



Université de Li ge
Faculté d'Economie, de Gestion et de Sciences Sociales
Service d'Informatique de Gestion

Web-Site : <http://www.sig.egss.ulg.ac.be/>

"Chaire PME 1995" du Crédit Professionnel

*Etude longitudinale des relations
entre la structure financière, la stratégie
d'investissement, le taux de valeur ajoutée et la santé
 conomique des Petites et Moyennes Entreprises belges
  caractère industriel*

par
D. Van Caillie,

*Chef de Travaux, Maître de Conférences, ULg
Professeur Invité, HEC Li ge*

Mai 1997

Cahier de Recherche 9701

Adresse de contact :

Boulevard du Rectorat, 7 - B 31 - Bte 53 - 4000 Li ge (Belgique)

Téléphone : (00 32) (0) 4 366 31 04 - Fax : (00 32) (0) 4 366 28 21 - E-Mail : D.VanCaillie@ulg.ac.be

Remerciements

Une recherche aussi vaste et aussi longue que celle conduite dans le cadre de la "Chaire PME 1995" du Crédit Professionnel et présentée dans le présent document ne pourrait pas être menée à bien sans de multiples soutiens.

Qu'il me soit permis dès lors de remercier très sincèrement et très chaleureusement :

- l'ensemble de l'équipe dirigeante du Crédit Professionnel, et plus particulièrement *Monsieur T. Faut*, son Président, *Monsieur W. Rogiers*, son Administrateur-Directeur, et *Madame C. Carnier*, sa Responsable Marketing, pour avoir eu l'heureuse initiative de promouvoir, de financer et de coordonner un projet de recherche scientifique d'une telle envergure et pour nous avoir continuellement soutenu dans l'accomplissement de cette longue aventure ;
- l'ensemble des membres du Comité d'Accompagnement de la "Chaire PME 1995", dont les suggestions pertinentes et le suivi attentif ont permis d'enrichir considérablement la présente recherche ;
- Monsieur le Doyen *L. Bragard*, qui nous a toujours encouragé à mener à bien ce défi dans un monde de Petites et Moyennes Industries qu'il connaît particulièrement bien ;
- Et surtout, je tiens à remercier mes fidèles et patients collaborateurs, Mesdames *C. Lambrecht* et *S. Denis*, et Monsieur *F. Nlemvo*, qui ont accompli un labeur parfois ingrat et toujours volumineux en des délais que j'ai souvent eu tendance à raccourcir pour pouvoir encore étudier l'un ou l'autre aspect supplémentaire de la très vaste recherche que nous menions de concert : cette recherche restera pour nous tous un excellent souvenir de travail et de convivialité.

Didier Van Caillie

Introduction

Pour assurer sa mission, toute entreprise, qu'elle soit industrielle, commerciale ou de services, se doit d'acquiescer un ensemble de moyens de production : *l'investissement* apparaît en ce sens l'élément moteur indispensable à l'exercice de l'activité de l'entreprise.

Tout investissement doit toutefois être financé : en termes financiers, tout emploi de fonds doit être couvert par des ressources monétaires, qu'elles soient internes à l'entreprise (apport des actionnaires et autofinancement par les résultats passés) ou externes à celle-ci (prêts de partenaires extérieurs, qu'ils soient banquiers, fournisseurs, Pouvoirs Publics ou autres).

Par ailleurs, cet investissement, une fois rendu opérationnel, génère un flux d'activités qui se matérialise en un cycle d'exploitation. Ce cycle d'exploitation engendre à son tour des actifs à financer (créances commerciales et stocks) et procure des sources de financement externes à l'entreprise (délais de paiement accordés par les fournisseurs).

Le choix d'une *structure financière*, à savoir le choix d'un niveau d'équilibre entre ressources monétaires de financement internes à l'entreprise et ressources monétaires de financement externes à celle-ci, apparaît dès lors, de par son lien extrême avec le concept d'investissement et ses dérivés, comme un élément moteur indispensable à l'exercice de l'activité de toute entreprise.

La réflexion académique relative au choix d'une structure financière connaît historiquement 3 approches majeures :

- L'approche classique se base sur le concept comptable d'effet de levier financier. Elle postule l'existence d'un point neutre de rentabilité de l'entreprise, qui permet de définir deux zones : l'une dans laquelle l'endettement présente un avantage croissant pour l'actionnaire (effet de levier financier positif) et l'autre dans laquelle l'endettement présente un désavantage croissant pour l'actionnaire. Basée sur des considérations essentiellement empiriques, cette approche fut souvent critiquée pour son caractère excessivement comptable et son manque de fondement théorique (Cobbaut, 1992).
- L'approche néo-classique, naît de l'article fondamental de Modigliani et Miller, publié en 1958 dans l'*American Economic Review*, "*The cost of capital, corporation finance and the theory of investment*". Cette construction théorique rigoureuse et logique postule, dans les hypothèses limitatives qui caractérisent un marché financier parfait¹ :
 - dans un monde sans impôts, que la valeur de marché de toute firme est indépendante de la structure de son passif (la répartition entre fonds propres et dettes) ; il n'existe donc pas dans ce contexte limitatif de répartition optimale entre dettes et fonds propres ;
 - dans un monde avec impôts, que la valeur de l'entreprise endettée est supérieure à celle de l'entreprise sans dette, le supplément de valeur de l'entreprise endettée étant égal à la somme actualisée de l'économie fiscale due à la déductibilité des intérêts de la dette ; dans ce contexte limitatif, l'objectif néo-classique de maximisation de la valeur de l'entreprise la conduit à s'endetter au maximum.

¹ A savoir l'existence d'un même taux d'intérêt sans risque accessible à la fois aux entreprises et aux individus, l'existence d'une classe de risque homogène pour toutes les entreprises, l'absence de coûts de faillite et l'intégration immédiate par le marché de toutes les informations relatives aux entreprises.

Rapidement, ce théorème, dit "de neutralité de la structure financière", fait l'objet de nombreuses controverses, en raison notamment du décalage qui apparaît entre les implications théoriques de ce théorème et l'importance accordée en pratique au choix d'une structure financière adéquate pour l'entreprise. Dès lors, de nombreux auteurs ² s'attachent à lever tour à tour les hypothèses qui caractérisent un marché financier parfait et à analyser l'influence de facteurs aussi importants que l'existence d'une fiscalité non homogène pour les individus et les entreprises ou l'incidence des coûts de faillite sur le choix d'une structure financière optimale.

- Enfin, une troisième approche, multiforme, connue aujourd'hui sous le nom de "théorie moderne de la firme", naît au milieu des années '70 de la remise en cause de paradigmes économiques et financiers aussi fondamentaux que l'information pure et parfaite de tous les acteurs économiques ou que l'unicité de l'objectif de chaque agent économique rationnel.

Les principaux courants ³ qui apparaissent à ce stade dans la littérature scientifique et qui envisagent explicitement la problématique du choix d'une structure financière sont :

- *L'approche par la "Théorie du Signal"* : le niveau d'endettement est considéré comme un signal donné par les gestionnaires de la firme quant à la qualité de l'entreprise et à la valeur de ses projets futurs (Ross, 1977) ⁴.
- *L'approche par la "Théorie de l'Agence"* : en 1976, Jensen et Meckling intègrent à la réflexion académique relative à la théorie de la firme la prise en compte de la multiplicité des objectifs et attentes potentiellement conflictuels des partenaires de l'entreprise (essentiellement les propriétaires, les dirigeants et les prêteurs); transposée au problème du choix d'une structure financière, cette théorie postule l'existence, parmi les dirigeants de l'entreprise, d'intérêts qui leur sont propres et qui les amènent à adopter un comportement différent de celui qu'ils auraient eu s'ils étaient les seuls propriétaires de l'entreprise.
- *L'approche par la "Pecking Order Theory"* : dans un troisième temps, et quasi parallèlement au développement de la *Théorie de l'Agence*, Myers (1977), puis Myers et Majluf (1984) initient un troisième courant de recherche contemporain, qui prend en compte de façon explicite les conflits d'intérêts entre bailleurs de fonds de l'entreprise et l'existence d'une information différenciée parmi ces bailleurs de fonds (les dirigeants étant généralement mieux informés que les actionnaires de l'entreprise et ceux-ci étant eux-mêmes mieux informés que les autres bailleurs de fonds). Ce courant de recherche débouche sur la mise en évidence d'un ordre de préférence naturel parmi les modes de financement de l'entreprise (une *Pecking Order Theory*) : selon cette théorie, les entreprises préfèrent autofinancer leurs investissements, les financent à défaut

² Des extensions de l'approche de Modigliani et Miller (voir les synthèses de Jensen et Smith (1984), Dubois (1987) et Harris et Raviv (1991)), incorporant d'autres variables telles que les taxes, les coûts de faillite, les coûts d'agence, les coûts de transaction et des variables tenant compte de l'asymétrie de l'information, infirment le résultat - *il est vrai dans un univers parfait* - de Modigliani et Miller.

³ Nous présentons ces 3 courants en parallèle, car ils nous paraissent ressortir de 3 visions différentes de la signification économique de la structure financière d'une entreprise. Certains auteurs (tels que Hirigoyen et Jobard, 1989) préfèrent faire de la "Théorie de l'Agence" une théorie maîtresse, dont découlent tant la "Théorie du Signal" que la "Pecking Order Theory".

⁴ Certaines variantes (Leland, Pyle, 1977) affinent cette approche en y intégrant le concept économique traditionnel de l'aversion pour le risque, censé caractériser le comportement des gestionnaires de la firme.

par endettement et n'utilisent qu'exceptionnellement le recours à une augmentation de capital (et donc à une émission d'actions et à une dilution du pouvoir de propriété de l'entreprise).

L'examen des hypothèses théoriques sous-jacentes relatives à l'ensemble de ces approches académiques laisse toutefois apparaître deux faits majeurs :

- le maintien de l'hypothèse d'un objectif économique global, constant à tout instant, de maximisation de la valeur de l'entreprise, même si cette maximisation se réalise sous contrainte lorsque des divergences apparaissent entre les intérêts des différents partenaires de l'entreprise (actionnaires, gestionnaires et prêteurs pour l'essentiel) ;
- le maintien de l'hypothèse de séparation des pouvoirs de gestion et de propriété au sein de l'entreprise, dû au fait que l'essentiel de la recherche académique en matière financière prend pour objet d'étude la grande entreprise, généralement cotée en Bourse ⁵.

Or, il ressort clairement des recherches théoriques relatives au comportement des Petites ou Moyennes Entreprises ⁶ que ni l'une, ni l'autre de ces hypothèses ne peuvent être généralement maintenues lorsque l'objet de l'analyse est une Petite ou Moyenne Entreprise (GREPME, 1995), puisque :

- l'objectif de maximisation à tout instant de la valeur de l'entreprise se voit fréquemment préférer un objectif de pérennité et de survie à long terme, souvent accompagné, au sein des entreprises familiales, d'un objectif de maintien de l'indépendance de l'entreprise à l'égard de ses partenaires extérieurs (actionnaires extérieurs ou prêteurs) ;
- l'hypothèse de séparation des pouvoirs de propriété et de gestion de l'entreprise n'est guère compatible avec la structure de pouvoir la plus fréquemment rencontrée dans les PME, où les pouvoirs de propriété et de gestion sont généralement concentrés dans les mains d'une seule et même personne (l'entrepreneur), voire d'une seule et même famille.

Il apparaît dès lors nécessaire de revoir ⁷ l'approche théorique du choix de la structure financière d'une entreprise en y intégrant les éléments qui font la spécificité même d'une Petite ou Moyenne Entreprise, à savoir la diversité des objectifs des entrepreneurs et l'intégration des pouvoirs de propriété et de gestion de l'entreprise dans les mains d'une seule entité, l'entrepreneur et sa famille ⁸.

⁵ Ce qui justifie la fréquente intégration dans les modèles financiers théoriques publiés d'une valeur marchande (la valeur des titres de propriété et d'emprunt de l'entreprise sur les marchés financiers) distincte de la valeur comptable de l'entreprise (telle qu'elle ressort de l'examen de ses états financiers).

⁶ Tout au long de cette recherche, nous considérons, sauf mention particulière, qu'une Petite ou Moyenne Entreprise est une entité économique ayant revêtu une des formes légales prescrites par les Lois Coordonnées sur les Sociétés Commerciales et n'occupant pas plus de 100 travailleurs.

⁷ Belletante et Levratto (1995) confirment, en guise d'introduction à un numéro spécial de la Revue Internationale PME consacré au financement des Petites ou Moyennes Entreprises, l'existence "d'un faible nombre de travaux consacrés à la question des particularités financières de la PME, cette dernière étant systématiquement appréciée au regard d'une norme qui demeure la grande entreprise".

⁸ Pour une analyse plus détaillée des relations de l'entrepreneur avec sa famille et des dangers inhérents à cette relation, voir:

Aucune étude spécifique n'apparaît toutefois, à ce jour, avoir été consacrée à la mise en évidence des déterminants de la structure financière des Petites ou Moyennes Entreprises (GREPME, 1995) et ce, bien que de très nombreuses recherches aient été consacrées au comportement et à la gestion financière des PME⁹ ; ce constat est encore plus vrai lorsque l'on analyse les écrits spécifiques consacrés au comportement des Petites ou Moyennes Industries, qui constituent pourtant la très grande majorité¹⁰ du tissu industriel belge.

L'objectif de la présente recherche est dès lors d'élaborer conceptuellement, puis de tester empiriquement la thèse suivante, issue de la confrontation des différentes études parues relatives au comportement financier des PME et, plus particulièrement, des PMI :

Le choix de la structure financière d'une PMI est fondamentalement déterminé par l'objectif que l'entrepreneur (à la fois propriétaire et dirigeant) assigne à son entreprise et par les choix stratégiques effectués par ce dirigeant-propriétaire pour atteindre cet objectif, ces choix stratégiques subissant toutefois un certain nombre de contraintes liées à l'environnement de l'entreprise.

Pour atteindre cet objectif, nous suivons deux voies successives :

- L'une, conceptuelle, dresse un inventaire des divers éléments comportementaux mis en avant dans la littérature spécialisée consacrée à la gestion financière des PMI et en propose un agencement logique séquentiel, partant de l'entrepreneur (l'âme de la PMI) pour aboutir aux éléments propres à son environnement (les opportunités qu'il offre et les contraintes qu'il fait peser sur elle) : cette voie constitue la justification théorique de notre thèse.
- L'autre, empirique, analyse en profondeur le comportement financier sur longue période (de 1988 à 1993) de 10 secteurs industriels¹¹ choisis pour leur importance dans le tissu économique national et met en lumière les relations statistiques qui unissent, au sein de chacun de ces secteurs,

Donckels R., Van Caillie D., Lievens J., Aerts R., Cottyn M. (1993): *KMO's ten voeten uit - Van onderzoek tot actie*, Koning Boudewijn Stichting, Roularta Books, KMO Studiecentrum, K.U. Brussel, Brussel, 270 p.

⁹ Sur ce point, voir :

Donckels R., Van Caillie D., Lievens J., Aerts R., Cottyn M. (1993): *KMO's ten voeten uit - Van onderzoek tot actie*, Koning Boudewijn Stichting, Roularta Books, KMO Studiecentrum, K.U. Brussel, Brussel, 270 p.

Belletante B., Levratto N. (1995) : "Finance et PME : quels champs pour quels enjeux ?", *Revue Internationale PME*, n° 3-4, pp. 5-42

¹⁰ En termes d'effectif.

¹¹ Nous avons opté pour une approche sectorielle globale des relations qui lient la structure financière, la stratégie d'investissement, le taux de valeur ajoutée et la santé économique des entités de chaque secteur pour les deux raisons principales suivantes :

- le poids des contraintes qui pèsent sur les entreprises est fortement dépendant du secteur d'activité étudié ;
- au sein de chaque secteur, il apparaît des relations de dépendance plus ou moins fortes et plus ou moins structurées entre les grandes entreprises et les Petites ou Moyennes Entreprises ; ignorer les grandes entreprises conduirait à biaiser potentiellement fortement l'analyse du comportement de certains secteurs.

la structure financière, la politique d'investissement, la capacité productive et la santé économique des entités qui les constituent ; l'accent y est mis sur le comportement financier des PMI. Cette voie constitue la vérification empirique de notre thèse.

I. L'approche théorique et conceptuelle

L'étude de la structure financière des entreprises est véritablement au coeur de la recherche scientifique en matière de finance d'entreprise ("*Corporate Finance*"), puisqu'elle constitue déjà l'un des thèmes de recherche du fameux article que Modigliani et Miller publient en 1958, "*The cost of capital, corporation finance and the theory of investment*", et sur lequel toute la théorie financière néo-classique et une part importante de la théorie néo-classique de la firme se fondent.

