾	1,923 ⁽²⁾	20,640 ⁽²⁾	7,166 ⁽²⁾	3,365 ⁽²⁾
Investissements en capital de connaissances	1,194 ⁽²⁾	1,540 ⁽²⁾	1,635 ⁽²⁾	1,818 ⁽²⁾	1,988 ⁽²⁾	1,786 ⁽²⁾

Source : BNB.

(1) Un ratio de risque relatif mesure l'effet de l'augmentation d'une unité d'une variable explicative sur la probabilité qu'une entreprise recoure à un mode de financement en particulier, exprimée par rapport à la probabilité qu'elle ne se finance pas, et ce toutes autres choses étant égales par ailleurs. Plus un ratio de risque relatif est supérieur aux autres ratios repris dans la même ligne du tableau, plus il est probable qu'une « entreprise-type » s'orientera davantage vers le mode de financement auquel il est associé lorsque la variable explicative concernée augmente, pour autant qu'il soit supérieur à 1 (si le ratio est inférieur à 1, la relation s'inverse; l'entreprise aura tendance à délaisser le mode de financement si la variable en question augmente). Par exemple, une entreprise qui investit en capital fixe multiplie par 20,64 ses chances de se financer à l'aide d'un crédit bancaire à long terme par rapport à celles de ne pas contracter de nouveaux engagements et par 9,32 (soit 20,64 divisé par 2,215) la probabilité qu'elle utilisera ce même mode de financement par rapport à celle de s'autofinancer. L'annexe au présent article fournit de plus amples détails sur la méthode économétrique appliquée, sur la définition des variables explicatives et sur la manière dont ces ratios sont calculés.

(2) Significatif à un niveau de 1 %.

reprend, de manière simplifiée, ceux obtenus pour les entreprises autonomes. Ils sont représentés sous la forme de ratios de risque relatif, qui mesurent l'effet des différentes variables explicatives sur le mode de financement principal auquel recourt une « entreprise-type ». Chacun de ces ratios s'interprète comparativement à ceux se rapportant à la même variable; plus un ratio de risque relatif est supérieur aux autres ratios, plus il est probable que l'entreprise s'orientera davantage vers le mode de financement auquel il est associé si la valeur de la variable en question augmente.

Les estimations obtenues pour les constantes du modèle, qui correspondent aux préférences d'une entreprise-type lorsque tous les autres déterminants potentiels demeurent inchangés, confirment les prédictions de la théorie de la hiérarchie des préférences évoquée plus haut, à savoir une très nette prédilection pour le financement interne et une certaine réticence à recourir aux financements externes, en particulier à ceux qui prennent la forme d'apports en capital. Plutôt que ces derniers, les entreprises privilégient généralement les crédits bancaires et, dans une moindre mesure, les crédits non bancaires.

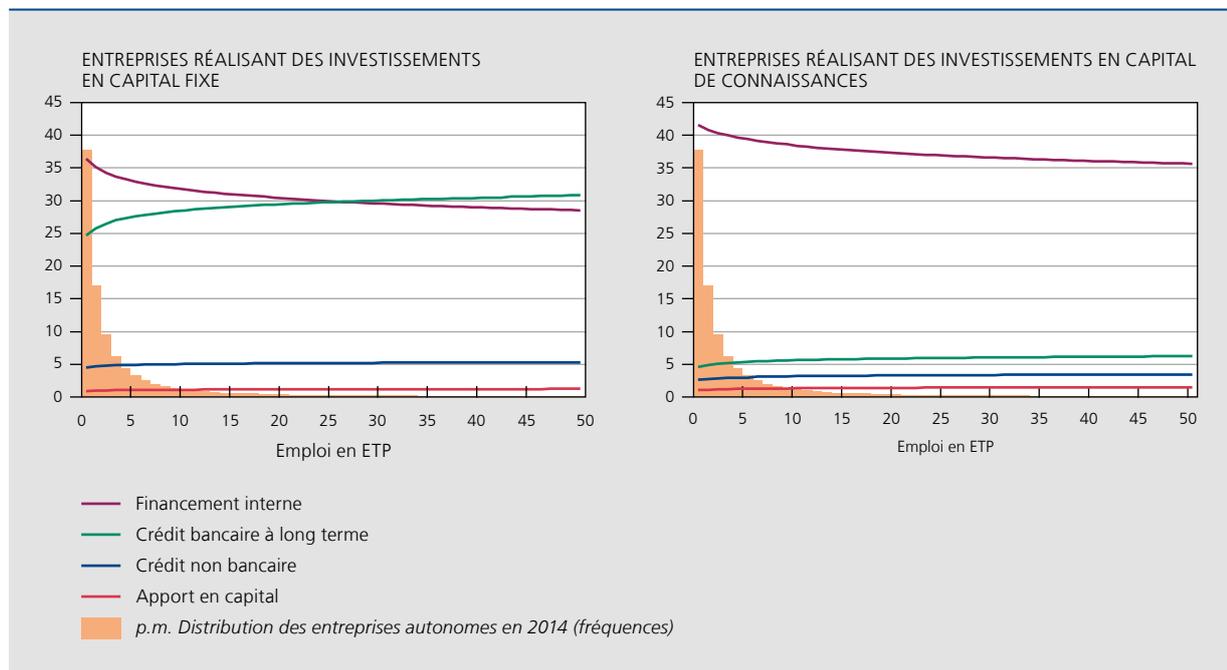
La théorie du cycle de croissance financière est aussi en grande partie confirmée par les résultats empiriques. Il

existe notamment bel et bien un lien significatif entre la taille des entreprises autonomes et la probabilité que celles-ci sollicitent des sources de financement externes, et plus particulièrement les crédits bancaires et les apports en capital. Lorsque les sociétés d'une taille relativement importante cherchent à élargir leurs capacités de production en investissant dans du capital fixe, elles affichent toutefois une nette préférence pour le premier de ces deux modes de financement. L'accès au crédit bancaire est cependant conditionné par une position financière suffisamment solide. L'obtention d'un crédit bancaire est en effet d'autant plus probable que la firme est rentable et qu'elle dispose d'un stock de capital fixe pouvant éventuellement être proposé en garantie lors de la négociation d'un emprunt. L'existence de garanties publiques facilite elle aussi l'obtention d'un prêt bancaire.

La relation entre la taille de l'entreprise et ses préférences en matière de mode de financement à long terme dans le cas spécifique des sociétés qui investissent dans du capital fixe est illustrée dans le volet gauche du graphique 5, qui montre notamment que les entreprises de plus petite taille, qui accèdent généralement plus difficilement au crédit bancaire, recourent plus fréquemment au financement interne lorsqu'elles procèdent à de tels investissements. La probabilité qu'une firme

GRAPHIQUE 5 PROBABILITÉS DE RECOURS AUX MODES DE FINANCEMENT À LONG TERME PAR LES ENTREPRISES AUTONOMES EN FONCTION DE LEUR TAILLE

(probabilités générées par le modèle économétrique pour une entreprise-type⁽¹⁾, sauf mention contraire)



Source : BNB (Centrale des bilans et calculs propres).

(1) Les valeurs des variables explicatives du modèle autres que l'emploi sont fixées aux médianes de l'échantillon.

bénéficie d'une injection de nouveaux capitaux, que ce soit au travers de placements privés ou en faisant appel aux marchés financiers, augmente légèrement à mesure qu'elle grandit, ce qui est conforme à la théorie du cycle de croissance financière. Cependant, les résultats empiriques suggèrent que le financement bancaire reste, de loin, le mode de financement externe le plus souvent privilégié par les entreprises autonomes, y compris par celles de grande taille. En outre, les firmes plus anciennes, dont les outils de production sont déjà en place et qui ont accumulé des bénéfices réinvestis tout au long de leur existence, requièrent moins de financement externe que celles créées plus récemment.

Les entreprises recourent beaucoup moins fréquemment aux crédits bancaires lorsqu'elles investissent dans du capital de connaissances, par exemple en réalisant des dépenses en recherche et en développement ou en acquérant des brevets existants (cf. volet droit du graphique 5). Pour ce type d'investissements, c'est le financement interne qui prédomine. Les résultats rapportés dans le tableau 3 font en outre état d'une relation significative entre les investissements en capital de connaissances et la probabilité qu'une entreprise s'oriente vers un crédit non bancaire pour se financer,

ce qui est cohérent avec l'intuition selon laquelle les entreprises innovantes présentent souvent, du point de vue d'un bailleur de fonds, un profil plus risqué en raison du caractère plus incertain de leur rentabilité future, mais aussi parce que les investissements incorporels – comme les dépenses en recherche et en développement – ne peuvent pas être utilisés en garantie dans le cadre d'un emprunt bancaire.

Les difficultés qu'éprouvent certains entrepreneurs pour offrir des garanties les amènent quelquefois à emprunter des fonds auprès d'amis ou de membres de leur famille. Ces emprunts constituent d'ailleurs une très grande partie des crédits non bancaires octroyés aux jeunes entreprises. Selon les données issues d'une enquête réalisée en 2014 par le SPF Économie, PME, Classes moyennes et Énergie (cf. tableau 4), 18,6 % des sociétés débutantes interrogées ont fait appel à cette source de financement, contre seulement 3,7 % des PME dont les activités avaient démarré plus de quatre ans auparavant. En outre, 8,5 % d'entre elles ont déclaré avoir contracté un emprunt subordonné, soit deux fois plus que le nombre de celles ayant bénéficié de l'intervention d'un *business angel* (4,1 % des firmes interrogées). Seules 1 % des entreprises débutantes

TABLEAU 4 ORIGINES DES FINANCEMENTS NON BANCAIRES DES PME

(pourcentages des entreprises interrogées ayant eu recours à un instrument de financement au cours des douze mois précédant l'enquête)

	Entreprises débutantes ⁽¹⁾	Entreprises non débutantes	
		Micro-entreprises ⁽²⁾	PME ⁽³⁾
Aucun	34,0	63,9	49,0
Financement interne	9,3	16,5	24,2
Capital social			
Apports en capital d'associés existants	35,1	8,1	5,2
<i>Business angels</i>	4,1	0,0	0,4
Capital à risque	1,0	0,0	0,2
<i>Crowdfunding</i>	0,0	0,0	0,2
Dettes			
Prêts d'amis ou de la famille	18,6	7,4	3,7
Avances d'associés	5,2	7,7	6,1
Financement intra-groupe	1,0	0,4	10,4
Leasing	7,2	2,1	14,4
Emprunts subordonnés	8,2	1,1	1,7
Crédits commerciaux			
Crédits fournisseurs	8,2	4,6	5,2
Affacturage	0,0	0,0	3,3
Autres	4,1	0,7	1,8
<i>p.m. Pourcentages d'entreprises ayant obtenu un crédit bancaire</i>	<i>23,1</i>	<i>27,0</i>	<i>48,9</i>

Sources: SPF Économie, PME, Classes moyennes et Énergie (enquête sur le financement des PME en 2014, conduite par l'Observatoire des PME) et calculs propres.

(1) Entreprises actives depuis moins de quatre ans.

(2) Entreprises occupant moins de dix employés et réalisant un chiffre d'affaires de moins de deux millions d'euros.

(3) Entreprises occupant plus de dix employés ou réalisant un chiffre d'affaires de deux millions d'euros ou plus.

ont obtenu des fonds sous la forme de capital à risque, tandis que l'usage du *crowdfunding* est encore anecdotique. Dans l'ensemble, les données de cette enquête confirment donc elles aussi que les PME belges se tournent plus fréquemment vers les crédits non bancaires que vers les apports en capital.