Au cours des 35 dernières années, cette recherche connaît une évolution profonde et voit se développer deux courants méthodologiques majeurs :

- l'un, fondamentalement théorique, voit apparaître un flux régulier de réflexions théoriques et de controverses qui, à coups d'exemples et de contre-exemples, permettent l'élaboration d'une "théorie financière" qui diminue sans cesse le nombre et l'ampleur des hypothèses sur lesquelles elle repose ;
- l'autre, fondamentalement empirique, voit se dérouler un flux continu d'études de cas ou d'études événementielles basées sur des données réelles qui permettent de mettre en lumière les écarts existants entre les comportements théoriques des marchés, des entreprises et des agents économiques et le vécu du terrain.

Toutefois, la quasi totalité des travaux existants se focalise sur le fonctionnement des grandes entreprises cotées en Bourse. Dès lors, certains thèmes de recherche (tel que la mesure des coûts d'agence issus de la dissociation des fonctions de propriétaire et de gestionnaire) apparaissent peu opératoires lorsque l'objet de l'étude est une Petite ou Moyenne Entreprise ; d'autres, a contrario, apparaissent non ou sous-développés (tel que l'influence des liens entre l'entrepreneur et sa famille sur la fonction financière de l'entreprise), alors que la recherche spécialisée montre leur importance pour la compréhension du fonctionnement de la PME.

Dans ce contexte, nous désirons présenter dans un premier temps un bref aperçu de l'évolution de la réflexion théorique en matière de structure financière au cours des 35 dernières années et, dans un deuxième temps, proposer une approche conceptuelle, fondée théoriquement, des liens potentiels entre la structure financière, la stratégie d'investissement, la capacité productive et la santé économique et financière au sein des PME.

I.1. L'évolution théorique en matière de structure financière

Analysant l'évolution de la recherche théorique en matière de finance d'entreprise, Brennan (1995) met en évidence 3 apports majeurs de la littérature scientifique de ces 35 dernières années :

- *La relaxe des principales hypothèses du type "toutes autres choses étant égales" qui sous-tendent les propositions de Modigliani et Miller en matière de structure financière.*

Un changement net d'optique se marque notamment dans l'analyse de la structure des actifs de l'entreprise : la question traditionnelle de savoir "quelle règle de décision en matière d'investissement les investisseurs prendraient-ils unanimement ?" se transforme en un ensemble

de préoccupations relatives "aux règles que les décideurs sont susceptibles de suivre, compte tenu des incitants qui pèsent sur eux".

- *La prise en compte du rôle décisif des agents économiques, reconnus comme ayant chacun leurs propres motivations*, qu'ils soient impliqués dans l'entreprise ou qu'ils fassent partie des agents externes avec lesquels l'entreprise est amenée à traiter.

La théorie financière du début des années '70 assimile en effet les agents internes à l'entreprise à des "robots bien entraînés" et considère uniformément les partenaires de l'entreprise comme des "accepteurs de prix" ("*price takers*") qui connaissent tous parfaitement l'entreprise et son environnement (information parfaite de chacun) et qui sont guidés par le souci de la maximisation de leur satisfaction personnelle. "Or, en analyse économique, les agents sont décrits par leurs goûts et leurs opportunités", et les nouvelles théories qui se développent s'appuient dès lors sur une description plus prudente et plus réelle des goûts et des opportunités de chaque agent : une certaine liberté de choix leur est rendue, le niveau d'information de chacun n'est plus uniforme, ils ne sont plus motivés par les seuls incitants pécuniaires ...

- *Le passage d'une optique d'analyse des implications des accords entre agents économiques à une optique de justification de ces accords en tant que réponses optimales à des problèmes bien particuliers.*

La question n'est plus: "Quelles seront les conséquences de ce que nous observons ?" mais la question est : "Pourquoi la réalité financière que nous observons permet-elle de répondre à tel problème bien particulier ?".

Dans ce contexte, la réflexion académique en matière de structure financière et de structure de financement de l'entreprise a beaucoup évolué. Historiquement, elle se présente comme suit :

1.1.1. Le paradigme financier néo-classique

Comme le rappelle Brennan (1995), l'essence même de la théorie financière d'entreprise néo-classique est, au tout début des années '70 :

- d'un côté, le théorème de Fisher de "séparation des décisions de consommation et des décisions d'investissement", qui donna naissance à l'hypothèse de l'existence d'un objectif de maximisation de la valeur de leur investissement ¹² commun à tous les actionnaires, du moins dans un monde caractérisé par des marchés financiers parfaits ;
- d'un autre côté, les propositions formulées par Modigliani et Miller (1958) en matière de structure financière et de politique de dividendes, qu'elles prennent la fiscalité en compte ou non : décisions de financement et décisions d'investissement apparaissent dès lors comme clairement séparées.

1.1.2. La rupture du paradigme néoclassique

Ce sont initialement les articles de Jensen et Meckling (1976), Leland et Pyle (1977), Myers (1977) et Ross (1977), tous focalisés sur l'étude de la structure financière de l'entreprise, qui conduisent d'une part à la rupture et à l'abandon progressif du paradigme financier néo-classique et

¹² Ce qui implique comme corollaire direct que les actionnaires optent unanimement pour les décisions qui maximisent à court terme la valeur de leur investissement, cette valeur étant elle-même déterminée par le marché financier (souvent le marché boursier uniquement).

qui d'autre part amènent à l'introduction en économie financière d'un preneur de décision à la fois gestionnaire et propriétaire au sein de l'entreprise ¹³.

Les progrès de ces nouveaux paradigmes relatifs à la structure financière sont par ailleurs renforcés par la prise de conscience croissante du fait que les thèmes traditionnels de l'impact de la taxation ¹⁴ et des coûts de faillite s'avèrent incapables d'expliquer les différences de structure financière entre secteurs.

Passons à présent brièvement en revue les diverses composantes de ces nouveaux paradigmes ¹⁵.

1.1.2.1. La théorie du signal

Bien que Miller et Modigliani reconnaissent dès 1961 que les actes de gestion peuvent véhiculer de l'information à destination de partenaires extérieurs moins bien informés, les premières modélisations formelles de ce phénomène sont développées par Leland et Pyle et par Ross en 1977. Ces travaux donnent naissance à un courant de la littérature connu sous le nom de "*Théorie du Signal*" et, très vite, la décision du choix d'une structure financière est considérée comme un signal particulièrement important donné par l'entreprise à son environnement (Spence, 1976).

1.1.2.2. Le principe de la sélection adverse

Les découvertes empiriques de Asquith et Mullins (1983), qui prouvent empiriquement que les prix des actions tendent à chuter lors de l'annonce de l'émission de nouvelles actions ordinaires, amènent ensuite à se poser la question fondamentale de savoir pourquoi des gestionnaires sont susceptibles de prendre des décisions qui appauvrissent les actionnaires.

Pour expliquer ce phénomène, Myers et Majluf (1984) présentent une explication en termes de "sélection adverse" : selon leur modèle, les gestionnaires qui détiennent de l'information privilégiée sont supposés agir dans l'intérêt des anciens actionnaires.

Etant donné que les émetteurs de nouveaux actifs financiers sont confrontés à un problème de sélection adverse, il est naturel de considérer ensuite la manière dont les firmes peuvent signaler leur type ¹⁶ par le choix des actifs qu'elles émettent ¹⁷ ou par d'autres moyens : un lien étroit apparaît donc entre le principe de la "sélection adverse" et la théorie du signal ¹⁸.

Brennan (1990) et Stein (1988) montrent ensuite que les activités de signalisation peuvent influencer non seulement les décisions financières et la structure de financement de l'entreprise, mais

¹³ Certes, Fama et Miller (1972) d'une part et Stiglitz (1972) d'autre part avaient reconnu le fait que, lorsque la dette est risquée, maximiser le bien-être de l'actionnaire peut ne pas impliquer les mêmes décisions que maximiser la valeur de la firme. Stiglitz estime d'ailleurs que les entreprises sont en fait davantage désireuses de maximiser le bien-être de l'actionnaire que de maximiser leur propre valeur.

¹⁴ Miller (1977) montre en effet qu'il se peut qu'il n'y ait pas d'effets liés à la taxation directement liés à la structure financière de l'entreprise.

¹⁵ Pour un exposé détaillé des fondements de chacune de ces composantes, voir le Chapitre 3 de la présente recherche.

¹⁶ A savoir donner de l'information sur la nature exacte de leurs activités et de leurs projets.

¹⁷ Dettes ou actions, pures ou hybrides.

¹⁸ Brennan et Kraus (1987) et Constantinides et Grundy (1989) développent ainsi des modèles de signalisation dans lesquels une firme peut révéler son type par le choix qu'elle fait d'un mode de financement.

aussi les décisions d'investissement en actifs fixes, si le gestionnaire est également concerné par le niveau du cours de l'action de son entreprise. Un lien clair est donc établi entre décisions d'investissement et décisions de financement.

1.1.2.3. Le problème de l'agence dans la théorie de la firme

Les implications de la séparation de la propriété (les actionnaires) et du contrôle (les gestionnaires) dans l'entreprise moderne sont initialement mises en évidence par Berle et Means (1932) et l'existence de problèmes d'agence liés à la divergence potentielle des intérêts des gestionnaires et des propriétaires de l'entreprise est dès lors reconnue très tôt dans la réflexion financière théorique.

Il faut toutefois attendre 1976 pour que Jensen et Meckling mettent les premiers l'accent sur le rôle des contrats financiers dans la création¹⁹ et le contrôle de ces problèmes d'agence.

Selon Brennan (1995), "les problèmes d'agence surviennent en raison de l'impossibilité de parfaitement contrôler les actes d'un agent (le gestionnaire) dont les actions influencent à la fois son propre bien-être et celui d'autres partenaires". Jensen et Meckling attirent l'attention sur l'importance du pouvoir des gestionnaires sur le bien-être des actionnaires et ils expliquent comment les coûts d'agence peuvent être minimisés en alignant les intérêts des actionnaires et des gestionnaires.

Ils attirent aussi l'attention sur les problèmes d'agence qui existent entre les actionnaires, détenteurs théoriques du pouvoir de décision dans l'entreprise, et les autres créanciers de l'entreprise, en particulier les détenteurs de créances obligataires. Ces considérations les amènent à une théorie informelle relative à la structure financière de l'entreprise, basée sur la minimisation de la somme de ces coûts d'agence.

Myers (1977) permet ensuite d'établir un lien formel entre la structure financière de l'entreprise et la nature des projets d'investissement qu'elle entreprend. En effet, il étend l'analyse de Jensen et Meckling au conflit d'intérêt existant entre créanciers obligataires et actionnaires et montre qu'il peut rendre l'entreprise incapable d'entreprendre des projets d'investissement riches en valeur.

Jensen (1986) identifie par ailleurs la recherche de la croissance comme une préoccupation primordiale des gestionnaires de l'entreprise, qui peut être limitée en réduisant, par l'émission d'obligations (donc en modifiant la structure financière de l'entreprise), l'accès des gestionnaires au cash flow disponible²⁰ de l'entreprise : ces titres obligataires représentent alors un engagement de l'entreprise à distribuer son cash flow disponible, plutôt qu'à le dépenser dans des projets non rentables.

Hart et Moore (1990) et Stulz (1990) combinent enfin les arguments précités de Myers et de Jensen dans une théorie du "ratio d'endettement optimal", qui équilibre les coûts des bons projets d'investissement abandonnés et des mauvais projets d'investissement entrepris.

¹⁹ Parmi les hypothèses qui sous-tendent la théorie de l'agence figure le fait que le comportement du gestionnaire est influencé par le choix d'une "fonction de compensation" qui incite le gestionnaire à agir dans le sens de l'intérêt de l'actionnaire et par la menace de son remplacement.

²⁰ A savoir le cash-flow qui reste à la disposition des gestionnaires après prise en compte du financement de tous les projets induits par l'orientation stratégique de l'entreprise.

1.1.2.4. Le contrôle de l'entreprise et le concept de liquidation sociale optimale

Un autre nouveau concept (et, par là même, une nouvelle motivation du comportement des agents économiques) est ensuite introduit dans la littérature relative à la finance d'entreprise : le bénéfice non pécuniaire prétendument reçu par les agents en charge du contrôle sur l'organisation.

Dans le domaine du choix de la structure financière de l'entreprise, Titman (1984) montre alors que les bénéfices non pécuniaires obtenus par le gestionnaire d'une entreprise en continuité d'exploitation peuvent le rendre réticent à procéder à la liquidation de l'entreprise, même lorsqu'il s'avère globalement socialement optimal d'agir ainsi.

L'infaisabilité pratique à mettre au point des contrats qui obligent le manager à procéder à la liquidation de son entreprise au moment optimal conduit dès lors au développement d'une approche théorique dans laquelle le rôle de la structure financière de l'entreprise est de garantir une liquidation sociale potentiellement optimale.

1.1.2.5. L'image de marque et la réputation

L'idée qu'une firme ou qu'un gestionnaire puisse se soucier de leur réputation (en termes de qualité, de compétence ou d'autres attributs) est également nouvelle en finance d'entreprise. Gibbons et Murphy (1992), Hirshleifer et Thakor (1992) et Narayanan (1993) montrent combien le souci de la réputation personnelle peut être un facteur déterminant dans la prise de décision managériale.

Diamond (1989) montre quant à lui comment la réputation d'une firme peut affecter son accès au marché financier et montre comment elle peut influencer les projets d'investissement qu'elle choisit.

Maksimovic et Titman (1991) analysent pour leur part l'interaction qui existe entre la réputation d'une firme en termes de qualité de ses produits et sa structure financière.

1.1.2.6. Les perspectives d'avenir

Comme le souligne Brennan (1995), bien que des progrès impressionnants aient été réalisés et aient enrichis considérablement le paradigme de la finance d'entreprise au cours des trois dernières décennies, "ce serait certainement une erreur que de penser que le travail est à présent bien proche de l'achèvement".

De nouveaux problèmes, de nouvelles techniques et de nouvelles voies de recherche apparaissent chaque jour, et les problèmes actuels (en termes d'information, d'agence, de couverture contre les risques financiers) sont encore loin d'être parfaitement résolus.

Mais, plus fondamentalement, "la croissance des entreprises dont l'actif principal est le capital humain plutôt que le capital physique²¹ représente le défi majeur auquel théoriciens et analystes empiriques sont confrontés, car le paradigme sous-jacent à la plupart de nos modèles théoriques est construit sur base de la firme manufacturière, qui a dominé l'économie au niveau mondial" jusqu'à cette fin de siècle. Et Brennan (1995) de souligner que les entreprises basées sur la connaissance ont des caractéristiques fondamentales tout à fait différentes de celles présentées par les entreprises industrielles, "puisque leur principal actif est constitué d'agents autonomes, au lieu d'être constitué de machines inertes".

²¹ Un des plus beaux exemples réside certainement dans le secteur du logiciel informatique.

Par ailleurs, la très grande majorité des travaux entrepris porte sur le fonctionnement de la grande, voire de la moyenne entreprise. Des éléments aussi essentiels que la concentration du pouvoir de gestion et du pouvoir de propriété dans les mains d'un entrepreneur et/ou de sa famille ou que l'extrême dépendance de la PME à l'égard de son environnement ne sont, à ce jour, guère intégrés en théorie financière ; aucune théorie financière de la PME ne tend par ailleurs réellement à se développer.

1.2. Une approche conceptuelle des relations liant la structure financière, la stratégie, la capacité productive et la santé économique des PME

Dans ce contexte théorique, la thèse défendue dans la présente recherche est issue d'une large compilation des multiples travaux théoriques, mais surtout empiriques, relatifs au comportement financier de la PME.

Pour l'élaborer ²², nous analysons en profondeur trois thèmes, à savoir :

- la nature des liens qui unissent l'entrepreneur et son entreprise,
- la manière dont l'entreprise choisit sa stratégie,
- les implications financières des choix stratégiques de la Petite ou Moyenne Entreprise.

Elle repose sur les postulats suivants, qui nous paraissent découler directement des différents travaux analysés ²³ :

- l'entrepreneur est, dans la très grande majorité des PMI, l'"âme véritable" de l'entreprise ; à ce titre, il y est le principal décideur et sa personnalité, ses motivations, ses objectifs et sa vision stratégique sont les principaux déterminants de ses décisions ;
- la Petite ou Moyenne Industrie est par ailleurs insérée dans un environnement mouvant, qui lui impose des contraintes fortes (en matière de production, de concurrence, de qualité, ... et de financement) : l'entrepreneur est dès lors un décideur qui agit sous contrainte ;
- ces contraintes évoluent toutefois au fil des ans, en raison d'une part du simple temps qui passe (qui entraîne une évolution technologique, une adaptation de l'offre et de la demande de produits, une professionnalisation de la PMI par acquisition d'expérience) et d'autre part des stratégies mises en oeuvre délibérément par l'entrepreneur pour réduire ces contraintes ;
- parmi ces stratégies, celles qui permettent d'accroître la création de valeur économique par la PMI sont aussi celles qui permettent de limiter le risque de défaillance de l'entreprise.

Cette thèse se formule dès lors comme suit :

Le choix de la structure financière d'une PMI est fondamentalement déterminé par l'objectif que l'entrepreneur (à la fois son propriétaire et son dirigeant) lui assigne et par les choix stratégiques effectués par ce dirigeant-propriétaire pour atteindre cet objectif,

ces choix stratégiques subissant toutefois un certain nombre de contraintes liées à l'environnement de l'entreprise.