En résumé, au vu des statistiques et des résultats économétriques présentés plus haut, le recours des entreprises autonomes aux instruments de financement non bancaires s'avère relativement marginal. Cela peut en grande partie s'expliquer par des facteurs de demande. D'une part, les crédits bancaires répondent certainement aux besoins de bon nombre d'entreprises, qu'il s'agisse de les renflouer en liquidités ou d'accroître leur capacité de production par le biais d'investissements en capital fixe. D'autre part, les financements bancaires permettent aussi aux entrepreneurs de conserver le contrôle sur leur société. Cet aspect est certainement pertinent en Belgique, où le tissu économique se caractérise par la présence de nombreuses petites firmes, souvent

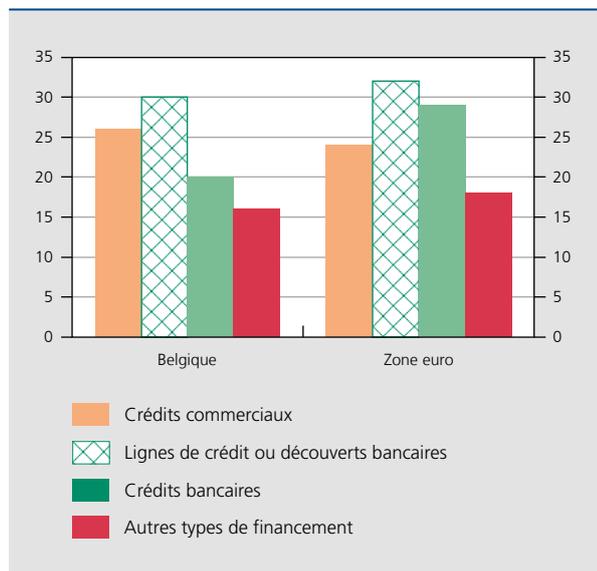
familiales et dont une très large majorité occupe moins de dix employés.

3. Offre de financements en Belgique

Au-delà des aspects liés à la demande évoqués dans la partie précédente, d'autres éléments, qui tiennent à des facteurs d'offre, pourraient contribuer à expliquer le faible degré d'utilisation des financements non bancaires par les entreprises belges. En particulier, deux d'entre eux pourraient éventuellement limiter l'offre de ce type de financements au sein de l'économie. D'une part, il pourrait s'agir d'une aversion pour le risque plus élevée de la part des secteurs institutionnels les plus susceptibles de les octroyer, comme les ménages et les sociétés financières spécialisées. D'autre part, il y a le fait que la disponibilité des capitaux ou des crédits que les entreprises peuvent obtenir auprès d'autres acteurs que les banques est tributaire du volume d'épargne que ces derniers parviennent à canaliser. Dès lors, si l'épargne

GRAPHIQUE 6 PART DES ENTREPRISES⁽¹⁾ AYANT RENCONTRÉ DES OBSTACLES DANS L'ACCÈS AUX DIFFÉRENTS TYPES DE FINANCEMENT

(pourcentages des répondants, moyennes des vagues 2010-2015)



Source : Enquête SAFE.

(1) Entreprises n'ayant pas sollicité par peur d'essayer un refus, ayant sollicité mais n'ayant reçu qu'une partie limitée du montant demandé, ayant renoncé en raison des coûts trop élevés, ou dont la demande a été refusée.

des ménages transite essentiellement par le canal bancaire, cela peut naturellement affecter l'offre émanant des autres sources de financement. Ces deux hypothèses sont examinées ci-après.

Les données tirées d'enquêtes tendent à invalider la première d'entre elles. Selon les résultats de l'enquête SAFE reproduits au graphique 6, seules 16 % des PME belges intéressées par un financement autre qu'un crédit bancaire ou commercial ont signalé s'être heurtées à un refus total ou partiel ou ne pas avoir sollicité celui-ci par crainte d'essayer un refus. Comparable à la moyenne des autres pays de la zone euro, ce pourcentage suggère que les PME ont plus aisément accès aux financements alternatifs qu'aux crédits bancaires à court et à long termes. Cette relative facilité d'accès s'explique peut-être par le fait qu'une partie des fonds concernés portent sur des prêts accordés aux entrepreneurs par certains de leurs proches (cf. supra).

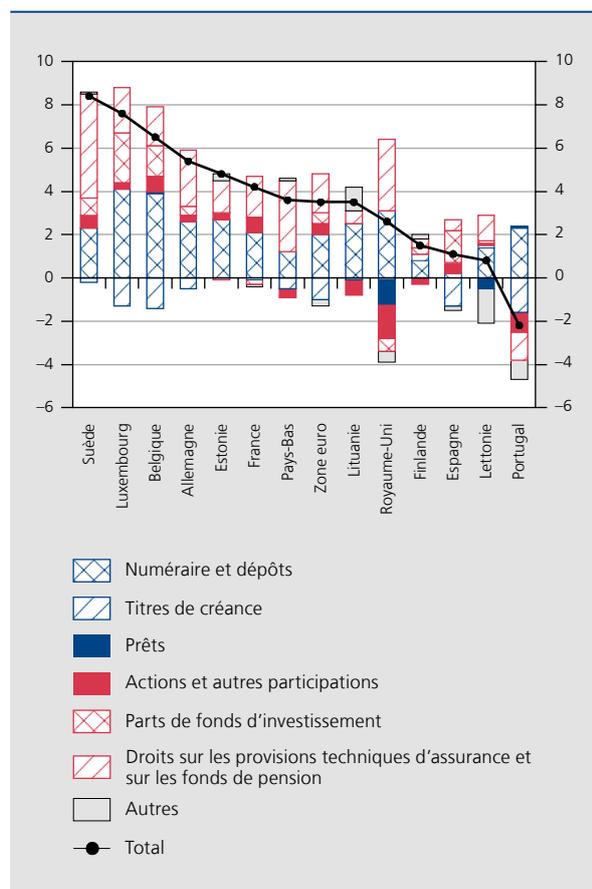
S'agissant de la deuxième hypothèse, la prépondérance du recours aux crédits bancaires, notamment par rapport aux instruments de marché, peut effectivement en partie être attribuée au fait que les institutions de crédit recueillent une très grande partie de l'épargne des ménages belges. Comme le montre le graphique 7, ces derniers dégagent globalement un volume d'épargne, exprimé en

pourcentage du PIB, plus important que dans la plupart des autres pays de l'Union européenne. Ils se singularisent toutefois par la forte proportion de leur épargne qui est déposée sur des comptes bancaires, qui contraste avec ce qu'on observe dans beaucoup d'autres pays européens. Au sein de ces derniers, une plus large part de l'épargne des ménages est placée dans des fonds d'investissement ou dans des fonds de pension.

L'ampleur des fonds ainsi introduits dans le circuit bancaire se reflète naturellement dans le volume des prêts octroyés aux entreprises résidentes par les institutions de crédit. En effet, abstraction faite des prises de participations croisées et des prêts interentreprises, ainsi que des autres engagements contractés avec des non-résidents, les crédits bancaires ont été le principal vecteur de financement des sociétés non financières, après les apports en capital des ménages, au cours des cinq dernières années, comme l'illustre le graphique 8. Les injections de capitaux propres auxquelles ont procédé les fondateurs des entreprises

GRAPHIQUE 7 ACQUISITIONS NETTES D'ACTIFS FINANCIERS PAR LES MÉNAGES

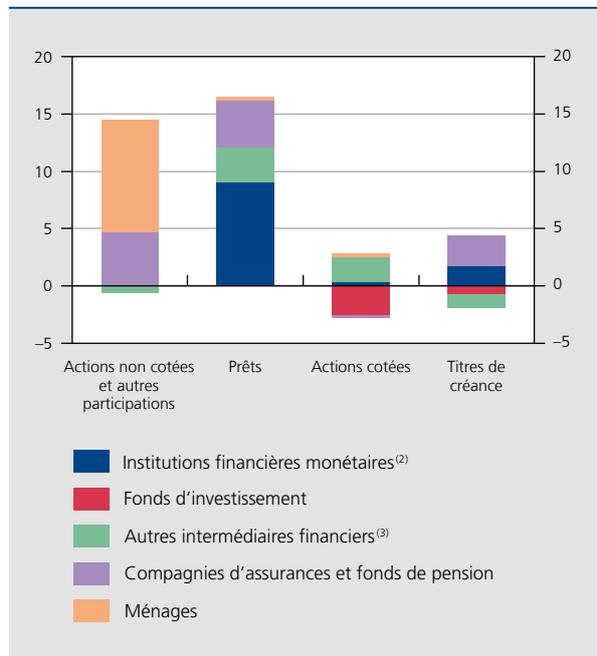
(cumul des transactions de 2011 à 2015, en pourcentage du PIB)



Source : CE.

GRAPHIQUE 8 NOUVEAUX ENGAGEMENTS FINANCIERS CONTRACTÉS PAR LES SOCIÉTÉS NON FINANCIÈRES BELGES AUPRÈS DES AUTRES SECTEURS PRIVÉS INTÉRIEURS⁽¹⁾

(transactions nettes sur la période 2011-2015, milliards d'euros)



Source : BNB (comptes financiers).

- (1) Les données figurant dans ce graphique excluent les transactions entre sociétés non financières et les fonds provenant des institutions financières captives, des prêteurs non institutionnels, des administrations publiques et du reste du monde.
 (2) Y compris les sociétés-écrans effectuant des opérations de titrisation.
 (3) Les « autres intermédiaires financiers » comprennent notamment les sociétés de bourse, les sociétés financières spécialisées (sicafis, pricafis, sociétés de *private equity* et de *venture capital*), les institutions financières (autres que bancaires) accordant des prêts, ainsi que diverses sociétés d'investissement.

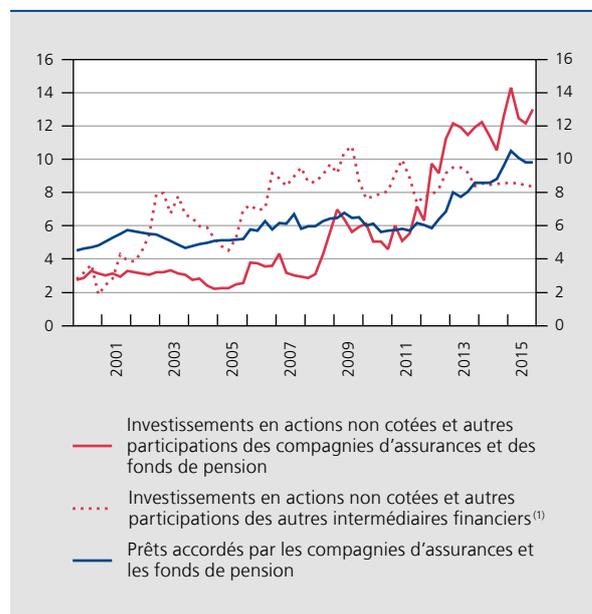
constituent bien entendu leur première source de financement au moment de leur création. Les montants des prêts des ménages aux entreprises, qu'ils proviennent des associés eux-mêmes ou d'autres particuliers, par exemple au travers du dispositif des *winwinleningen* (les prêts « *win-win* ») mis en place en Région flamande, sont quant à eux beaucoup plus restreints.

Les financements récoltés par les entreprises belges au moyen d'instruments de marché, à savoir les actions cotées et les titres de créance, ont eux aussi été assez limités au cours des cinq dernières années, notamment parce que des fonds d'investissement belges ont réduit une partie de leurs placements dans des sociétés résidentes.

En revanche, l'implication grandissante des compagnies d'assurances et des fonds de pension dans le financement des entreprises belges mérite d'être soulignée. Amorcée en 2011, cette évolution (représentée au graphique 9) est vraisemblablement liée à une réallocation d'une partie de

GRAPHIQUE 9 ENGAGEMENTS DES SOCIÉTÉS NON FINANCIÈRES VIS-À-VIS D'INSTITUTIONS FINANCIÈRES NON BANCAIRES

(encours en milliards d'euros)



Source : BNB (comptes financiers).

- (1) Les « autres intermédiaires financiers » comprennent notamment les sociétés de bourse, les sociétés financières spécialisées (sicafis, pricafis, sociétés de *private equity* et de *venture capital*), les institutions financières (autres que bancaires) accordant des prêts, ainsi que diverses sociétés d'investissement.

leurs actifs à la suite de la forte baisse des taux d'intérêt, qui a par ailleurs sensiblement affecté les rendements de leurs placements traditionnels en bons d'État ou en obligations d'entreprise. Dans ce contexte, les compagnies d'assurances ont accru leurs investissements sous la forme d'actions ou de participations dans des sociétés non financières, de même que leurs prêts à ces dernières. Elles ont ainsi contribué à la progression totale des prêts non bancaires octroyés aux entreprises belges. Bien que demeurant marginale en comparaison de l'encours des crédits bancaires, l'implication toujours plus vive des compagnies d'assurances dans le financement de l'économie réelle contraste avec la stagnation des investissements en actions et des autres participations des autres intermédiaires financiers, comme les sociétés de *private equity* et de *venture capital* et d'autres types de sociétés d'investissement, telles que les pricafis⁽¹⁾.

- (1) Les pricafis sont des organismes de placement collectif destinés à canaliser l'épargne des particuliers vers des investissements dans des sociétés non cotées.