D'un point de vue empirique, cette thèse doit toutefois être aménagée car elle n'apparaît pas testable directement au départ des informations publiques contenues dans les états financiers délivrés légalement par les Petites ou Moyennes Industries belges.

²² L'élaboration de cette thèse fait l'objet du Volume 1 de la recherche proprement dite.

²³ Ce construit théorique est forcément réducteur ; le lecteur doit dès lors être conscient du fait que le monde de la PMI se présente sous la forme d'une mosaïque complexe de miroirs, qui reflètent une réalité que l'approche théorique de notre recherche tente modestement de cerner.

I.3. De la thèse théorique à la thèse empirique

Les déterminants du choix de la structure financière qui ressortent de notre construit théorique sont au nombre de trois :

1. l'objectif que l'entrepreneur (le plus souvent, à la fois propriétaire et dirigeant) assigne à son entreprise ;
2. les choix stratégiques effectués par l'entrepreneur ;
3. les contraintes liées à l'environnement de l'entreprise et qui influencent son action.

Analysons, pour chacun de ces déterminants, la manière dont ils peuvent être appréhendés empiriquement.

I.3.1. L'objectif assigné à l'entreprise

L'objectif que l'entrepreneur assigne à son entreprise se concrétise dans deux dimensions :

- la première est étroitement liée à la vision stratégique que l'entrepreneur a de l'avenir de son entreprise (pérennité, innovation, croissance, décroissance, ...) : fondamentalement dynamique, elle est empiriquement étroitement associée à l'idée d'*évolution de la taille de l'entreprise*, tant en termes de total bilantaire ou d'actifs immobilisés que de chiffre d'affaires ou de personnel occupé ;
- la seconde est étroitement liée à *l'affectation des flux de revenus (nets) dégagés par l'entreprise* : fondamentalement liée à la finalité sociale de l'entreprise (créer de l'emploi pour l'entrepreneur et/ou d'autres personnes, distribuer des dividendes, maximiser l'autofinancement de l'entreprise, ...), elle est empiriquement étroitement associée à la capacité d'autofinancement de l'entreprise, à sa politique de dividendes et à la part de sa valeur ajoutée qu'elle affecte au paiement des dépenses de personnel.

I.3.2. Les choix stratégiques effectués par l'entrepreneur

Les choix stratégiques effectués par l'entreprise se reflètent inévitablement, à court, moyen et/ou long terme, dans la conduite d'une *politique d'investissement* (au sens large du terme), qui se répercute à son tour dans la structure de son actif bilantaire.

Ainsi,

- une stratégie de prise de participation ou de désengagement dans d'autres entreprises se traduit par une évolution significative de l'immobilisé financier ;
- une stratégie de maintien de l'outil de production dans une perspective de continuité d'exploitation à l'identique se traduit par une évolution stable des immobilisés de l'entreprise, tant en termes de valorisation bilantaire (les amortissements sont réellement utilisés pour remplacer ou moderniser les équipements existants) qu'en termes de répartition structurelle (terrains et constructions, machines et équipements, ...) ;
- une stratégie de croissance par augmentation des parts de marchés se traduit d'une part, potentiellement, par une augmentation de l'immobilisé de production et d'autre part, plus

essentiellement, par une augmentation significative des actifs circulants (stocks et créances commerciales)²⁴ ;

- une stratégie d'innovation se traduit par une part importante ou une évolution significative de l'immobilisé immatériel (immobilisations incorporelles, frais d'établissement) dans la structure de l'actif de l'entreprise ;
- une stratégie de décroissance et/ou de disparition naturelle et progressive se traduit par une diminution régulière de l'immobilisé de production et par une décroissance (en volume) du niveau des actifs circulants.

I.3.3. Les contraintes liées à l'environnement de l'entreprise

Parvenir à mesurer directement l'impact des contraintes posées à l'entreprise par son environnement est extrêmement difficile, dans la mesure où une part importante de cet impact se mesure en termes de coûts d'opportunité²⁵ qui ne se reflètent dans aucun document légal.

La mesure de cet impact doit donc être indirecte et peut se réaliser en prenant en compte deux postulats :

- Le premier stipule que l'impact, pour le passé des contraintes posées à l'entreprise par son environnement se reflète dans un *indicateur financier synthétique représentatif de la santé économique de l'entreprise*, tel que le score Z' de Altman (1983).

Altman, dans le prolongement de Beaver (1967), justifie inductivement ce postulat en soulignant que plus l'entreprise obtient une note élevée pour cet indicateur (donc plus sa santé financière - et économique - est bonne) et plus le risque de devoir cesser ses activités en raison d'une perturbation de son environnement (perte d'un client important, perte d'un fournisseur, apparition de concurrents puissants, modification brutale des goûts du marché,...) est faible, car l'entreprise possède alors une marge de manœuvre financière qui lui permet d'amortir le choc de cette perturbation en finançant le temps nécessaire à une réaction à caractère stratégique (redéploiement des activités, diversification, réduction des coûts, diminution de la dépendance clients/fournisseurs ...).

A contrario, plus l'entreprise obtient une note faible pour cet indicateur et plus le risque de devoir cesser ses activités en raison d'une perturbation de son environnement est forte, car l'entreprise ne dispose pas des moyens financiers nécessaires pour financer un quelconque délai de réaction.

Selon ce postulat, les contraintes posées dans le passé par l'environnement de l'entreprise se sont inévitablement matérialisées, à un moment ou à un autre, dans les quatre grandes dimensions (liquidité, solvabilité, rentabilité, valeur ajoutée) qui transparaissent de ses états financiers et se concrétisent, à un instant donné, par l'image de la santé financière de l'entreprise que donne un indicateur synthétique représentatif, tel que celui de Altman.

- Le second stipule que le degré de dépendance de l'entreprise à l'égard de son environnement dépend, à un instant donné, de sa position dans la chaîne de valeur de son secteur.

²⁴ Cette stratégie se traduit aussi généralement par une augmentation du besoin en fonds de roulement induit par l'activité de l'entreprise.

²⁵ A savoir essentiellement les flux de revenus que l'entreprise pourrait engranger si son environnement ne faisait pas peser sur elle un certain nombre de contraintes législatives, concurrentielles (barrières à l'entrée, intensité de la concurrence, ...), techniques (respect de l'environnement, normes de qualité, ...) ou autres.

Empiriquement, le taux de valeur ajoutée dégagé par l'entreprise. l'affectation de cette valeur ajoutée en vue de la rémunération des différents facteurs de production qui ont conduit à sa création (personnel, moyens financiers empruntés, moyens financiers propres, capital physique, biens publics) et leur évolution au cours du temps sont des grandeurs qui permettent d'appréhender le degré de dépendance de l'entreprise à l'égard de son environnement.

I.3.4. La thèse empirique

Il est dès lors réaliste de tester la thèse théorique de cette contribution en testant la thèse empirique suivante, qui en découle directement :

Le choix de la structure financière d'une Petite ou Moyenne Entreprise Industrielle belge est déterminé par :

** la taille de l'entreprise et son évolution,*

** l'affectation des flux de revenus nets dégagés par l'entreprise,*

** la politique d'investissement de l'entreprise,*

** l'état de santé économique de l'entreprise, tel que reflété par un indicateur financier synthétique,*

** le taux de valeur ajoutée dégagé par l'entreprise et son évolution,*

** l'affectation de cette valeur ajoutée au titre de rémunération de ses différents facteurs de production.*

I.4. L'approche méthodologique

I.4.1. Les données utilisées

I.4.1.1. Les entreprises étudiées

	<i>Secteur d'activité (Code NACE - Rev. 1)²⁶</i>	<i>Effectif</i>	<i>Pourcentage</i>
20.	Production de bois ²⁷ et d'articles en bois et en liège, sauf fabrication de meubles ; fabrication d'articles de vannerie et de sparterie	2.050	5.9 %
21.	Fabrication de pâte à papier, de papier et d'articles en papier et en carton	406	1.1 %
22.	Edition , imprimerie et reproduction de supports enregistrés	3.851	11.1 %
29.	Fabrication de machines et équipements n.c.a. ²⁸	1.759	5.1 %
30.	Fabrication de machines de bureau, de machines comptables et de matériel de traitement de l' information	60	0.2 %
31.	Fabrication de machines et appareils électriques n.c.a.	585	1.7 %
32.	Fabrication d'équipements et appareils de radio-télévision et communication	258	0.7 %
33.	Fabrication d' instruments médicaux, de précision d'optique et d'horlogerie	726	2.1 %
36.	Fabrication de meubles ; industries diverses n.c.a.	2.337	6.8 %
45.	Construction	22.708	65.3 %
	Total	34.740	100 %

Tableau 1: Répartition des PME étudiées selon le secteur d'activité (Code NACE - Rev 1, à 2 chiffres)

²⁶ La nomenclature NACE Révision 1 a pris le relais de la nomenclature NACE 0 en 1992 au sein des données diffusées par la Banque Nationale de Belgique. Cette révision de la nomenclature se traduit en 1992 par l'apparition de nouveaux secteurs (tel que le secteur NACE 30), dont les entreprises étaient précédemment recensées dans d'autres secteurs, et par des migrations d'entreprises entre secteurs, qui se concrétisent par des augmentations ou des diminutions parfois extrêmement importantes dans l'effectif des différents secteurs.

Pour cette raison et afin de mener la présente recherche avec la plus extrême rigueur, l'identification de l'appartenance sectorielle des entreprises s'effectue sur base de la nomenclature NACE Révision 1 pour la période 1992-1994, puis sur base des numéros de TVA et de la grille de concordance entre la nomenclature NACE 0 et la nomenclature NACE Révision 1 pour la période 1988-1991 : de la sorte, nous effaçons dans toute la mesure du possible les effets du changement de nomenclature et nous rendons l'analyse de l'évolution des secteurs possible et pertinente sur toute la période d'étude.

²⁷ Nous reproduisons en gras le libellé sous lequel nous faisons apparaître chaque secteur dans la suite de nos commentaires.

²⁸ La mention "n.c.a." signifie "non classé ailleurs".

Les entreprises (les *individus*) étudiées appartiennent aux 10 secteurs industriels repris au Tableau 1 ²⁹.

Chacun de ces 10 secteurs est étudié sur une période longue de 6 années ³⁰ (de 1988 à 1993) et, pour chacune de ces 6 années, les comptes annuels ³¹ de toutes les entreprises répertoriées dans le secteur par la Banque Nationale de Belgique sont pris en considération : l'étude est donc menée auprès de 10 populations d'entreprises ayant appartenu à un même secteur pendant au moins une des 6 années qui constituent la période d'investigation.

1.4.1.2. Les variables étudiées ³²

Pour chacun des individus étudiés (donc pour chaque entreprise), nous avons construit, au départ des informations comptables disponibles, les variables suivantes :

- Un ensemble de variables d'identification qui permettent d'une part d'identifier l'entreprise et d'autre part de caractériser les états financiers qu'elle a déposés auprès de la Banque Nationale de Belgique.
- Un ensemble de 106 rubriques comptables pertinentes, tirées tant du bilan de l'entreprise que de son compte de résultats ou de ses annexes, qui permettent de caractériser le comportement de chacune des entreprises étudiées au cours de la période d'investigation et/ou qui sont utilisées pour permettre le calcul de certains ratios financiers pertinents.
- Un ensemble de 86 ratios financiers ³³ pertinents, représentatifs des diverses composantes (liquidité, solvabilité, rentabilité, valeur ajoutée, ...) constitutives du comportement financier des entreprises tel qu'il ressort de leurs états financiers.

Chacune des rubriques comptables retenues et chacun des ratios financiers pertinents a ensuite donné naissance à vingt variables différentes, à caractère statique (les valeurs prises par chacun des indicateurs respectivement en 1993, 1992, 1991, 1990, 1989 et 1988) ou à caractère dynamique (évolution de l'indicateur d'une année sur l'autre, par rapport à sa valeur en 1988 et par rapport à sa valeur en 1993).

La base de données ainsi constituée comprend dès lors 106 indicateurs comptables et 86 ratios financiers, qui donnent naissance chacun à 20 variables différentes, soit un total de 3.840 variables différentes pour chaque entreprise.

1.4.2. Les questions de recherche posées

Afin de tester notre thèse empirique et compte tenu des données dont nous disposons, nous posons, pour chaque secteur, 6 questions de recherche, structurées en *une phase descriptive* du

²⁹ Ces 10 secteurs ont été choisis par les responsables du Crédit Professionnel en fonction de l'intérêt de ces secteurs pour leur métier de banquier et en fonction de leur importance dans le tissu économique belge.

³⁰ D'où le caractère longitudinal de la présente recherche.

³¹ Ces comptes annuels sont extraits soit des Compact Discs de la Banque Nationale de Belgique (années 1992, 1993 et 1994), soit des cassettes magnétiques diffusées par la Banque Nationale de Belgique (années 1988, 1989, 1990 et 1991).

³² Nous renvoyons le lecteur intéressé par une présentation détaillée de ces variables au Volume 2 de la recherche proprement dite.

³³ Rapport de deux ou plusieurs rubriques comptables tirées des comptes annuels déposés par les entreprises.

comportement financier du secteur, de sa structure financière et de son évolution et en *une phase explicative et prédictive* de la structure financière du secteur sur une base longitudinale.

La *phase descriptive* repose sur les 4 questions de recherche suivantes :

- comment le secteur a-t-il évolué en termes d'effectif, de taille, d'emploi et de structure au cours de la période 1988-1993 ? quel est l'impact des entreprises extrêmes (les plus grandes et les plus petites) sur le secteur ?
- quel est le profil financier du secteur ? plus particulièrement, la structure financière apparaît-elle statistiquement comme une dimension financière caractéristique du secteur et avec quelle intensité ?
- quelle est la structure financière et la structure de financement du secteur et est-elle stable au cours du temps ?
- existe-t-il une différence statistique significative de structure financière et de structure de financement entre les entreprises en continuité d'exploitation, les entreprises en phase de démarrage et les entreprises en voie de disparition au sein du secteur ? de même, existe-t-il sur longue période, une différence statistique significative de structure financière et de structure de financement entre les petites entreprises qui déposent leurs états financiers selon le schéma abrégé et les moyennes ou grandes entreprises qui déposent leurs états financiers selon un schéma complet ?

La *phase explicative et prédictive*, quant à elle, repose sur les 2 questions de recherche suivantes, appliquées dans un premier temps à la structure financière globale du secteur, puis successivement à son niveau d'endettement à long terme, à court terme et par crédit fournisseurs :

- quels sont les déterminants financiers qui expliquent, dans une perspective longitudinale, le niveau de structure financière et de structure de financement au sein de chaque secteur et ces déterminants sont-ils stables au cours du temps ?
- est-il possible de prévoir l'évolution de la structure financière et de la structure de financement du secteur à court terme ?

1.4.3. La méthodologie statistique

La méthodologie statistique appliquée ³⁴ à chaque secteur comprend trois phases :

- une *première phase*, essentiellement *technique* ³⁵, vise à :
 - réduire le nombre de variables prises en considération dans l'analyse en éliminant, pour chaque secteur, les variables pour lesquelles plus de deux tiers des informations sont manquantes ;

³⁴ La méthodologie statistique employée repose sur l'utilisation des différents modules du logiciel :

Statistica for Windows, Release 5, 1995 de Statsoft Inc.

³⁵ En raison de ce caractère technique, elle ne fait l'objet d'aucun commentaire dans ce travail. Le lecteur doit toutefois être conscient du fait que cette phase a été mise en oeuvre pour chaque secteur et que, dès lors, les analyses statistiques sectorielles prennent en compte effectivement un sous-ensemble des variables décrites qui diffère d'un secteur à l'autre.