4. Conclusion

De manière générale, les sociétés non financières se financent le plus souvent sur la base des ressources qu'elles parviennent à générer elles-mêmes grâce à leur excédent d'exploitation. Outre aux coûts liés au financement externe, qui sont plus élevés, entre autres, pour des raisons d'asymétrie informationnelle, cette préférence est vraisemblablement attribuable à la volonté des fondateurs des entreprises d'en conserver le contrôle. Si des fonds supplémentaires leur sont nécessaires, par exemple en cas de pénurie de liquidités ou lorsqu'elles sont amenées à réaliser d'importants investissements, les firmes peuvent faire appel à différentes sources de financement externes.

Les instruments auxquels elles ont effectivement recours dépendent non seulement de leurs coûts respectifs, déterminés par les conditions de marché, mais également de la nature de leurs besoins et de leurs caractéristiques propres. En particulier, les entreprises liées à un groupe, qu'il s'agisse de maisons mères ou de leurs filiales, disposent de quelques facilités. Certaines d'entre elles bénéficient notamment d'un accès à des réserves de liquidités communes à leur groupe, qui peuvent les aider à subvenir à leurs besoins en fonds de roulement. Le cas échéant, des injections de capitaux peuvent également être réalisées au travers de participations croisées, de manière à leur permettre de financer leurs activités sur le long terme.

La plupart des entreprises belges ne font toutefois pas partie d'un groupe et ne disposent donc pas de telles facilités de financement. Elles se tournent dès lors le plus souvent vers

le crédit bancaire lorsque leurs ressources internes ne leur permettent plus de couvrir leurs besoins en fonds de roulement ou de réaliser des investissements en capital fixe. Le crédit bancaire apparaît ainsi comme un élément essentiel au développement des capacités de production des entreprises et, partant, à l'élargissement du potentiel de croissance de l'économie. Son rôle dans le financement des immobilisations incorporelles reste cependant plus limité.

Les résultats empiriques présentés dans cet article suggèrent par ailleurs que les entreprises innovantes peuvent manifester un certain intérêt pour les crédits non bancaires, tels les emprunts subordonnés accordés par des particuliers ou par des sociétés financières spécialisées. Le financement de ces entreprises, souvent jeunes et non liées à un groupe, n'est toutefois pas dénué de risques. C'est vraisemblablement pour cette raison que beaucoup d'entrepreneurs sont tributaires des fonds que leur prêtent certains de leurs proches.

Le financement bancaire est par ailleurs fortement soutenu par la structure de l'épargne des ménages belges. Ces dernières années, la majeure partie de celle-ci a abouti sur des dépôts à vue et sur des comptes d'épargne, c'est-à-dire au passif du bilan des institutions financières monétaires. De ce fait, ce sont principalement ces dernières qui canalisent les moyens de financement générés par l'épargne des Belges vers des investissements productifs. Cela peut tendre à favoriser l'allocation des ressources vers des projets relativement sûrs, mais peut-être moins innovants, les banques prenant en compte le facteur de risque dans leur politique de prêts.

Annexe: Analyse économétrique des facteurs influençant les modes de financement des entreprises en Belgique

Modèle économétrique

Les effets des caractéristiques des entreprises belges sur l'usage qu'elles font des différents modes de financement ont été mesurés à l'aide d'un modèle « logit multinomial ». Il s'agit d'un modèle à choix discret qui comporte plusieurs équations, chacune d'entre elles ayant pour variable dépendante la probabilité qu'un individu ou, en l'occurrence, une entreprise opte pour un des choix qui lui sont offerts. Comme dans chaque modèle économétrique, cette variable dépendante peut être influencée par plusieurs variables explicatives, qui sont identiques pour chaque équation.

Dans le cas présent, il est implicitement supposé que les bénéfices qu'une entreprise i retire de l'utilisation d'un mode de financement j au cours d'une année t sont déterminés par une fonction linéaire de ses propres caractéristiques, regroupées dans un vecteur $X_{i,t} = [1, x_{i,t}^{(1)}, x_{i,t}^{(2)}, \dots, x_{i,t}^{(l)}, \dots, x_{i,t}^{(L)}]$, et par l'environnement macrofinancier au sein duquel elle évolue. Ce dernier est approché par une série de variables binaires (notées D_t) qui peuvent absorber, entre autres, les effets conjoncturels et les variations des coûts de financement. Moyennant ces hypothèses, les bénéfices liés au choix du mode de financement j peuvent être définis par l'équation :

$$\Pi_{i,j,t} = \beta_j' X_{i,t} + \gamma_j' D_t + \varepsilon_{i,j,t}$$

où $j = \{0, 1, \dots, J\}$ est l'un des J modes de financement considérés, $j = 0$ correspondant à l'absence du recours à de nouveaux financements au cours d'une année donnée. Le bénéfice que l'entreprise peut retirer d'un mode de financement en particulier ne s'entend pas au sens purement financier du terme. Il peut aussi englober d'autres aspects, tels ceux liés au maintien du contrôle des associés sur l'entreprise (qui peut être conservé avec un emprunt bancaire ou être en partie altéré par des apports en capital provenant de tiers), ou encore à la réponse qu'un instrument de financement peut apporter à certains besoins spécifiques.

On suppose également qu'une entreprise privilégie le mode de financement j par rapport au mode de financement k dès lors que le bénéfice qu'elle retire de la première de ces options est supérieur à celui de la deuxième, c'est-à-dire si $\Pi_{i,j,t} > \Pi_{i,k,t}$. La probabilité que l'entreprise i choisisse le mode de financement j est donc :

$$Prob(Y_{i,t} = j) = Prob(\Pi_{i,j,t} > \Pi_{i,k,t})$$

En supposant que les termes d'erreur ($\varepsilon_{(i,j,t)}$) suivent une distribution de Weibull et en normalisant les coefficients qui se rapportent à l'absence de financement à 0 ($\beta_0 = 0$), cette probabilité peut être formulée comme :

$$Prob(Y_{i,t} = j) = \frac{e^{\beta_j' X_{i,t} + \gamma_j' D_t}}{1 + \sum_{k=1}^J e^{\beta_k' X_{i,t} + \gamma_k' D_t}}$$

Spécifié de la sorte, le modèle, qui comporte en tout J équations, peut être estimé en recourant à la méthode du maximum de vraisemblance.

Les coefficients de ce modèle ne s'interprètent pas comme des élasticités, comme c'est notamment le cas d'un modèle linéaire standard estimé par la méthode des moindres carrés. Ils n'ont d'ailleurs aucune interprétation économique si on les considère de manière individuelle. En revanche, la comparaison des coefficients qui se rapportent à la même variable dans des équations différentes permet de déterminer dans quel sens la variable en question oriente le choix d'une entreprise vers tel ou tel mode de financement. Cela peut être démontré en revenant sur le modèle décrit ci-dessus, qui implique que :

$$\frac{Prob(Y_{i,t} = j)}{Prob(Y_{i,t} = k)} = e^{(\beta_j - \beta_k)' X_{i,t} + (\gamma_j - \gamma_k)' D_t} = e^{\sum_{l=1}^L (\beta_j^{(l)} - \beta_k^{(l)}) x_{i,t}^{(l)} + (\gamma_j - \gamma_k)}$$

ce qui, converti en logarithmes, donne:

$$\ln \left[\frac{\text{Prob}(Y_{i,t} = j)}{\text{Prob}(Y_{i,t} = k)} \right] = (\beta'_j - \beta'_k) X_{i,t} + (\gamma'_j - \gamma'_k) D_t = \sum_{l=1}^L (\beta_j^{(l)} - \beta_k^{(l)}) x_{i,t}^{(l)} + (\gamma_j^{(l)} - \gamma_k^{(l)})$$

Cette équation montre que le ratio de la probabilité du choix j par rapport à celle du choix k est une fonction positive de la différence entre les coefficients $\beta_j^{(l)}$ et $\beta_k^{(l)}$. Dès lors, une variable $x_{i,t}^{(l)}$ fera en sorte que l'entreprise orientera davantage son choix vers le mode de financement j plutôt que vers le mode de financement k si $\beta_j^{(l)} > \beta_k^{(l)}$.

Une autre façon d'évaluer l'impact des différentes variables du modèle sur l'orientation des choix de financement des entreprises consiste à calculer des ratios de risque relatif. Un ratio de risque relatif, qui mesure l'effet d'une augmentation d'une unité d'une variable en particulier sur la probabilité relative du choix j par rapport au choix k , est défini comme suit:

$$e^{(\beta_j^{(l)} - \beta_k^{(l)})} = \frac{e^{\beta_j^{(l)}}}{e^{\beta_k^{(l)}}}$$

Ce ratio signifie que, toutes autres choses étant égales par ailleurs, une entreprise aurait en moyenne $e^{\beta_j^{(l)}} / e^{\beta_k^{(l)}}$ fois plus de chances d'opter pour j plutôt que pour k si la variable $x_{i,t}^{(l)}$ augmentait d'une unité. Si les probabilités sont exprimées par rapport au choix de référence, en l'occurrence par rapport à la probabilité que l'entreprise ne se finance pas, le dénominateur est ramené à 1 (puisque $\beta_0^{(l)} = 0$), et le ratio de risque relatif est donc simplement $e^{\beta_j^{(l)}}$.

Définition des variables

La variable dépendante du modèle ne pouvant prendre qu'une valeur unique par observation, elle est définie sur la base du principal mode de financement auquel recourt chaque entreprise durant une même année. Cela signifie que si une entreprise utilise plusieurs modes de financement au cours d'un même exercice comptable, le mode de financement retenu pour définir la valeur prise par la variable dépendante du modèle ($Y_{i,t}$) est celui qui correspond au montant le plus élevé. Les montants liés à chaque mode de financement sont quant à eux déterminés en calculant les premières différences des valeurs des rubriques correspondantes du passif des bilans relatifs à deux exercices comptables successifs.

La variable dépendante incorpore en tout sept options différentes, à savoir le financement interne (qui correspond à la réaffectation des bénéfices des entreprises aux fonds propres, soit aux réserves, soit aux bénéfices reportés), les dettes commerciales, les crédits bancaires à court terme, les crédits bancaires à long terme⁽¹⁾, les crédits non bancaires⁽²⁾ (qui regroupent notamment les emprunts obligataires et subordonnés, les avances des associés et celles éventuellement reçues d'autres personnes), les apports en capital et, enfin, l'absence de financement, qui constitue en quelque sorte le choix par défaut ($j=0$). On considère qu'une entreprise ne se finance pas au cours d'une année donnée lorsque les rubriques du passif du bilan correspondant aux modes de financement précités n'augmentent pas par rapport à l'année précédente.

La liste des variables explicatives incluses dans le modèle est reprise dans le tableau A.1 ci-après. Les variables ont été sélectionnées de façon à pouvoir approcher au mieux les différents facteurs susceptibles d'influencer le choix des entreprises en matière de financement parmi ceux énumérés dans la deuxième partie du présent article. Dès lors, on retrouve, parmi ces variables, l'âge de l'entreprise, c'est-à-dire le nombre d'années écoulées depuis le début de ses activités, sa taille, mesurée par le nombre d'employés exprimé en équivalents temps plein, et sa croissance, approchée par celle du nombre de ses employés. Sa rentabilité est déterminée sur la base de la rentabilité nette des capitaux propres, tandis que le ratio de liquidité au sens strict et le rapport entre les capitaux propres et le total du bilan sont utilisés pour tenir compte de sa santé financière. L'intensité en capital, mesurée sur la base du rapport entre les immobilisations corporelles et le total des actifs, reflète, d'une part, un besoin de financement à long terme et, d'autre part, la disponibilité d'actifs qui pourraient, le cas échéant, servir de garantie lors de la négociation d'un emprunt. L'existence d'éventuelles garanties publiques sur les dettes existantes peut également faciliter l'obtention

(1) Les crédits bancaires à long terme englobent également les dettes de location-financement qui, dans les comptes annuels établis sur la base du schéma abrégé, ne sont pas dissociables des dettes contractées avec les établissements de crédit.