- traiter le problème des biais potentiels induits par la présence de données exceptionnelles ³⁶ en remplaçant, lorsque le besoin s'en fait sentir :
 - les valeurs supérieures au Percentile 99 ³⁷ par la valeur du Percentile 99 prise par la variable au sein du secteur, lorsqu'il s'agit d'indicateurs comptables ;
 - les valeurs inférieures au Percentile 1 et les valeurs supérieures au Percentile 99 par, respectivement, les valeurs du Percentile 1 et du Percentile 99 prises par la variable au sein du secteur, lorsqu'il s'agit de ratios financiers ;
- une *seconde phase*, essentiellement *descriptive*, vise à répondre aux 4 questions de recherche à but descriptif qui sont intégrées dans notre analyse ; dès lors, pour chaque analyse sectorielle :
 1. nous commençons par analyser l'évolution globale du secteur au cours de la période 1988-1993, ainsi que la situation du secteur en termes de structure d'emploi et de structure de la concurrence à la fin de l'exercice comptable 1993 ;
 - dans un premier temps, nous analysons ³⁸ l'évolution générale du secteur en termes d'effectif ³⁹, de chiffre d'affaires, de fonds propres, d'actif total, de personnel, de valeur ajoutée et d'actifs immobilisés ; parallèlement, nous analysons également l'évolution de la rentabilité économique et de la rentabilité des fonds propres au sein du secteur ;
 - dans un second temps, nous analysons la structure du secteur en termes d'emploi ⁴⁰ ;

- pour ce faire, nous répartissons les entreprises du secteur en cinq catégories : les entreprises unipersonnelles n'occupant aucun travailleur, les très petites entreprises (TPE) qui occupent de 1 à 5 travailleurs, les petites entreprises (PE) qui occupent de 6 à 20 travailleurs, les moyennes entreprises (ME) qui occupent de 21 à 100 travailleurs et les grandes entreprises (GE) qui occupent plus de 100 travailleurs ;
- une telle répartition permet de mettre en évidence le poids global des PME dans le secteur ⁴¹ et d'analyser la structure du tissu des PME ⁴² au sein du secteur ;
- dans un troisième temps, nous analysons la structure de la concurrence au sein du secteur en coupe instantanée, au terme de l'année 1993, afin de bien mettre en évidence l'importance économique réelle des PME dans le secteur et d'appréhender leur degré de dépendance par rapport aux entreprises de plus grande taille qui dominent ce même secteur ; pour ce faire, nous utilisons les indices de concentration C4 et C10 ⁴³, que nous appliquons ⁴⁴ aux agrégats chiffre d'affaires ⁴⁵, actif total et valeur ajoutée ;

³⁶ Une donnée exceptionnelle (ou "outlier") est une donnée dont la valeur s'écarte très fortement de la valeur prise pour les autres entreprises du secteur, ce qui est susceptible de provoquer une modification substantielle de la valeur prise par les différentes statistiques descriptives du comportement du secteur.

Le contenu informationnel d'une donnée exceptionnelle est donc réduit, dans la présente analyse, au fait que cette donnée est située dans le pourcentage le plus élevé ou le plus faible du secteur et l'écart entre cette donnée et les valeurs des données qui la précèdent est "gommé" afin de limiter au maximum l'impact de cette donnée sur le calcul des statistiques descriptives utilisées dans la présente analyse.

³⁷ Les valeurs prises par une variable statistique constituent sa distribution. Classées par ordre croissant, elles peuvent être réparties en 100 classes (ou "percentiles") de même effectif.

Le Percentile 99 correspond à la valeur qui n'est dépassée que par 1% des individus et le Percentile 1 correspond à la valeur qui n'est pas dépassée par plus de 1 % des individus : ils correspondent à ce que l'on appelle en jargon statistique "les queues de distribution", où surviennent les données exceptionnelles les plus susceptibles d'introduire un biais dans une analyse statistique.

³⁸ Pour chacun de ces agrégats, nous calculons :

la *Somme* des valeurs prises par cet agrégat pour toutes les entreprises du secteur : de ce fait, nous obtenons de l'information sur l'évolution de la taille du secteur et sur l'évolution de sa capacité productive ;

la *Moyenne* des valeurs prises par cet agrégat pour les entreprises du secteur : de ce fait, nous obtenons de l'information sur le comportement de l'individu-moyen au sein du secteur ;

la *Médiane* des valeurs prises par cet agrégat pour les entreprises du secteur : la médiane étant la valeur qui partage juste en deux moitiés la série des valeurs observées dans le secteur, nous obtenons de ce fait de l'information sur l'individu le plus neutre du secteur.

³⁹ Le terme "effectif" doit être compris dans le sens de "nombre d'entreprises répertoriées dans le secteur par la Banque Nationale de Belgique".

⁴⁰ Pour des raisons de cohérence interne de notre base de données, des informations relatives à l'emploi proviennent des états financiers déposés par les entreprises auprès de la Banque Nationale de Belgique (Rubrique 9090).

Pour rappel, l'annexe à l'AR du 8 octobre 1976 relatif aux comptes annuels des entreprises prévoit, à l'Annexe XII des comptes annuels traitant des indications relatives aux résultats d'exploitation de l'exercice et de l'exercice précédent, que l'entreprise fournit une information relative à "l'effectif moyen du personnel pendant l'exercice, en distinguant les ouvriers, les employés, le personnel de direction et les autres personnes inscrites au registre du personnel". Cette information, destinée à permettre de rapporter les données financières de l'entreprise à l'emploi qu'elle génère, est établie en "équivalents temps plein" et ne tient donc pas compte de la structure réelle de l'emploi au sein de l'entreprise (temps plein, temps partiels, stagiaires, statuts précaires ...).

La Commission des Normes Comptables relève toutefois que cette rubrique 9090 contient souvent des erreurs et des imprécisions, en raison du caractère extrêmement vague du texte légal qui la sous-tend. La nouvelle législation en matière de bilan social résoud toutefois partiellement ce problème, mais pour une période postérieure à celle prise en compte dans notre recherche.

⁴¹ Pour rappel, nous définissons opérationnellement une Petite ou Moyenne Entreprise comme étant une entreprise occupant 100 travailleurs au plus (Donckels e.a., 1993).

⁴² La structure du tissu des PME s'analyse traditionnellement en termes d'entreprises unipersonnelles, de très petites entreprises, de petites et de moyennes entreprises (GREPME, 1995), chacune de ces catégories de PME ayant des spécificités structurelles et organisationnelles propres.

⁴³ L'indice de concentration C4 (respectivement, C10) est la part que représentent les 4 (respectivement, les 10) plus grandes entreprises du secteur par rapport à la somme sectorielle de chacun des agrégats pour lequel il est calculé. Ainsi, l'indice de concentration C4 appliqué au chiffre d'affaires reflète la part que les 4 plus grandes entreprises du secteur en terme de chiffre d'affaires représentent par rapport au chiffre d'affaires global du secteur ; appliqué à la valeur ajoutée, il reflète la part que les 4 plus grandes entreprises du secteur en terme de valeur ajoutée représentent par rapport à la valeur ajoutée globale du secteur.

⁴⁴ Appliqués au chiffre d'affaires, ces indices reflètent la part essentiellement commerciale occupée par les grandes entreprises du secteur ; appliqués à l'actif total, ils reflètent la part des moyens de production du secteur concentrée dans ces mêmes grandes entreprises ; enfin, appliqués à la valeur ajoutée, ils reflètent la part de richesse créée par ces grandes entreprises au sein du secteur.

⁴⁵ Le lecteur doit être conscient du fait que ces indices de concentration appliqués au chiffre d'affaires donnent une image biaisée du poids des plus grandes entreprises du secteur, dans la mesure où le législateur autorise les petites entreprises à ne pas divulguer leur chiffre d'affaires et à ne divulguer que leur marge brute d'exploitation. Le chiffre d'affaires global du secteur est dès lors sous-estimé, ce qui conduit à sur-estimer le poids réel des grandes entreprises dans le secteur.

- enfin, dans un quatrième temps, nous mesurons l'impact des données exceptionnelles sur le comportement financier global du secteur ;
 - sont considérées comme exceptionnelles, pour un agrégat particulier, toutes les entreprises situées dans le pourcent le plus faible (les plus petites entreprises) ou dans le pourcent le plus élevé (les plus grandes entreprises) du secteur ;
 - les agrégats pris en considération pour mesurer cet impact ⁴⁶ sont le chiffre d'affaires, le total des fonds propres, le total de l'actif, l'emploi, la valeur ajoutée, le total des actifs immobilisés, la rentabilité nette des fonds propres et la rentabilité nette de l'actif total ;
- 2. nous mettons ensuite en évidence les principales dimensions financières caractéristiques du secteur (le profil financier global du secteur), telles qu'elles se présentent en coupe instantanée au terme de l'exercice comptable 1993 ;
 - les variables prises en compte dans cette analyse sont les 86 ratios financiers repris dans notre base de données ⁴⁷ ;
 - la technique statistique utilisée pour réaliser concrètement cette analyse est la technique de l'analyse en composantes principales ⁴⁸ ;

⁴⁶ Pour chaque entreprise identifiée comme exceptionnelle, la valeur de l'agrégat sous-jacent est remplacée par la valeur du Percentile 1 (respectivement, du Percentile 99) caractéristique de la série statistique des valeurs prises par cet agrégat au sein du secteur.

Pour mesurer concrètement l'impact de ces données exceptionnelles sur les différents agrégats considérés, nous calculons la moyenne et la médiane des séries statistiques ainsi corrigées et nous les comparons avec la moyenne et la médiane de ces mêmes séries non corrigées ; nous complétons ensuite notre information en calculant le coefficient de variation avant et après traitement des données exceptionnelles, de façon à bien mettre en évidence l'impact différencié de ces données exceptionnelles sur les différents agrégats caractéristiques que nous prenons en considération.

⁴⁷ Prendre en compte les rubriques comptables brutes ne serait pas pertinent, car ces rubriques sont intégrées dans le calcul de un ou plusieurs ratios financiers : le contenu informationnel d'un ratio, qui combine et rapporte entre elles plusieurs rubriques comptables, est donc plus riche que ne l'est le contenu informationnel d'une rubrique particulière.

A ce problème de richesse informationnelle, s'ajoute un problème de corrélation élevée entre de très nombreuses rubriques comptables : l'égalité bilantaire Actif = Passif et l'égalité Charges = Produits (une fois intégrée l'apparition d'une perte ou d'un bénéfice) implique en effet que la valeur d'une rubrique dépend mathématiquement de la valeur des autres rubriques comptables. Chaque rubrique comptable s'avère donc avoir un contenu informationnel qui dépend plus ou moins étroitement du contenu informationnel des autres rubriques comptables.

⁴⁸ Techniquement, nous réalisons, pour chaque secteur, une analyse en composantes principales sur une base de données dont les données manquantes ont conduit au rejet des individus sous-jacents : toute entreprise présentant des comptes annuels incomplets est dès lors éliminée de l'analyse.

Rappelons que "le but de cette méthode est de substituer à l'ensemble des variables originelles (les ratios) un autre ensemble de variables, sur base des interdépendances et des relations croisées observées dans les données ; les variables originelles sont supposées constituer une fonction linéaire d'un certain nombre de variables fondamentales sous-jacentes, appelées 'facteurs' ou 'composantes' : les composantes principales peuvent alors être vues comme les déterminants de base des interdépendances observées dans les données " (Ooghe, Van Wymeersch, 1985).

La matrice de corrélation entre les variables d'origine fait l'objet de l'analyse ; seules sont retenues dans l'analyse les variables dont le niveau de tolérance (à savoir : 1 - le coefficient de corrélation multiple de la

- cette technique s'applique à des données continues ⁴⁹ et à la particularité de construire des composantes ⁵⁰ indépendantes les unes des autres ⁵¹ : les déterminants du comportement financier sous-jacents à ces composantes sont donc techniquement indépendants les uns des autres ;
- pratiquement, nous identifions comme suit les 6 premières composantes principales ;
 - l'analyse des valeurs-propres nous informe d'abord sur l'importance de chaque composante principale (donc de chaque déterminant du comportement financier du secteur) ;
 - l'analyse des corrélations entre les ratios initiaux et les composantes principales nous permet ensuite d'identifier chaque composante principale ;
- 3. nous analysons ensuite l'évolution de la structure de financement à l'intérieur du secteur au cours de la période 1988-1993 ;
 - cette analyse porte à la fois sur la structure financière globale du secteur (le ratio "Fonds propres / Passif total " - FPAT) et sur la structure de l'endettement du

variable sous-jacente avec toutes les autres variables retenues dans l'analyse) est inférieur à 0.01 . En choisissant un niveau de tolérance aussi faible, nous acceptons que de nombreuses variables redondantes (donc contenant le même type d'information) soient incluses dans l'analyse, ce qui a pour conséquence indirecte que les coefficients des scores factoriels peuvent présenter des profils contre-intuitifs, l'influence très forte d'une variable pouvant alors être contre-balancée par un poids contre-intuitif affecté à une variable qui lui est très corrélée : ce type de comportement, dans le cas qui nous préoccupe, n'est pas gênant, car, correctement décelé, il permet de mettre encore davantage en lumière les différentes dimensions financières associées à chaque composante principale.

Enfin, six facteurs sont extraits et ces facteurs font l'objet, une fois calculés, d'une rotation de type Varimax, de façon à obtenir une représentation graphique qui maximise au mieux les écarts entre les différents points factoriels.

⁴⁹ Une variable est dite continue lorsqu'elle peut prendre un nombre infini de valeurs différentes. Tel est le cas des ratios financiers considérés dans notre analyse. Toutefois, un certain nombre de ratios (notamment au niveau de la structure de l'actif de l'entreprise) ont une borne inférieure rigide (la valeur 0) ; ce problème technique est partiellement contourné par le fait que nos calculs sont effectués sur des variables statistiques centrées et réduites. Une solution alternative (la transformée logarithmique de ces ratios) donne par ailleurs des résultats fort proches de ceux présentés dans le présent document.

⁵⁰ La première composante principale est constituée de la combinaison linéaire des variables de départ (les ratios) qui reflète au mieux l'information contenue dans la batterie de ratios soumise à l'étude ; la seconde composante principale est quant à elle constituée de la combinaison linéaire des variables de départ qui reflète au mieux l'information résiduelle contenue dans le nuage de points initial et qui est totalement indépendante de la première composante principale ; il en va de même ensuite pour les autres composantes principales.

Techniquement, une valeur-propre, reflet de l'information contenue dans la combinaison linéaire construite, est associée à chaque composante principale et le rapport entre cette valeur-propre et la variance du nuage de points qui matérialise la batterie de ratios reflète la part de l'information initiale contenue dans le nuage de points qui est synthétisée par la composante correspondante : l'examen des valeurs-propres associées aux différentes composantes principales permet de mettre en évidence celles qui reflètent au mieux le nuage de points initial et de chiffrer la part d'information qui est reproduite par chaque composante.

Ensuite, l'examen de la corrélation, tant positive que négative, entre les variables de départ (les ratios) et chaque composante principale permet de mettre en évidence les indicateurs financiers qui influencent le plus la détermination de chaque composante : les variables les plus corrélées sont celles qui permettent de donner une signification à la composante principale.

⁵¹ La corrélation entre deux composantes principales est nulle.

secteur, qu'il s'agisse de l'endettement à long terme (le ratio "Endettement à long terme / Passif total" - EDL), de l'endettement à court terme (le ratio "Endettement à court terme / Passif total" - EDC) ou de l'endettement commercial, par le biais du crédit octroyé par les fournisseurs (le ratio "Dettes commerciales à court terme / Passif total" - DCCTAT) ; cette analyse est menée sur les données brutes, non corrigées pour les individus extrêmes, de façon à analyser l'évolution réelle du comportement du secteur en matière de mode et de structure de financement ;

- pour chacune de ces 4 variables, une série de tests de différence de moyenne ⁵² entre deux exercices comptables différents est effectuée :

- d'abord, un test de Student d'égalité de moyenne est mené en vue de comparer l'évolution du comportement financier sous-jacent (structure financière globale ou structure d'endettement) d'une année sur l'autre ;
- ensuite, l'évolution du comportement financier en termes de structure financière et d'endettement est étudiée sur longue période : pour ce faire, un test de Student est effectué entre les données de 1993 et celles de deux années-pivots : 1988 et 1990 (comparaisons 1993-1988 et 1993-1990), de façon à analyser la stabilité de ce comportement financier à des horizons respectifs de 5 et 3 ans et à mettre en évidence plus particulièrement l'évolution du comportement financier des entreprises en continuité d'exploitation entre 1988 et 1993 ;

4. nous cherchons ensuite à détecter d'éventuelles différences de comportement en termes de structure financière et de structure d'endettement (à long terme, à court terme et par la voie du crédit-fournisseurs) entre, d'une part ⁵³, le groupe des entreprises en continuité

⁵² Le test de différence de moyenne qui est mené est le test de Student. Il prend en compte explicitement non seulement l'évolution de la moyenne arithmétique du ratio sous-jacent entre les deux exercices comptables qui sont comparés, mais également l'évolution de la volatilité (l'écart-type) de ce ratio entre ces deux exercices comptables : pour chaque entreprise dont les comptes annuels au cours des deux exercices comparés sont présents (l'Effectif), la moyenne et l'écart-type du ratio analysé sont calculés pour chacun des deux exercices ; une différence de moyenne pour toutes les entreprises du secteur présentes au cours des deux exercices qui sont comparés est ensuite calculée (la Différence) et une statistique T de Student est calculée (approximativement, un rapport de la différence de moyenne à la différence de volatilité au sein du secteur entre les deux exercices comptables), pour laquelle la probabilité p de voir la valeur de cette statistique être provoquée par le hasard est calculée ; lorsque cette probabilité p est inférieure à un seuil de 5 %, on peut statistiquement conclure à l'existence d'une évolution significative dans le comportement financier sectoriel sous-jacent.