(2) Les crédits non bancaires à court et à long termes ont été regroupés en une seule catégorie. Trop peu d'entreprises autonomes utilisent les crédits non bancaires à court terme pour qu'il soit possible d'estimer une équation séparée pour cet instrument de financement dans le modèle « logit multinomial ».

d'un crédit, et elle est donc aussi prise en compte au moyen d'une variable binaire. Deux autres variables binaires sont incluses dans la spécification du modèle: la première pour signaler des investissements en capital fixe au cours d'une année, qu'on identifie par une augmentation des immobilisations corporelles, et la seconde pour indiquer si l'entreprise a investi dans son capital de connaissances. Ce dernier est défini par les immobilisations incorporelles, qui comprennent notamment la capitalisation des dépenses en recherche et en développement, les brevets et les logiciels acquis par l'entreprise, ainsi que le goodwill. Hormis les binaires relatives aux investissements en capital fixe et en capital de connaissances et à l'âge de l'entreprise, les variables explicatives sont retardées d'une période afin de prévenir d'éventuels problèmes d'endogénéité.

TABLEAU A.1 VARIABLES EXPLICATIVES PRISES EN COMPTE DANS LE MODÈLE « LOGIT MULTINOMIAL »

Variable explicative	Définition	Incluse avec un retard
Âge	Nombre d'années écoulées depuis le début des activités de l'entreprise	Non
Taille	Logarithme du nombre d'employés en équivalents temps plein majoré d'une unité	Oui
Croissance	Différence logarithmique du nombre d'employés en équivalents temps plein par rapport à l'année précédente	Oui
Rentabilité	Rentabilité nette des capitaux propres après impôts (bénéfices de l'exercice divisés par les capitaux propres)	Oui
Liquidité	Liquidité au sens strict (somme des créances à un an au plus, des placements de trésorerie et des valeurs disponibles, divisée par les dettes à un an au plus)	Oui
Solvabilité	Rapport entre les capitaux propres et le total du bilan	Oui
Stock de capital fixe	Rapport entre les immobilisations corporelles et le total du bilan	Oui
Garanties publiques	Variable binaire indiquant si une partie des dettes de l'entreprise bénéficie d'une garantie des pouvoirs publics belges	Oui
Investissements en capital fixe	Variable binaire indiquant si l'entreprise a investi dans des immobilisations corporelles	Non
Investissements en capital de connaissances	Variable binaire indiquant si l'entreprise a investi dans des immobilisations incorporelles	Non

Source : BNB.

Échantillon et résultats des estimations

Les paramètres du modèle ont été estimés séparément pour les trois catégories d'entreprises considérées dans le cadre de cet article, à savoir les maisons mères, les filiales et les entreprises autonomes. Afin de pouvoir inclure les variables relatives à la taille et à la croissance des entreprises, qui sont toutes deux approchées sur la base du nombre d'employés exprimé en équivalents temps plein, les régressions ont été effectuées sur un échantillon constant d'entreprises ayant occupé au moins un employé au cours de la période examinée, soit 2005-2014. Cette restriction exclut dès lors les entreprises n'ayant pas eu d'activité économique significative au cours de cette période, de même que celles qui n'ont eu qu'une existence éphémère. Par ailleurs, le calcul de la croissance de l'emploi et le retard imposé à cette même variable donnent lieu à une perte de deux années par rapport à la période initialement couverte par les données, limitant ainsi la période d'estimation à 2007-2014. Enfin, comme cela est aussi le cas pour les statistiques décrites dans l'article, les entreprises qui ne sont pas comprises dans la définition usuelle du secteur des sociétés non financières, notamment celles actives dans les services financiers, l'administration publique et l'enseignement, ne sont pas prises en compte dans la population étudiée.

Au final, l'échantillon des maisons mères sélectionné sur la base de ces critères comprend 5 503 entreprises, celui des filiales 19 345 et celui des entreprises autonomes 74 283. Les paramètres estimés pour les trois modèles, correspondant chacun à une de ces catégories d'entreprises, sont repris au tableau A.2. Ces paramètres sont exprimés sous la forme de ratios de risque relatif par rapport à la probabilité de non-financement.

TABLEAU A.2 RÉSULTATS DES ESTIMATIONS DU MODÈLE « LOGIT MULTINOMIAL » POUR CHAQUE CATÉGORIE D'ENTREPRISES

(estimations par maximum de vraisemblance pour la période 2007-2014; ratios de risque relatif par rapport à l'absence de financement)

	Financement interne	Dette commerciale	Crédit bancaire à court terme	Crédit bancaire à long terme	Crédit non bancaire	Apport en capital
Variable dépendante: modes de financement utilisés par les maisons mères						
Constante	7,461***	2,562***	0,729***	0,605***	0,373***	0,283***
Âge	0,993***	0,991***	0,998	0,988***	0,997	0,986***
Taille	1,044***	1,174***	1,194***	1,022	1,247***	1,179***
Croissance	1,358***	1,293***	1,275***	1,424***	1,081	1,432***
Rentabilité	0,999	1,001	1,001	0,999	1,077***	0,996
Liquidité	1,000	1,000	0,994***	0,987***	0,990***	1,000
Solvabilité	1,000	1,000	1,000	1,002	0,993***	1,006
Stock de capital fixe	1,210**	1,121	2,354***	5,276***	2,034***	1,685***
Garanties publiques	0,969	0,946	1,036	1,292	0,956	1,331
Investissements en capital fixe	1,941***	2,206***	2,279***	11,23***	3,197***	3,026***
Investissements en capital de connaissances	1,169*	1,551***	1,477***	1,763***	1,659***	1,809***
Variables binaires						
2008	0,752***	0,796**	0,866	0,798***	0,870	0,787*
2009	0,639***	0,690***	0,757***	0,683***	0,799**	0,660***
2010	0,663***	0,831**	0,798**	0,629***	0,785**	0,696**
2011	0,65***	0,879	0,763***	0,645***	0,728***	0,772*
2012	0,718***	0,806**	0,807**	0,712***	0,745**	0,726**
2013	0,571***	0,742***	0,729***	0,629***	0,742***	2,451***
2014	0,621***	0,720***	0,684***	0,612***	0,844	2,509***
Nombre d'observations: 43 976						
Pseudo-R ² : 0,0434						
Variable dépendante: modes de financement utilisés par les filiales						
Constante	5,162***	3,035***	0,615***	0,316***	0,180***	0,154***
Âge	0,998***	0,995***	1,000	0,995***	0,996***	0,989***
Taille	1,087***	1,114***	1,159***	1,057***	1,350***	1,310***
Croissance	1,321***	1,432***	1,467***	1,471***	1,134**	1,424***
Rentabilité	1,037***	1,037***	0,999	1,018	1,001	0,998*
Liquidité	1,000	1,000	0,972***	1,000	1,000	1,000
Solvabilité	1,000	1,000	1,003	1,008	1,000	1,000
Stock de capital fixe	1,343***	1,161***	1,835***	6,391***	3,611***	1,753***
Garanties publiques	1,353***	1,568***	2,068***	2,057***	1,422**	2,156***
Investissements en capital fixe	1,827***	2,302***	2,032***	12,34***	3,125***	2,660***
Investissements en capital de connaissances	1,112***	1,421***	1,706***	1,630***	1,835***	2,529***
Variables binaires						
2008	0,770***	0,716***	0,947	0,811***	0,855**	0,686***
2009	0,557***	0,505***	0,648***	0,605***	0,643***	0,581***
2010	0,669***	0,797***	0,800***	0,663***	0,690***	0,668***
2011	0,627***	0,753***	0,787***	0,659***	0,746***	0,622***
2012	0,550***	0,588***	0,708***	0,593***	0,671***	0,576***
2013	0,531***	0,601***	0,668***	0,603***	0,609***	0,813***
2014	0,570***	0,625***	0,684***	0,611***	0,655***	0,719***
Nombre d'observations: 154 465						
Pseudo-R ² : 0,0367						