⁵³ Concrètement, le groupe de référence est celui des entreprises présentes dans le secteur de manière ininterrompue de 1988 à 1993 : ces entreprises sont dites en '*continuité d'exploitation*' ; le comportement de ce groupe de référence est ensuite comparé successivement au comportement des 4 autres groupes suivants :

- un deuxième groupe comprend les entreprises absentes du secteur au cours des trois premières années de la période d'étude (1988-1990), mais répertoriées dans le secteur de 1991 à 1993 : ce groupe comprend donc les entreprises présentes dans le secteur depuis 3 années par rapport à l'année de référence qu'est 1993 (donc sensées arriver au terme de leur phase de démarrage, au sens de Berryman (1983)) et est dénommé '*création depuis trois ans*' ;

- un troisième groupe, plus large, comprend les entreprises créées après 1988 : ce groupe comprend donc toutes les entreprises créées au cours de l'une des 5 années qui précèdent l'année de référence 1993 et est appelé '*création depuis cinq ans*' ;

d'activité au cours de la période analysée et, d'autre part, celui des entreprises ayant été créées et/ou ayant disparu ⁵⁴ au cours de la période d'étude ; nous prolongeons ensuite l'analyse en cherchant à détecter d'éventuelles différences de comportement sur longue période (1988-1993) en matière de structure financière et de structure de financement entre les petites entreprises qui déposent leurs comptes annuels selon un schéma abrégé et les moyennes ou grandes entreprises qui déposent leurs comptes annuels selon un schéma complet ⁵⁵ ;

- les variables analysées sont les différents indicateurs de structure financière et de structure d'endettement analysés au long de la section précédente ; les analyses sont menées en trois temps : d'abord, une comparaison "Continuité / Création", ensuite une comparaison "Continuité / Disparition" et enfin une comparaison "Petites Entreprises / Moyennes ou Grandes Entreprises" ;
 - les analyses menées consistent en des tests de différence de moyennes et de variances ⁵⁶ ;

- un quatrième groupe se focalise sur les entreprises nouvellement créées et qui n'ont pas survécu à leur phase de démarrage : il comprend les entreprises créées en 1990, actives en 1991 et 1992 et qui disparaissent en 1993 ; ce groupe est appelé '*disparition à trois ans*' ;

- enfin, le dernier groupe, lui aussi élargi, prend en considération les entreprises disparues en 1993 alors qu'elles étaient actives au cours des 5 années qui précèdent cette disparition, et est composé des entreprises actives jusqu'en 1992 et n'ayant pas déposé de comptes annuels en 1993 et 1994 : ce groupe est appelé '*disparition à cinq ans*'.

⁵⁴ L'étude des différences de structure financière et de structure d'endettement entre entreprises en continuité d'exploitation et entreprises nouvellement créées prend en considération l'année 1993 comme année de référence, alors que cette même étude menée entre entreprises en continuité d'exploitation et entreprises en voie de disparition prend en considération les données financières relatives à l'exercice 1992.

⁵⁵ Dans ce cas, le premier groupe englobe l'ensemble des entreprises qui déposent leurs états financiers selon un schéma abrégé, à savoir les entreprises ayant revêtu une des formes sociétales prévues par les Lois Coordonnées sur les Sociétés Commerciales (à l'exception des sociétés en nom collectif et des sociétés en commandite simple ayant un chiffre d'affaires inférieur à 20 millions Bef, qui sont assimilées aux commerçants et personnes physiques) et qui ne dépassent pas plus d'une des limites suivantes (notons que ces limites sont revues périodiquement par le législateur et qu'elles ont évolué de manière homogène tout au long de la période étudiée) :

- nombre de travailleurs occupés en moyenne sur l'année inférieur à 50 ;

- chiffre d'affaires inférieur à 200 millions Bef ;

- total du bilan inférieur à 100 millions Bef,

sauf si le nombre de travailleurs occupés en moyenne sur l'année dépasse 100 unités ;

nous pouvons assimiler ces entreprises à de '*petites*', voire de '*très petites entreprises*'.

Quant au second groupe, il englobe l'ensemble des entreprises qui présentent leurs états financiers selon un schéma complet, à savoir l'ensemble des entreprises qui ne répondent pas aux conditions requises pour déposer leurs états financiers selon un schéma abrégé ; un simple examen des critères requis en termes d'emploi et de taille financière laisse vite apparaître qu'il s'agit essentiellement de '*moyennes*' et de '*grandes entreprises*'.

⁵⁶ Les résultats de ces analyses s'établissent en deux étapes :

Première étape : le test multivarié général de Hotelling permet de comparer le comportement moyen des deux groupes successivement considérés, pour les quatre variables financières retenues, et débouche sur le calcul d'une statistique dénommée T² ; étant donné l'hypothèse nulle sous-jacente d'homogénéité de comportement dans les deux groupes, la clé de lecture consiste à comparer la probabilité de rejet suggérée par le test (la valeur

- une troisième phase, à but explicatif et prédictif, vise ensuite à mettre en évidence les déterminants de la structure financière et de la structure de financement au sein de chaque secteur, sur une base longitudinale ;
 - les dimensions financières dont nous étudions les déterminants sont respectivement la structure financière globale de l'entreprise (le ratio "Fonds propres / Passif total"), son niveau d'endettement à long terme (le ratio "Taux d'endettement à long terme") et à court terme (le ratio "Taux d'endettement à court terme"), ainsi que son niveau de financement par crédits fournisseurs (le ratio "Dettes commerciales à court terme / Passif total") ;
 - la technique statistique utilisée pour mettre en évidence ces déterminants est celle de l'analyse de régression linéaire multiple ⁵⁷ : son utilisation implique que nous formulons l'hypothèse implicite que la structure financière d'une entreprise (et donc d'un secteur) peut être expliquée par une combinaison linéaire de ratios financiers représentatifs des différentes dimensions financières caractéristiques de l'entreprise et/ou de son secteur ;
 - l'approche explicative est construite comme suit :
 - pour chacune des 6 années de la période 1988-1993 qui constitue notre spectre d'analyse, nous expliquons le niveau des dimensions financières précitées au sein de chaque secteur (les variables dépendantes) par le comportement des ratios non liés

- directement à la structure de financement de l'entreprise ⁵⁸ (les variables indépendantes ou explicatives) ⁵⁹ ;
- dans un premier temps, nous mettons en évidence les tendances lourdes ⁶⁰ qui permettent d'expliquer, au sein de chaque secteur, la structure financière et la structure d'endettement de ses entreprises ;
- dans un second temps, nous étudions, année par année et pour chacune des 4 variables dépendantes examinées, les résultats de l'analyse de régression ;
- enfin, l'approche prédictive a pour but d'analyser la possibilité statistique de prévoir l'évolution à court terme (un horizon d'une année) de la structure financière et de la structure de financement de chaque secteur et ce, d'une part pour les petites entreprises et d'autre part pour les moyennes ou grandes entreprises ;
 - elle se fonde sur une analyse de régression des indicateurs de structure financière et de structure de financement que sont respectivement FPAT, EDL, EDC et DCCTAT relatifs à l'année 1993 sur les variables indépendantes que constituent les 86 ratios utilisés, calculés pour l'année 1992 : ce faisant, nous répondons à la question "Connaissant les états financiers des entreprises d'un même secteur pour un exercice comptable, peut-on prévoir le niveau de la structure financière et de la structure de financement de ce secteur et de ses entreprises au terme de l'année suivante ?" ;
 - ces analyses de régression sont menées ⁶¹ d'une part au départ des états financiers présentés par les entreprises déposant des comptes tenus selon le schéma abrégé (les petites entreprises) et d'autre part au départ des états financiers présentés par les entreprises déposant des comptes tenus selon le schéma complet des comptes annuels (les moyennes ou grandes entreprises) ;

de p) au seuil de confiance retenu (5 %) : si $p < 5\%$, l'hypothèse d'égalité des moyennes est rejetée et l'analyse peut conclure à l'existence d'une différence statistique de comportement financier en termes de structure financière et de structure d'endettement entre les 2 groupes analysés ; par contre, si $p > 5\%$, l'hypothèse d'égalité de moyenne ne peut pas être rejetée.

Deuxième étape : l'examen du comportement individuel de chacune des 4 variables analysées conduit à mener deux tests statistiques : un test de Levene et un test de Student ;

en effet, pour chacune des variables, un test de Levene est d'abord mené : celui-ci permet de prendre en compte la volatilité du comportement de chacune des variables dans les 2 groupes analysés et de tester l'homogénéité des variances dans ces deux groupes ; deux cas sont ensuite à distinguer :

- le rejet de l'hypothèse nulle d'égalité des variances dans les deux groupes survient lorsque la probabilité de rejet pour le test de Levene est inférieure à 5 % : dans ce cas, le test de Student relatif à la différence des moyennes entre les deux groupes comparés doit tenir compte de la différence des distributions du point de vue des variances ;

- le non-rejet de l'hypothèse d'homogénéité des variances dans les deux groupes comparés survient lorsque la probabilité de rejet pour le test de Levene est supérieure à 5 % : dans ce cas, le test de Student relatif à la différence des moyennes de la variable sous-jacente est en droit de supposer l'égalité des variances dans les deux groupes comparés.

⁵⁷ D'un point de vue statistique, nous utilisons la technique de l'analyse de régression multiple pas-à-pas ascendante : initialement, la variable dépendante n'est expliquée par aucune variable indépendante ; puis, la variable indépendante qui apparaît statistiquement expliquer la plus grande part du comportement de la variable dépendante est introduite dans l'équation de régression ; la variable indépendante qui apparaît expliquer la plus grande part du comportement de la variable dépendante qui ne soit pas déjà expliqué par l'équation de régression est ensuite introduite à son tour dans l'équation de régression linéaire et son introduction amène à réestimer les coefficients (les poids et donc l'influence) de l'équation de régression ainsi construite ; et ainsi de suite, par itération, jusqu'à ce que plus aucune variable indépendante n'apparaisse expliquer de façon statistiquement significative le comportement de la variable dépendante.

Le choix de cette technique implique donc que l'équation de régression construite comprend au minimum 1 variable explicative et au maximum autant de variables explicatives que de ratios intégrés dans l'analyse.

⁵⁸ Un dilemme se présente toutefois à nous : faut-il ou non inclure le niveau des fonds propres parmi les facteurs explicatifs du niveau d'endettement à long terme ? En effet, la littérature n'est guère explicite à ce sujet et oppose des points de vue fort différents.

Aussi, pour résoudre ce dilemme, avons-nous dans un premier temps exclu le niveau des fonds propres hors des variables explicatives, avant de l'inclure dans une seconde phase de régression.

⁵⁹ Pour mener à bien ces analyses, nous acceptons un niveau de tolérance extrêmement élevé de 0.9 : ce faisant, nous sommes conscients d'introduire dans notre analyse un important problème potentiel de multicollinéarité, puisque nous acceptons pratiquement qu'une variable soit considérée même si 90 % de l'information qu'elle apporte est déjà reflétée par d'autres variables.

Si, techniquement, le problème de multicollinéarité se traduit dans la construction de l'équation de régression par l'introduction de coefficients affectés aux variables indépendantes contre-intuitifs par rapport à la logique financière, il a par contre, dans la perspective explicative qui est la nôtre, l'avantage de faire encore davantage apparaître les dimensions financières sous-jacentes à la problématique de la structure financière et de la structure d'endettement (puisque un ratio financier affecté par ce problème de multicollinéarité se voit généralement contre-balancé par un ou plusieurs autres ratios financiers qui reflètent la même dimension financière).

⁶⁰ Les facteurs communs aux 6 années de la période d'étude.

⁶¹ Techniquement, les régressions sont réalisées en adoptant un niveau de tolérance de 0.75 : toute variable ayant un coefficient de corrélation multiple supérieur à 86.6 % avec les variables déjà entrées dans le modèle est donc exclue de la construction du modèle, et ce, afin de réduire les problèmes posés par la multicollinéarité importante entre certains ratios financiers de notre base de données.

- signalons toutefois que, ne disposant pas encore des données 1994, la stabilité des modèles de régression ainsi construits n'a pu être testée, .

II. Les principaux résultats empiriques

Nous présentons à présent les principaux résultats ⁶² qui émergent de l'analyse longitudinale du comportement financier, de la structure financière et de la structure de financement des 10 secteurs industriels sélectionnés.

II.1. Une analyse descriptive de l'évolution des 10 secteurs étudiés

Les *tableaux 2 à 10* donnent un aperçu ⁶³ de l'évolution des 10 secteurs étudiés ⁶⁴ en termes d'effectif, de chiffre d'affaires annoncé, d'actif total, d'actif immobilisé de production, de valeur ajoutée, d'emploi, de valeur ajoutée moyenne par personne occupée (indice de productivité par personne employée), de rentabilité économique globale médiane et de rentabilité des fonds propres médiane.

⁶² Le lecteur intéressé par une présentation exhaustive et systématique des résultats de l'analyse pour chacun de ces 10 secteurs peut se référer utilement aux Volumes 2 et 3 de la recherche complète.

⁶³ Ces tableaux ne reproduisent que l'agrégat statistique le plus pertinent compte tenu de la variable financière qui est présentée ; ainsi nous nous limitons, dans le présent Cahier de Recherche, à l'analyse de l'effectif total, du chiffre d'affaires sectoriel annoncé total, du total de l'actif monopolisé par le secteur, du total de l'actif immobilisé de production qu'il utilise, de la valeur ajoutée totale qu'il engendre, de l'emploi total qu'il génère, de la valeur ajoutée moyenne par personne occupée qui le caractérise (indice de productivité par personne employée), de la rentabilité économique globale médiane et de la rentabilité des fonds propres médiane.

⁶⁴ Le sigle N.D. (non disponible) signifie que la statistique sous-jacente n'a pu être valablement calculée.

Tableau 2 : Evolution générale des secteurs étudiés en terme d'effectif (valeurs exprimées en unité)

Code NACE	Valeur en	Valeur en	Evolutions exprimées en base 1988 = 100					
	1988	1993	1988	1989	1990	1991	1992	1993
NACE 20	1 190	949	100	109.83	117.47	125.71	137.81	79.74
NACE 21	265	297	100	98.87	101.88	104.15	112.08	112.08
NACE 22	2 054	2 891	100	102.82	108.91	118.88	135.98	140.75
NACE 29	1 063	984	100	100.65	106.68	111.85	127.12	92.57
NACE 30	N.D.	59	N.D.	N.D.	N.D.	N.D.	100.00	120.41
NACE 31	244	377	100	103.28	105.74	124.59	195.49	154.50
NACE 32	90	143	100	107.77	104.44	126.66	208.88	158.88
NACE 33	372	412	100	106.98	108.33	121.77	150.27	110.75
NACE 36	1 373	1 589	100	100.65	105.46	110.99	128.40	115.73

NACE 45	11 390	17 003	100	107.51	117.59	128.25	150.24	149.28
---------	--------	--------	-----	--------	--------	--------	--------	--------

Tableau 3 : Evolution générale des secteurs étudiés en terme de chiffre d'affaires annoncé (données exprimées en millions de francs belges)

Code NACE	Valeur en		Evolutions exprimées en base 1988 = 100					
	1988	1993	1988	1989	1990	1991	1992	1993
NACE 20	51 360	53 835	100	119.69	123.24	132.52	127.33	104.82
NACE 21	111 912	94 393	100	105.79	107.35	99.55	96.73	84.35
NACE 22	124 848	157 282	100	111.51	114.57	124.72	131.55	125.98
NACE 29	250 596	215 946	100	114.84	121.05	113.40	110.76	86.17
NACE 30	N.D.	3 259	N.D.	N.D.	N.D.	N.D.	100.00	129.25
NACE 31	55 587	106 562	100	139.95	142.93	144.04	249.00	191.70
NACE 32	19 013	97 638	100	287.13	304.99	270.70	504.96	513.52
NACE 33	40 689	20 006	100	198.24	203.07	190.68	187.95	49.17
NACE 36	115 904	134 994	100	104.87	110.70	106.94	117.62	116.47

NACE 45	324 588	451 508	100	115.53	134.20	137.38	153.05	139.10
---------	---------	---------	-----	--------	--------	--------	--------	--------

Tableau 4 : Evolution générale des secteurs étudiés en terme d'actif total (données exprimées en millions de francs belges)

Code NACE	Valeur en	Valeur en	Evolutions exprimées en base 1988 = 100					
	1988	1993	1988	1989	1990	1991	1992	1993
NACE 20	38 392	47 120	100	123.27	126.43	141.95	147.08	126.80
NACE 21	100 527	121 234	100	113.02	121.90	130.74	140.49	120.60
NACE 22	128 503	180 489	100	115.11	119.10	131.89	133.09	140.45
NACE 29	208 489	186 744	100	106.44	104.21	108.07	111.31	89.57
NACE 30	N.D.	2 984	N.D.	N.D.	N.D.	N.D.	100.00	122.76
NACE 31	37 611	86 825	100	127.73	132.78	155.38	282.49	230.85
NACE 32	16 816	113 551	100	217.35	196.55	182.42	735.76	675.25
NACE 33	54 065	19 567	100	135.50	129.67	138.81	104.49	36.19
NACE 36	70 454	88 970	100	109.31	120.46	117.77	137.66	126.28

NACE 45	362 842	561 157	100	115.81	134.14	143.04	164.43	154.66
---------	---------	---------	-----	--------	--------	--------	--------	--------

Tableau 5 : Evolution générale des secteurs étudiés en terme d'actif immobilisé (données exprimées en millions de francs belges)

Code NACE	Valeur en 1988	Valeur en 1993	Evolutions exprimées en base 1988 = 100					
			1988	1989	1990	1991	1992	1993
NACE 20	11 764	15 307	100	114.56	126.28	148.71	151.55	130.12
NACE 21	30 610	34 298	100	110.23	121.24	144.50	166.75	112.05
NACE 22	48 641	49 604	100	114.15	113.97	114.41	110.24	101.98
NACE 29	45 188	40 972	100	109.75	113.91	115.71	120.20	90.67
NACE 30	N.D.	849	N.D.	N.D.	N.D.	N.D.	100.00	108.64
NACE 31	8 582	19 480	100	151.93	150.54	171.60	288.39	226.99
NACE 32	3 106	25 914	100	309.43	285.99	297.65	942.40	834.21
NACE 33	10 915	3 920	100	146.93	143.75	157.26	142.38	35.92
NACE 36	12 979	18 597	100	113.48	138.70	138.75	162.61	143.28

NACE 45	55 952	92 992	100	117.60	141.47	161.09	191.61	166.20
---------	--------	--------	-----	--------	--------	--------	--------	--------

Tableau 6 : Evolution générale des secteurs étudiés en terme de valeur ajoutée (données exprimées en millions de francs belges)

Code NACE	Valeur en 1988	Valeur en 1993	Evolutions exprimées en base 1988 = 100					
			1988	1989	1990	1991	1992	1993
NACE 20	18 971	25 853	100	113.02	116.06	139.46	170.27	136.27
NACE 21	27 779	24 796	100	96.29	111.60	106.18	102.21	100.10
NACE 22	53 711	71 716	100	107.52	108.49	122.72	146.78	147.58
NACE 29	84 246	76 817	100	104.54	113.71	114.12	125.58	91.18
NACE 30	N.D.	1 325	N.D.	N.D.	N.D.	N.D.	100.00	125.50
NACE 31	20 129	40 748	100	130.06	139.54	139.25	251.29	202.43
NACE 32	5 364	36 496	100	271.13	284.69	259.66	684.27	680.33
NACE 33	12 667	9 538	100	197.03	197.79	157.56	205.05	75.30
NACE 36	30 565	49 217	100	105.87	109.11	126.11	170.63	161.02

NACE 45	147 153	290 494	100	110.41	127.66	150.95	204.43	197.41
---------	---------	---------	-----	--------	--------	--------	--------	--------

Tableau 7 : Evolution générale des secteurs étudiés en terme d'emploi (données exprimées en unité)

Code NACE	Valeur en 1988	Valeur en 1993	Evolutions exprimées en base 1988 = 100					
			1988	1989	1990	1991	1992	1993
NACE 20	13 147	11 402	100	109.80	111.63	118.19	125.56	86.73
NACE 21	15 878	13 045	100	100.45	106.18	102.18	101.54	87.19
NACE 22	32 125	33 785	100	103.75	102.23	106.35	106.59	105.17
NACE 29	58 350	40 680	100	100.77	100.27	98.61	95.36	69.72
NACE 30	N.D.	667	N.D.	N.D.	N.D.	N.D.	100.00	116.00
NACE 31	14 025	21 534	100	130.66	133.56	130.86	205.42	153.54
NACE 32	3 595	18 844	100	328.98	308.46	282.59	552.91	524.17
NACE 33	11 236	5 045	100	169.60	163.53	169.38	158.50	44.90
NACE 36	25 824	25 056	100	98.87	101.89	101.71	107.50	97.03

NACE 45	115 866	150 131	100	109.48	123.26	128.08	138.97	129.57
---------	---------	---------	-----	--------	--------	--------	--------	--------

Tableau 8 : Evolution générale des secteurs étudiés en terme de valeur ajoutée par personne occupée (valeur moyenne exprimée en milliers de francs belges)

Code NACE	Valeur en	Valeur en	Evolutions exprimées en base 1988 = 100					
	1988	1993	1988	1989	1990	1991	1992	1993
NACE 20	1 442	2 268	100	102.98	104.02	118.03	135.57	157.28
NACE 21	1 749	2 008	100	95.82	105.09	103.94	100.62	114.81
NACE 22	1 671	2 345	100	103.65	106.16	115.44	137.76	140.33
NACE 29	1 443	1 888	100	103.74	113.44	115.80	131.74	130.84
NACE 30	N.D.	1 985	N.D.	N.D.	N.D.	N.D.	100.00	108.11
NACE 31	1 435	1 892	100	99.51	104.46	106.41	122.30	131.85
NACE 32	1 492	1 936	100	82.37	92.29	91.89	123.73	129.76
NACE 33	1 127	1 889	100	116.25	120.94	92.99	129.37	167.61
NACE 36	1 183	1 964	100	107.10	107.10	124.00	158.75	166.01

NACE 45	1 120	1 926	100	105.53	112.14	128.39	162.41	171.96
---------	-------	-------	-----	--------	--------	--------	--------	--------

Tableau 9 : Evolution générale des secteurs étudiés en terme de rentabilité économique globale (valeur médiane du ratio de rentabilité de l'actif total)

Code NACE	Valeur en	Valeur en	Evolutions exprimées en base 1988 = 100					
	1988	1993	1988	1989	1990	1991	1992	1993
NACE 20	5 %	1 %	100	80.00	80.00	60.00	40.00	20.00
NACE 21	3 %	2 %	100	66.66	33.33	66.66	66.66	66.66
NACE 22	5 %	3 %	100	80.00	60.00	60.00	60.00	60.00
NACE 29	5 %	2 %	100	80.00	80.00	60.00	40.00	40.00
NACE 30	N.D.	4 %	N.D.	N.D.	N.D.	N.D.	100.00	100.00
NACE 31	6 %	2 %	100	66.66	83.33	33.33	33.33	33.33
NACE 32	6 %	3 %	100	83.33	50.00	50.00	66.66	50.00
NACE 33	6 %	5 %	100	83.33	66.66	66.66	100.00	83.33
NACE 36	3 %	1 %	100	66.66	66.66	66.66	66.66	33.33

NACE 45	6 %	4 %	100	100.00	83.33	66.66	66.66	66.66
---------	-----	-----	-----	--------	-------	-------	-------	-------

Tableau 10 : Evolution générale des secteurs étudiés en terme de rentabilité des fonds propres (valeur médiane)

Code NACE	Valeur en	Valeur en	Evolutions exprimées en base 1988 = 100					
	1988	1993	1988	1989	1990	1991	1992	1993
NACE 20	16 %	8 %	100	87.50	81.25	68.75	62.50	50.00
NACE 21	12 %	9 %	100	100.00	83.33	91.67	91.67	75.00
NACE 22	17 %	11 %	100	82.35	76.47	70.59	70.59	64.70
NACE 29	14 %	10 %	100	100.00	85.71	78.57	78.57	71.43
NACE 30	N.D.	12 %	N.D.	N.D.	N.D.	N.D.	100.00	100.00
NACE 31	16 %	10 %	100	87.50	87.50	62.50	68.75	62.50
NACE 32	17 %	13 %	100	100.00	70.59	88.23	76.47	76.47
NACE 33	14 %	11 %	100	92.85	78.57	92.85	107.14	78.57
NACE 36	13 %	9 %	100	92.31	76.92	69.23	69.23	69.23

NACE 45	17 %	11 %	100	88.23	76.47	70.59	70.59	64.70
---------	------	------	-----	-------	-------	-------	-------	-------

Les éléments suivants ressortent de l'analyse de ces tableaux :

- Les 10 secteurs étudiés connaissent globalement une évolution extrêmement différenciée, marquée généralement du sceau de la croissance ; ainsi,
 - le secteur du *bois* est confronté à une stagnation de son chiffre d'affaires et à une réduction substantielle de ses effectifs, conduisant ainsi à une croissance de la taille moyenne des entreprises du secteur ; les grandes tempêtes du début de la décennie font par ailleurs clairement ressentir leurs effets financiers ;
 - le secteur du *papier* est confronté à une légère croissance de ses effectifs, couplée à une réduction de son chiffre d'affaires : la taille des entreprises du secteur se réduit ;
 - le secteur de l'*édition* connaît quant à lui une phase de croissance équilibrée, alors que le secteur de la *fabrication de machines* connaît une phase de décroissance équilibrée (la décroissance du chiffre d'affaires est quasi proportionnelle à la décroissance des effectifs du secteur) ;
 - le secteur du *traitement de l'information* est quant à lui un secteur en phase de création, qui n'apparaît dans les statistiques qu'à dater de 1992 ; très petit, il est confronté à une croissance rapide ;
 - le secteur des *appareils électriques* connaît quant à lui une croissance soutenue, qui se manifeste par une croissance du chiffre d'affaires plus que proportionnelle à la croissance des effectifs du secteur ;
 - le secteur des *appareils de communication* connaît lui aussi une croissance soutenue, accentuée par l'influence toujours plus importante exercée par les entreprises les plus grandes du secteur ; le chiffre d'affaires, la valeur ajoutée, l'actif de production du secteur explosent sous l'effet d'investissements majeurs effectués par les principaux acteurs du secteur ;
 - le secteur des *instruments de précision* est confronté quant à lui, jusqu'en 1992, à une phase de croissance soutenue, qui prend fin brutalement en 1993 suite au retrait hors du secteur de quelques grandes entreprises ;
 - le secteur de la *fabrication de meubles* connaît une légère croissance, bien maîtrisée, alors que le secteur de la *construction* maîtrise bien une période de croissance soutenue.
- Les secteurs étudiés connaissent une double phase d'investissement en actif de production : la première, relativement modérée, survient en 1989, et est suivie, soit de manière progressive, soit de manière brutale (généralement en 1992), d'une seconde phase d'investissement plus intense.
- La modernisation de l'outil de production et, dans une moindre mesure, l'expansion de cet outil de production sont les deux principales motivations de ces investissements, qui se traduisent généralement par une croissance significative de la valeur ajoutée engendrée (tout particulièrement dans les secteurs du *bois*, des *appareils électriques*, des *appareils de communication*, de la *fabrication de meubles* et de la *construction*).
- En terme d'emploi, seul le secteur des *appareils de communication* connaît une croissance spectaculaire (en raison du rôle prépondérant joué par quelques grands groupes industriels dans ce secteur) ; les secteurs des *appareils électriques*, de la *construction* et, dans une moindre

mesure, de l'*édition*, connaissent aussi une croissance de l'emploi. Quant aux secteurs de la *fabrication de meubles*, du *bois*, du *papier* et, plus intensément encore, de la *fabrication de machines* et de la *fabrication d'instruments de précision*, ils connaissent une réduction significative de leur niveau d'emploi.

- La tendance à la croissance de la valeur ajoutée (en raison notamment d'investissements en actifs de production modernisés) et la tendance à la décroissance de l'emploi ou à une croissance de l'emploi moins que proportionnelle à la hausse du niveau d'activité du secteur conduit à une croissance généralisée de la productivité par personne occupée ; cette hausse est plus spectaculaire dans les secteurs qui, en 1988, affichent une faible productivité par personne occupée (*instruments de précision*, *meubles*, *construction*).
- La rentabilité économique globale médiane⁶⁵ est clairement orientée à la baisse pour tous les secteurs étudiés, passant d'un niveau de 5 % à 6 % à un niveau de 2 % à 4 % ; cette chute de la rentabilité économique globale frappe essentiellement le secteur du *bois*, de la *fabrication de machines*, des *appareils électriques* et de la *fabrication de meubles*.
- Enfin, la rentabilité des fonds propres médiane est elle aussi clairement orientée à la baisse, suivant notamment l'orientation à la baisse du taux de rémunération des fonds prêtés à long terme ; la prime de risque médiane censée rémunérer, en application de la théorie financière néo-classique, le risque pris par l'actionnaire d'une société par actions est ainsi réduite à 1 % ou 2 % dans les secteurs du *bois*, du *papier* et de la *fabrication de meubles*.

II.2. La part des Petites ou Moyennes Entreprises

Il ressort du *tableau 11*⁶⁶ que la nature de l'activité sectorielle influence beaucoup le taux de présence de moyennes ou grandes entreprises dans le secteur. Toutefois, il apparaît clairement que de 10 % à 20 % des entreprises sont, au sein de chaque secteur, des entreprises unipersonnelles et que plus de 75 % des entreprises sont, au sein de chaque secteur, des Petites Entreprises occupant moins de 20 personnes (ce chiffre dépasse même les 90 % dans les secteurs de l'*édition*, des *instruments de précision* et de la *construction*).

Il apparaît par ailleurs que les secteurs qui comptent une forte présence (environ 10 %) de grandes entreprises sont aussi les secteurs qui ont connu les évolutions structurelles aux amplitudes les plus marquées (secteur des *appareils de communication* et des *appareils électriques*).

Enfin, la prise en compte du critère du schéma des comptes annuels conduit à sous-estimer la part occupée par les Petites ou Moyennes Entreprises au sein de chaque secteur.

⁶⁵ La valeur du ratio de rentabilité nette de l'actif total qui sépare en deux classes d'effectif égal les entreprises de chaque secteur.

⁶⁶ Pour rappel, le législateur comptable permet aux entreprises dont le chiffre d'affaires moyen est, à l'heure actuelle, inférieur à 200 millions Bef, dont l'actif total est inférieur à 100 millions Bef et dont l'effectif moyen du personnel est inférieur à 50 personnes d'opter pour un schéma abrégé de leurs comptes annuels (un de ces critères pouvant toutefois être dépassé) ; le fait d'occuper en moyenne annuelle plus de 100 travailleurs conduit toutefois à déposer d'office des comptes selon le schéma complet.

Tableau 11 : Le poids des Petites et Moyennes Entreprises dans les différents secteurs étudiés (en pourcentage)- Situation au terme de l'exercice comptable 1993

	NACE 20	NACE 21	NACE 22	NACE 29	NACE 30	NACE 31	NACE 32	NACE 33	NACE 36	NACE 45
Entreprise unipersonnelle	11.17%	12.46%	19.61%	12.09%	35.59%	10.08%	19.58%	14.32%	14.48%	11.79%
De 1 à 5 travailleurs (TPE) ⁶⁷	42.78%	29.96%	51.29%	33.13%	33.90%	37.40%	38.46%	57.04%	43.61%	57.69%
De 6 à 20 travailleurs (P.E.)	31.40%	29.63%	18.89%	25.61%	15.26%	24.40%	20.28%	19.41%	24.92%	22.51%
De 21 à 100 travailleurs (M.E.)	13.49%	18.86%	8.34%	22.56%	13.56%	18.57%	10.49%	6.80%	14.10%	7.03%
Plus de 100 travailleurs (G.E.)	1.16%	9.09%	1.87%	6.61%	1.69%	9.55%	11.19%	2.43%	2.89%	0.98%
Schéma abrégé	70.70%	66.66%	70.36%	61.69%	91.52%	50.13%	53.15%	66.02%	73.88%	72.75%
Schéma complet	29.30%	33.34%	29.64%	38.31%	8.48%	49.87%	46.85%	33.98%	26.12%	27.25%

⁶⁷ Une Très Petite Entreprise (T.P.E.) occupe de 1 à 5 travailleurs, une Petite Entreprise (P.E.) occupe de 6 à 20 travailleurs, une Moyenne Entreprise (M.E.) occupe de 21 à 100 travailleurs et une Grande Entreprise (G.E.) occupe plus de 100 travailleurs.