Source: BNB.

(1) Note: les signes « * », « ** » et « *** » indiquent des niveaux de significativité de, respectivement, 10, 5 et 1 %.

TABLEAU A.2 RÉSULTATS DES ESTIMATIONS DU MODÈLE « LOGIT MULTINOMIAL » POUR CHAQUE CATÉGORIE D'ENTREPRISES (suite)
(estimations par maximum de vraisemblance pour la période 2007-2014; ratios de risque relatif par rapport à l'absence de financement)

	Financement interne	Dette commerciale	Crédit bancaire à court terme	Crédit bancaire à long terme	Crédit non bancaire	Apport en capital
Variable dépendante: modes de financement utilisés par les entreprises autonomes						
Constante	4,269***	2,018***	0,521***	0,262***	0,129***	0,088***
Âge	0,991***	0,989***	0,994***	0,986***	0,988***	0,986***
Taille	1,247***	1,368***	1,429***	1,403***	1,382***	1,425***
Croissance	1,311***	1,330***	1,189***	1,422***	1,317***	1,320***
Rentabilité	1,003***	1,000	1,000	1,003***	1,000	1,000
Liquidité	1,000	1,000	0,974***	1,000*	1,000	1,000
Solvabilité	1,000***	1,000	1,000	1,000*	1,000	1,001
Stock de capital fixe	1,277***	1,190***	1,685***	4,027***	3,835***	1,331***
Garanties publiques	1,194***	1,151***	1,478***	1,356***	1,161**	1,173*
Investissements en capital fixe	2,215***	2,563***	1,923***	20,64***	7,166***	3,365***
Investissements en capital de connaissances	1,194***	1,540***	1,635***	1,818***	1,988***	1,786***
Variables binaires						
2008	0,834***	0,885***	1,014	0,893***	0,910***	0,792***
2009	0,708***	0,750***	0,879***	0,720***	0,738***	0,711***
2010	0,757***	0,907***	0,893***	0,761***	0,799***	0,689***
2011	0,715***	0,933***	0,837***	0,740***	0,738***	0,709***
2012	0,725***	0,758***	0,839***	0,666***	0,681***	0,575***
2013	0,589***	0,743***	0,760***	0,595***	0,626***	5,286***
2014	0,709***	0,756***	0,744***	0,640***	0,678***	4,650***

Nombre d'observations: 592 723

Pseudo-R²: 0,0584

Source: BNB.

(1) Note: les signes «*», «**» et «***» indiquent des niveaux de significativité de, respectivement, 10, 5 et 1%.

Bibliographie

Berger A.N. et G.F. Udell (1998), «The Economics of Small Business Finance: The Roles of Private Equity and Debt Markets in Financial Growth Cycle», *Journal of Banking & Finance*, 22, 613-673.

Burggraeve K., Ph. Jeanfils, K. Van Cauter et L. Van Meensel (2008), «Impact macroéconomique et budgétaire de la déduction fiscale pour capital à risque», BNB, *Revue économique*, septembre, 7-49.

Chavis L.W., L.F. Klapper et I. Love (2011), «The impact of the business environment on young firm financing», *The World Bank Economic Review*, 25 (3), 486-507.

Cosh A., D. Coming et A. Hughes (2009), «Outside Entrepreneurial Capital», *The Economic Journal*, 119, 1494-1533.

Degryse H., P. de Goeij et P. Kappert (2012), «The impact of firm and industry characteristics on small firms' capital structure», *Small Business Economics*, 38 (4), 431-447.

Domenichelli O. (2008), «The pecking order theory in the context of small and medium-sized enterprises: a note», *Rivista piccolo impresa/Small business*, 2, 61-71.

Ferrando A. et N. Griesshaber (2011), *Financing obstacles among euro area firms: Who suffers the most?*, ECB, Working Paper 1293.

Jensen M.C. et W.H. Meckling (1976), «Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure», *Journal of Financial Management*, 3 (4), 323-329.

López-Gracia J. et C. Aybar-Arias (2000), «An Empirical Approach to the Financial Behaviour of Small and Medium Sized Companies», *Small Business Economics*, 14 (1), 55-63.

Mac an Bhaird C. et B. Lucey (2010), «Determinants of capital structure in Irish SMEs», *Small Business Economics*, 35 (3), 357-375.

Myers S.C. (1984), «The Capital Structure Puzzle», *Journal of Finance*, 39 (3), 575-592.

Myers S.C. et N.S. Majluf (1984), «Corporate Financing and Investment Decisions When Firms Have Information That Investors Do Not Have», *Journal of Financial Economics*, 13, 187-221.

Ross S.A. (1977), «The Determination of Financial Structure: The Incentive-Signalling Approach», *The Bell Journal of Economics*, 8, 23-40.

Sánchez-Vidal J. et J.F. Martín-Ugedo (2005), «Financing Preferences of Spanish Firms: Evidence on the Pecking Order Theory», *Review of Quantitative Finance and Accounting*, 25, 341-355.

Watson R. et N. Wilson (2002), «Small and Medium Size Enterprise Financing: A Note on Some of the Empirical Implications of a Pecking Order», *Journal of Business Finance & Accounting*, 29 (3/4), 557-578.