II.3. Le profil financier des secteurs étudiés

Il ressort du *tableau 12* que les principaux déterminants du comportement financier de ces secteurs sont les suivants :

- *L'horizon de financement* de l'entreprise : au sein de chaque secteur, il apparaît une opposition entre les entreprises qui privilégient le financement à long terme d'un actif de production proportionnellement important par rapport à l'actif total, dégageant de ce fait un fonds de roulement élevé, et les entreprises qui privilégient le financement à court terme, essentiellement par la voie du crédit bancaire, d'un actif d'exploitation proportionnellement important par rapport à l'actif total ; la nature exacte de l'activité de l'entreprise (notamment ses exigences en terme d'actif de production) et l'orientation plus commerciale ou plus productive de l'entreprise sont deux dimensions majeures qui sous-tendent le choix de cet horizon de financement.
- L'importance des prises de participation dans d'autres entreprises apparaît également être un élément qui détermine le comportement financier de l'entreprise : en effet, les entreprises qui détiennent des actifs financiers proportionnellement importants par rapport à l'actif total optent clairement pour un horizon de financement de long terme.
- La *rentabilité des fonds propres* de l'entreprise et son aptitude à bénéficier d'un effet de levier financier élevé : au sein de chaque secteur, il apparaît une opposition entre les entreprises qui, exploitant un taux d'endettement élevé, parviennent à transformer la rentabilité positive de leurs activités d'exploitation en une rentabilité accrue de leurs fonds propres et les entreprises qui, dégageant une rentabilité négative, subissent les effets d'un effet de levier négatif. Entre ces deux groupes se retrouvent les entreprises qui privilégient l'autofinancement et le financement par fonds propres.
- Le *niveau de productivité* de l'entreprise : au sein de chaque secteur, il apparaît une opposition entre les entreprises qui dégagent une valeur ajoutée et un cash-flow en volume élevés, qui résultent d'actifs de production (en volume)  lev s, aux entreprises qui détiennent une tr sorierie en volume importante. Au delà du facteur "taille", ce facteur met en évidence une opposition entre entreprises orientées vers la production et entreprises orientées vers la thésaurisation, en vue notamment de préparer des investissements futurs ou d'accroître leurs participations dans d'autres entreprises.
- La *rentabilité d'exploitation* de l'entreprise : au sein de chaque secteur, il apparaît une opposition entre les entreprises qui parviennent à dégager une rentabilité positive de leurs activités d'exploitation et les entreprises qui sont dans une situation inverse.
- La *risque de défaillance* qui pèse sur l'entreprise : au sein de chaque secteur, il apparaît une opposition entre les entreprises dont le taux de solvabilité est élevé et dont la position de liquidité est importante (généralement, elles dégagent une rentabilité positive) et les entreprises qui sont dans la situation inverse. Or, le couple "Solvabilité entamée et situation d'illiquidité" est l'élément financier pris en considération par le législateur pour détecter un état de défaillance ou de faillite.
- Le *niveau de valeur ajoutée* et son *affectation* entre les différents facteurs de production utilisés par l'entreprise, la *rentabilité* purement *commerciale* de l'entreprise, l'importance du *besoin en fonds de roulement* engendré par l'entreprise, le *mode de production* de l'entreprise (l'importance relative qu'elle accorde à ses activités de production ou à ses activités commerciales)

et la *taille* de l'entreprise constituent également des facteurs importants transversaux qui permettent d'expliquer le comportement financier des secteurs étudiés.

Tableau 12 : Le profil financier des secteurs étudiés- Résultats de l'analyse en composantes principales (au terme de l'exercice comptable 1993)

	NACE 20	NACE 21	NACE 22	NACE 29	NACE 30	NACE 31	NACE 32	NACE 33	NACE 36	NACE 45
<i>Facteur 1</i>	Horizon de financement	Horizon de financement Rentabilité d'exploitation	Valeur ajoutée Mode de production	Taille Mode de production	N.D.	Horizon de financement	Horizon de financement	Horizon de financement	Horizon de financement Rentabilité d'exploitation	Valeur ajoutée Rentabilité Taille
<i>Facteur 2</i>	Niveau de productivité Rentabilité d'exploitation	Rentabilité des fonds propres	Rentabilité des fonds propres	Horizon de financement	N.D.	Rentabilité des fonds propres	Niveau de productivité	Rentabilité d'exploitation	Rentabilité des fonds propres	Rentabilité des fonds propres
<i>Facteur 3</i>	Rentabilité des fonds propres	Risque de défaillance	Taille Mode de production	Valeur ajoutée Rentabilité d'exploitation	N.D.	Niveau de productivité	Capacité d'autofinancement	Risque de défaillance	Rentabilité d'exploitation Investissement	Horizon de financement
<i>Facteur 4</i>	Risque de défaillance	Niveau de productivité	Horizon de financement	Niveau de productivité	N.D.	Santé financière globale	Rentabilité des fonds propres	Niveau de productivité	Sous-dimensionnement	Rentabilité commerciale
<i>Facteur 5</i>	Rentabilité d'exploitation	Rentabilité commerciale	Risque de défaillance	Besoin en fonds de	N.D.	Rentabilité d'exploitation	Risque de défaillance	Rentabilité des fonds	Risque de défaillance	Risque de défaillance

		roulement		propres	
--	--	-----------	--	---------	--

	NACE 20	NACE 21	NACE 22	NACE 29	NACE 30	NACE 31	NACE 32	NACE 33	NACE 36	NACE 45
<i>Facteur 6</i>	Taille	Taille de l'actif de production	Capacité d'autofinancement	Risque de défaillance	N.D.	Valeur ajoutée et son affectation	Valeur ajoutée et son affectation	Dimensionnement	Sur-dimensionnement	Niveau de productivité
<i>Part de la variance expliquée par les 6 facteurs, avant rotation</i>	38.94 %	47.34 %	39.81 %	39.77 %	N.D.	39.21 %	44.31 %	38.14 %	35.60 %	32.19 %
<i>Poids du 1er facteur avant rotation</i>	7.94 %	18.66 %	13.35 %	9.90 %	N.D.	9.41 %	11.33 %	8.85 %	11.78 %	7.95 %

II.4. L'évolution des taux de solvabilité et d'endettement

Il ressort des *tableaux 13 à 16* des différences sectorielles majeures dans l'évolution des taux de solvabilité et des taux d'endettement moyens. Ainsi, la solvabilité est clairement orientée à la baisse dans les secteurs du *bois*, du *papier*, de l'*édition*, des *instruments de précision* et, dans une moindre mesure, de la *fabrication de meubles* et de la *construction*. Elle se stabilise par contre dans les secteurs des *fabrications de machine* et des *fabrications d'appareils électriques*.

Le secteur du *traitement de l'information* et le secteur de la *communication* connaissent quant à eux des évolutions atypiques, en raison essentiellement de leur caractère extrêmement jeune (le secteur de la communication voit en effet affluer de très nombreuses petites entreprises débutantes entre 1990 et 1992) : les pertes accumulées lors des premières années d'existence de la plupart des entreprises débutantes de ces deux secteurs et la sous-capitalisation extrême de ces mêmes entreprises entraînent en effet l'apparition de taux de solvabilité fortement négatifs, avant que les processus de la faillite et de la défaillance n'entrent en jeu pour assainir ces deux secteurs.

Globalement, le *taux de solvabilité moyen* des secteurs étudiés apparaît dès lors relativement faible, oscillant entre 25 % et 35 % des moyens d'action de ces secteurs.

Le *taux d'endettement à long terme* de chacun des secteurs étudiés est quant à lui clairement orienté à la hausse, passant d'un niveau de 10 % à 12 % (hormis les secteurs de l'*édition* et de la *communication*, initialement plus endettés à long terme) à un niveau compris entre 12 % et 19 %.

Les secteurs les plus jeunes (*traitement de l'information* et *communication*), qui connaissent une grave crise de solvabilité, sont par ailleurs confrontés à une réduction de leur taux de financement par dettes de longue durée lorsque leur solvabilité se dégrade.

Le *taux d'endettement à court terme* moyen des secteurs étudiés connaît une évolution plus contrastée : en baisse dans les secteurs du *papier* et de la *fabrication d'appareils électriques*, il augmente significativement dans les secteurs du *bois*, de l'*édition* et des *instruments de précision*, alors qu'il se stabilise dans les autres secteurs.

Les secteurs qui traversent une grave crise de solvabilité recherchent par ailleurs clairement dans l'endettement à court terme une solution à leurs problèmes de financement ; cet endettement accru à court terme est quasi exclusivement d'origine bancaire.

L'analyse conjointe de l'évolution du taux de solvabilité moyen, du taux d'endettement moyen à long terme et du taux d'endettement moyen à court terme ⁶⁸ montre enfin que, si la répartition entre fonds de longue durée et fonds de courte durée reste relativement stable au fil des ans dans les secteurs étudiés, il apparaît par contre une tendance forte à suppléer la diminution de la part relative des fonds propres par des dettes de longue durée : l'endettement à long terme tend à revêtir un caractère supplétif par rapport aux fonds propres des secteurs analysés.

Soulignons encore que, au sein de chaque secteur, le taux de financement moyen par crédit fournisseur est clairement orienté à la baisse, passant d'un niveau de 23 % à 25 % à un niveau compris entre 19 % et 23 % (à quelques nuances sectorielles près).

Il ressort des *tableaux 17 à 20* que les évolutions sectorielles globales du taux de solvabilité moyen et des taux d'endettement moyens sont essentiellement le fait des entreprises débutantes : en effet, il apparaît clairement que le taux de solvabilité moyen des entreprises en continuité d'exploitation entre 1988 et 1993 au sein des secteurs étudiés est stable, voire orienté à la hausse (dans les secteurs de la *fabrication de machines*, des *appareils électriques* et de la *communication*), à l'exception notoire du secteur de l'*édition* (qui affiche par ailleurs le taux de solvabilité le plus bas de tous les secteurs étudiés).

La hausse du taux d'endettement à long terme ne frappe plus que les secteurs du *papier* et des *appareils électriques*, alors que les entreprises en continuité d'exploitation dans le secteur de la communication voient leur taux d'endettement à long terme se réduire de près de 25 % (conséquence indirecte du resserrement des conditions d'octroi de crédit dans ce secteur, qui résulte de la crise de solvabilité du secteur).

Le taux d'endettement moyen à court terme des entreprises en continuité d'exploitation est quant à lui orienté à la baisse dans tous les secteurs (sauf, à nouveau, celui de l'*édition*) et est sensiblement plus faible que le taux sectoriel global moyen.

De même, la réduction du taux de financement par crédit fournisseurs est un phénomène généralisé, d'une amplitude plus forte pour les entreprises en continuité d'exploitation que pour le reste des secteurs.

Il ressort des *tableaux 21 à 24* ⁶⁹ que, dans la grande majorité des cas, le taux de solvabilité moyen des Petites ou Moyennes Entreprises est supérieur au taux moyen des grandes entreprises ; toutefois, le comportement de ces dernières est plus stable, de sorte qu'en période de crise de rentabilité et de crise de solvabilité sectorielle, le taux de solvabilité moyen des PME se dégrade beaucoup plus vite que celui des grandes entreprises. Par ailleurs, les différences de comportement ne sont pas uniformément statistiquement significatives de secteur à secteur.

Des constatations identiques émergent lorsque l'on analyse l'évolution des taux d'endettement moyen entre PME et grandes entreprises au sein des 10 secteurs étudiés : la dimension sectorielle joue, en l'occurrence, un rôle prépondérant. Notons toutefois que, globalement, les grandes entreprises affichent un taux de financement par crédit fournisseurs plus important que les PME, indépendamment de leur secteur d'appartenance.

⁶⁸ Les fonds mis à la disposition de l'entreprise par ses associés sont exclus de l'analyse, car leur caractère de dettes à court terme n'apparaît pas nécessairement évident dans une optique d'analyse financière ; ceci explique pourquoi la somme du taux de solvabilité moyen et des taux d'endettement moyens n'atteint pas 100 %.

⁶⁹ Ces tableaux reprennent les résultats des Tests de Hotelling et de Levene relatifs à l'existence d'une différence de structure de financement statistiquement significative entre les Petites ou Moyennes Entreprises (qui déposent un schéma abrégé de leurs comptes annuels) et les Grandes Entreprises (qui déposent un schéma complet de leurs comptes annuels) : ces tests prennent en compte non seulement les différences entre les moyennes de ces taux au sein de ces deux groupes, mais aussi les dispersions respectives de ces taux autour de leur moyenne, ce qui conduit parfois à déclarer non significative une différence de moyenne apparemment importante (en raison en fait d'une non-homogénéité de comportement à l'intérieur de l'un ou l'autre des deux groupes étudiés).

Tableau 13 : Evolution du taux de solvabilité des secteurs étudiés (valeurs moyennes du ratio "Fonds propres / Passif total")

	NACE 20	NACE 21	NACE 22	NACE 29	NACE 30	NACE 31	NACE 32	NACE 33	NACE 36	NACE 45
1988	38.19 %	35.40 %	31.22 %	35.43 %	N.D.	34.36 %	34.19 %	38.46 %	31.79 %	40.04 %
1989	36.86 %	32.63 %	29.11 %	35.59 %	N.D.	33.63 %	32.99 %	36.32 %	31.66 %	39.37 %
1990	37.99 %	34.09 %	29.79 %	37.03 %	N.D.	33.92 %	21.33 %	34.80 %	32.58 %	38.91 %
1991	36.73 %	37.17 %	25.75 %	35.68 %	N.D.	33.61 %	- 90.25 %	32.59 %	31.70 %	37.69 %
1992	37.97 %	34.22 %	23.58 %	36.26 %	- 4.49 %	36.08 %	- 38.14 %	32.80 %	30.27 %	36.78 %
1993	31.48 %	33.76 %	23.12 %	36.05 %	- 17.80 %	33.85 %	35.54 %	31.63 %	28.46 %	36.04 %

Tableau 14 : Evolution du taux d'endettement à long terme des secteurs étudiés (valeurs moyennes)

	NACE 20	NACE 21	NACE 22	NACE 29	NACE 30	NACE 31	NACE 32	NACE 33	NACE 36	NACE 45
1988	11.83 %	12.65 %	16.48 %	10.41 %	N.D.	11.05 %	15.40 %	11.57 %	11.86 %	9.54 %
1989	12.71 %	14.06 %	18.10 %	10.87 %	N.D.	12.00 %	12.89 %	12.17 %	12.37 %	10.44 %
1990	13.48 %	15.53 %	18.56 %	11.22 %	N.D.	11.08 %	13.17 %	12.99 %	12.66 %	11.06 %
1991	13.69 %	15.16 %	19.25 %	11.58 %	N.D.	11.81 %	10.68 %	13.01 %	13.33 %	11.46 %
1992	13.51 %	17.79 %	19.17 %	12.92 %	11.53 %	11.64 %	12.98 %	14.09 %	14.65 %	12.16 %
1993	15.60 %	18.85 %	18.56 %	12.28 %	9.95 %	14.34 %	15.74 %	16.23 %	14.82 %	12.55 %

Tableau 15 : Evolution du taux d'endettement à court terme des secteurs étudiés (valeurs moyennes)

	NACE 20	NACE 21	NACE 22	NACE 29	NACE 30	NACE 31	NACE 32	NACE 33	NACE 36	NACE 45
1988	48.16 %	48.68 %	49.31 %	49.83 %	N.D.	51.88 %	50.68 %	47.56 %	54.18 %	48.14 %
1989	48.78 %	52.07 %	49.06 %	50.30 %	N.D.	51.87 %	51.59 %	48.98 %	53.51 %	48.18 %
1990	46.77 %	48.43 %	48.33 %	48.84 %	N.D.	51.00 %	62.78 %	50.57 %	53.07 %	47.79 %
1991	48.00 %	45.42 %	51.83 %	49.57 %	N.D.	50.87 %	177.24 %	51.52 %	52.70 %	48.86 %
1992	46.80 %	44.57 %	54.65 %	47.53 %	83.63 %	49.45 %	122.30 %	50.69 %	52.68 %	49.20 %
1993	50.36 %	46.28 %	55.53 %	48.28 %	97.49 %	48.80 %	44.43 %	50.59 %	54.13 %	49.47 %

Tableau 16 : Evolution du taux de financement par crédit fournisseurs des secteurs étudiés (valeurs moyennes)

	NACE 20	NACE 21	NACE 22	NACE 29	NACE 30	NACE 31	NACE 32	NACE 33	NACE 36	NACE 45
1988	24.08 %	22.68 %	24.17 %	24.78 %	N.D.	24.23 %	21.84 %	19.77 %	23.00 %	24.92 %
1989	25.56 %	23.16 %	23.88 %	24.46 %	N.D.	23.42 %	21.70 %	18.53 %	22.39 %	24.85 %
1990	23.39 %	22.93 %	23.06 %	24.28 %	N.D.	24.85 %	23.50 %	20.18 %	22.60 %	24.24 %
1991	22.98 %	22.14 %	22.94 %	23.18 %	N.D.	23.85 %	23.05 %	19.84 %	21.46 %	23.82 %
1992	21.64 %	20.34 %	23.09 %	22.38 %	26.33 %	23.77 %	22.70 %	18.16 %	20.07 %	22.86 %
1993	21.51 %	21.03 %	23.62 %	22.94 %	31.98 %	23.50 %	19.51 %	15.56 %	20.12 %	22.63 %

Tableau 17 : Evolution de la structure financière des entreprises en continuité d'exploitation dans les secteurs étudiés (valeurs moyennes)

	NACE 20	NACE 21	NACE 22	NACE 29	NACE 30	NACE 31	NACE 32	NACE 33	NACE 36	NACE 45
1988	35.86 %	36.56 %	33.28 %	37.02 %	N.D.	31.16 %	35.52 %	38.38 %	32.41 %	41.46 %
1993	35.42 %	37.51 %	30.44 %	39.54 %	N.D.	36.80 %	39.67 %	37.43 %	32.51 %	42.45 %

Tableau 18 : Evolution du taux d'endettement à long terme des entreprises en continuité d'exploitation dans les secteurs étudiés (valeurs moyennes)

	NACE 20	NACE 21	NACE 22	NACE 29	NACE 30	NACE 31	NACE 32	NACE 33	NACE 36	NACE 45
1988	13.64 %	14.17 %	17.12 %	10.31 %	N.D.	11.80 %	12.07 %	12.93 %	11.56 %	9.51 %
1993	13.92 %	16.23 %	17.06 %	10.66 %	N.D.	14.42 %	9.77 %	13.75 %	12.64 %	9.94 %

Tableau 19 : Evolution du taux d'endettement à court terme des entreprises en continuité d'exploitation dans les secteurs étudiés (valeurs moyennes)

	NACE 20	NACE 21	NACE 22	NACE 29	NACE 30	NACE 31	NACE 32	NACE 33	NACE 36	NACE 45
1988	48.95 %	46.41 %	47.04 %	49.07 %	N.D.	54.15 %	48.64 %	46.39 %	54.18 %	46.90 %
1993	48.27 %	44.62 %	50.01 %	46.06 %	N.D.	46.21 %	47.30 %	47.65 %	52.06 %	45.57 %

Tableau 20 : Evolution du taux de financement par crédit fournisseurs des entreprises en continuité d'exploitation dans les secteurs étudiés (valeurs moyennes)

	NACE 20	NACE 21	NACE 22	NACE 29	NACE 30	NACE 31	NACE 32	NACE 33	NACE 36	NACE 45
1988	25.01 %	23.04 %	23.53 %	26.01 %	N.D.	24.21 %	25.57 %	17.24 %	23.39 %	24.84 %

1993	20.81 %	20.30 %	21.79 %	21.35 %	N.D.	20.20 %	20.09 %	14.27 %	19.63 %	22.22 %
------	---------	---------	---------	---------	------	---------	---------	---------	---------	---------

Tableau 21 : Les différences de structure financière entre PME et grandes entreprises parmi les secteurs étudiés (sur base du schéma des comptes annuels)

NACE	PME	Non	19 88		19 89		19 90		19 91		19 92		19 93	
			Oui	Non	Oui	Non	Oui	Non	Oui	Non	Oui	Non	Oui	Non
NACE 20	PME	Non	38.43%	Non	37.29%	Oui	38.61%	Oui	37.77%	Oui	39.33%	Non	32.50%	
	GE		35.49%	Non	33.18%	Oui	33.19%	Oui	30.37%	Oui	31.94%	Non	29.50%	
NACE 21	PME	Non	33.37%	Non	31.32%	Non	32.64%	Non	37.60%	Non	33.60%	Non	35.67%	
	GE		39.94%	Non	35.39%	Oui	37.25%	Oui	36.38%	Oui	35.24%	Non	31.02%	
NACE 22	PME	Oui	31.78%	Oui	30.61%	Oui	30.92%	Oui	27.69%	Oui	26.29%	Oui	26.70%	
	GE		27.62%	Oui	22.22%	Oui	25.41%	Oui	20.26%	Oui	17.91%	Oui	16.73%	
NACE 29	PME	Non	36.01%	Non	36.42%	Oui	38.11%	Oui	37.10%	Oui	37.55%	Oui	38.71%	
	GE		33.98%	Non	33.61%	Oui	34.55%	Oui	32.85%	Oui	34.04%	Oui	32.82%	
NACE 30	PME	N.D.		N.D.		N.D.		N.D.		Non	- 45.10 %	Oui	- 73.33 %	
	GE									Non	25.96 %	Oui	23.03 %	
NACE 31	PME	Non	34.75%	Non	34.33%	Non	33.44%	Non	34.58%	Non	37.83%	Non	34.60%	
	GE		33.05%	Non	31.52%	Oui	35.17%	Oui	31.88%	Oui	34.00%	Oui	33.22%	
NACE 32	PME	Non	33.97%	Non	35.36%	Non	17.20%	Non	- 58.61 %	Non	- 32.67 %	Non	37.58%	
	GE		32.29%	Non	26.16%	Oui	33.37%	Oui	-156.08%	Oui	- 45.63 %	Oui	33.98%	
NACE 33	PME	Non	39.47%	Oui	38.56%	Non	36.14%	Non	32.92%	Non	33.88%	Non	32.56%	
	GE		33.54%	Oui	26.38%	Oui	29.87%	Oui	31.73%	Oui	30.76%	Oui	30.24%	
NACE 36	PME	Oui	32.72%	Oui	32.57%	Oui	33.75%	Oui	32.93%	Oui	31.80%	Oui	30.90%	
	GE		25.26%	Oui	26.49%	Oui	27.28%	Oui	27.14%	Oui	26.31%	Oui	23.61%	
NACE 45	PME	Oui	40.53%	Oui	40.23%	Oui	40.29%	Oui	39.46%	Oui	38.78%	Oui	39.16%	
	GE		31.16%	Oui	32.46%	Oui	31.46%	Oui	31.11%	Oui	31.64%	Oui	29.83%	

Tableau 22 : Les différences de taux d'endettement à long terme entre PME et grandes entreprises parmi des secteurs étudiés (sur base du schéma des comptes annuels)

NACE	PME	Oui	19 88		19 89		19 90		19 91		19 92		19 93	
			Oui	Non	Oui	Non	Oui	Non	Oui	Non	Oui	Non	Oui	Non
NACE 20	PME	Oui	11.57%	Non	12.47%	Oui	13.19%	Oui	13.12%	Oui	12.93%	Oui	14.61%	
	GE		14.63%	Non	14.79%	Oui	15.65%	Oui	17.22%	Oui	16.13%	Oui	17.53%	
NACE 21	PME	Oui	11.51%	Non	12.76%	Oui	14.10%	Non	13.94%	Non	17.32%	Non	18.53%	
	GE		15.18%	Non	16.83%	Oui	18.64%	Oui	17.41%	Oui	18.53%	Oui	19.30%	
NACE 22	PME	Oui	16.97%	Non	18.17%	Non	18.48%	Non	18.98%	Non	18.74%	Oui	17.94%	
	GE		13.34%	Non	17.79%	Oui	18.89%	Oui	20.01%	Oui	20.09%	Oui	19.67%	
NACE 29	PME	Oui	11.06%	Non	11.57%	Oui	11.90%	Oui	12.35%	Non	13.13%	Non	12.40%	
	GE		8.79 %	Non	10.14%	Oui	9.67 %	Oui	10.03%	Oui	12.56 %	Oui	12.14 %	
NACE 30	PME	N.D.		N.D.		N.D.		N.D.		Non	10.78%	Non	8.37 %	
	GE									Oui	12.09%	Oui	11.03 %	
NACE 31	PME	Oui	12.03%	Non	12.64%	Non	11.29%	Non	11.79%	Non	11.08%	Non	14.47%	
	GE		7.78 %	Non	10.06%	Oui	10.55%	Oui	11.85%	Oui	12.30%	Oui	14.23%	
NACE 32	PME	Non	16.28%	Non	11.38%	Oui	10.62%	Non	9.59 %	Non	11.55%	Non	14.78%	
	GE		12.98%	Non	17.27%	Oui	20.61%	Oui	12.97%	Oui	14.92%	Oui	16.48%	
NACE 33	PME	Non	11.45%	Non	12.17%	Non	12.89%	Non	12.89%	Non	13.14%	Non	15.08%	
	GE		12.16%	Non	12.13%	Oui	13.38%	Oui	13.38%	Oui	15.90%	Oui	17.95%	
NACE 36	PME	Non	12.06%	Non	12.46%	Non	12.82%	Non	13.07%	Non	14.18%	Oui	14.04%	
	GE		10.47%	Non	11.88%	Oui	11.93%	Oui	14.28%	Oui	15.87%	Oui	16.36%	
NACE 45	PME	Oui	9.70 %	Non	10.37%	Oui	10.81%	Oui	11.08%	Oui	11.54%	Oui	11.55%	
	GE		6.67 %	Non	10.94%	Oui	12.38%	Oui	12.86%	Oui	13.75%	Oui	14.53%	

Tableau 23 : Les différences de taux d'endettement à court terme entre PME et grandes entreprises parmi les secteurs étudiés (sur base du schéma des comptes annuels)

		19 88	19 89	19 90	19 91	19 92	19 93
NACE 20	PME Non	48.14%	Non 48.57%	Non 46.47%	Non 47.64%	Oui 46.17%	Non 50.54%
	GE	48.42%	50.66%	48.95%	50.22%	49.67%	50.01%
NACE 21	PME Non	51.35%	Non 54.96%	Oui 51.21%	Non 46.04%	Non 45.44%	Non 46.03%
	GE	42.73%	45.95%	42.36%	44.26%	43.16%	46.64%
NACE 22	PME Oui	48.63%	Oui 47.96%	Oui 47.58%	Oui 50.62%	Oui 52.92%	Oui 53.05%
	GE	53.68%	54.13%	51.24%	55.25%	52.28%	59.96%
NACE 29	PME Oui	48.91%	Oui 49.39%	Oui 47.81%	Oui 47.83%	Oui 46.57%	Oui 46.25%
	GE	52.15%	52.48%	51.18%	53.04%	49.20%	50.74%
NACE 30	PME N.D.	N.D.	N.D.	N.D.	N.D.	Non 115.95%	Oui 155.06%
	GE					56.39%	58.02%
NACE 31	PME Non	50.60%	Non 50.70%	Non 50.98%	Non 49.85%	Non 48.49%	Non 48.32%
	GE	56.17%	55.39%	51.02%	52.71%	50.60%	49.21%
NACE 32	PME Non	52.09%	Non 51.37%	Non 69.61%	Non 147.49%	Non 118.96%	Non 45.62%
	GE	46.80%	52.22%	42.88%	239.18%	125.91%	43.52%
NACE 33	PME Non	46.96%	Oui 46.83%	Non 50.13%	Non 50.13%	Non 50.80%	Non 51.16%
	GE	50.51%	38.57%	52.19%	52.19%	50.46%	49.75%
NACE 36	PME Oui	52.94%	Oui 52.34%	Oui 51.82%	Oui 51.74%	Oui 51.81%	Oui 52.38%
	GE	62.85%	60.11%	58.75%	56.24%	54.94%	57.62%
NACE 45	PME Oui	47.58%	Oui 47.46%	Oui 46.71%	Oui 47.51%	Oui 47.84%	Oui 47.42%
	GE	58.34%	53.86%	53.65%	53.88%	52.69%	53.55%

Tableau 24 : Les différences de taux de financement par crédit fournisseurs entre PME et grandes entreprises parmi les secteurs étudiés (sur base du schéma des comptes annuels)

		19 88	19 89	19 90	19 91	19 92	19 93
NACE 20	PME Oui	23.67%	Oui 25.06%	Oui 22.87%	Oui 22.49%	Oui 21.11%	Non 21.01%
	GE	28.72%	29.82%	27.34%	25.97%	24.00%	22.48%
NACE 21	PME Non	22.63%	Non 23.63%	Non 23.40%	Non 22.61%	Non 19.28%	Non 19.43%
	GE	22.78%	22.14%	21.91%	21.28%	22.04%	24.53%
NACE 22	PME Oui	23.23%	Oui 22.95%	Oui 22.63%	Oui 22.08%	Oui 22.22%	Oui 22.42%
	GE	30.23%	28.12%	24.72%	25.38%	24.91%	25.76%
NACE 29	PME Oui	23.13%	Oui 23.04%	Oui 22.73%	Oui 21.27%	Oui 20.94%	Oui 20.78%
	GE	28.90%	27.87%	27.83%	26.98%	24.87%	25.57%
NACE 30	PME N.D.	N.D.	N.D.	N.D.	N.D.	Non 33.05%	Non 44.13%
	GE					21.29%	23.66%
NACE 31	PME Non	23.62%	Non 23.26%	Oui 24.62%	Non 22.71%	Non 22.40%	Non 21.76%
	GE	26.25%	23.92%	25.43%	25.90%	25.40%	24.98%
NACE 32	PME Non	21.03%	Non 21.64%	Non 23.37%	Non 22.14%	Non 23.06%	Non 19.58%
	GE	24.08%	21.88%	23.88%	24.95%	22.21%	19.46%
NACE 33	PME Oui	18.34%	Oui 17.26%	Oui 19.01%	Oui 18.02%	Oui 16.85%	Oui 13.39%
	GE	26.76%	24.14%	24.47%	24.71%	20.63%	18.81%
NACE 36	PME Oui	21.79%	Oui 21.36%	Oui 21.25%	Oui 20.38%	Oui 18.87%	Oui 18.87%
	GE	31.54%	28.27%	28.70%	25.46%	23.19%	22.62%
NACE 45	PME Oui	24.05%	Oui 24.09%	Oui 23.34%	Oui 22.88%	Oui 22.13%	Oui 21.72%
	GE	40.64%	30.89%	29.09%	27.31%	24.76%	24.45%

II.5. Les déterminants de la structure financière et de la structure de financement

Les déterminants majeurs de la structure financière, du niveau d'endettement à long terme, du niveau d'endettement à court terme et du niveau de financement par crédit fournisseurs sont synthétisés, pour les 10 secteurs étudiés, dans les *tableaux 25 à 28*.

Tableau 25 : Les déterminants de la structure financière parmi les secteurs étudiés (Résultats des analyses de régression pour la période 1988-1993)

Secteur	Déterminants principaux
NACE 20	<p>L'horizon de financement : plus l'entreprise finance à long terme un actif immobilisé de production proportionnellement important par rapport à l'actif total (dégageant de ce fait un fond de roulement important), plus l'entreprise se finance par fonds propres.</p> <p>Le caractère financier de l'entreprise : plus l'entreprise détient une part d'actifs financiers (participations) dans d'autres entreprises proportionnellement importante par rapport à son actif total, plus elle se finance par fonds propres.</p>
NACE 21	<p>Aucun déterminant n'émerge de manière continue tout au long de la période étudiée. Toutefois, les éléments suivants émergent fréquemment :</p> <p>L'horizon de financement de l'entreprise.</p> <p>Le caractère financier de l'entreprise.</p> <p>Par ailleurs, l'accroissement de la solvabilité des entreprises du secteur qui se manifeste à partir de 1992 entraine un accroissement de l'indépendance financière de ces entreprises (leur capacité à faire face à l'ensemble de leurs engagements financiers à court et long terme).</p>
NACE 22	<p>L'horizon de financement de l'entreprise.</p> <p>Le caractère financier de l'entreprise.</p> <p>Pour une minorité d'entreprises (environ 10 %), l'accroissement de la solvabilité de l'entreprise (essentiellement d� à l'augmentation des fonds propres) se traduit par un accroissement du solde net de trésorerie : les fonds propres additionnels (issus généralement de l'autofinancement) se retrouvent donc en trésorerie, dans l'attente d'investissements futurs ou du fait d'un déséquilibre financier structurel.</p>
NACE 29	<p>Le pouvoir explicatif des modèles de régression élaborés diminue fortement à partir de 1991, qui marque le début d'une période de forte reconcentration du secteur, couplée à une crise de rentabilité.</p> <p>A partir de 1989, l'horizon de financement de l'entreprise émerge également comme un déterminant majeur.</p>
NACE 30	<p>L'horizon de financement de l'entreprise.</p> <p>Le caractère financier de l'entreprise.</p>

NACE 31	<p>L'horizon de financement de l'entreprise.</p> <p>Le caractère financier de l'entreprise.</p> <p>Par ailleurs, l'accroissement de la solvabilité des entreprises du secteur qui se manifeste à partir de 1992 entraine un accroissement de l'indépendance financière de ces entreprises (leur capacité à faire face à l'ensemble de leurs engagements financiers à court et long terme).</p> <p>Enfin, de 1990 à 1992, les investissements importants du secteur et leur préparation font sentir leurs effets parmi les déterminants du taux de solvabilité du secteur : ainsi, les réserves accumulées et le niveau de la trésorerie apparaissent parmi ces déterminants (les résultats positifs sont mis en réserve pour autofinancer les investissements à venir et ces réserves se retrouvent en trésorerie dans l'attente de leur investissement).</p> <p>De même, l'autofinancement prime, durant cette période, le financement des investissements par dettes de longue durée.</p>
NACE 32	<p>L'horizon de financement de l'entreprise.</p> <p>Le caractère financier de l'entreprise.</p> <p>Par ailleurs, les dettes à long terme apparaissent jouer un rôle supplétif par rapport aux fonds propres (elles diminuent lorsque les fonds propres augmentent).</p>
NACE 33	<p>L'horizon de financement de l'entreprise.</p> <p>Le caractère financier de l'entreprise.</p>
NACE 36	<p>L'horizon de financement de l'entreprise.</p> <p>Le caractère financier de l'entreprise.</p> <p>L'année qui précède les périodes de fort investissement, l'accroissement de la solvabilité de l'entreprise (essentiellement d� à l'augmentation des fonds propres) se traduit par un accroissement du solde net de trésorerie : les fonds propres additionnels se retrouvent donc en trésorerie, dans l'attente d'investissements futurs.</p>
NACE 45	<p>Le taux de solvabilité du secteur apparaît être une composante lourde du comportement financier du secteur : il est donc fondamentalement fonction du taux de solvabilité de l'année précédente.</p> <p>Les modifications de ce niveau se justifient par ailleurs par une modification de l'horizon de financement de l'entreprise.</p>

Tableau 26 : Les déterminants du taux d'endettement à long terme parmi les secteurs étudiés (Résultats des analyses de régression pour la période 1988-1993)

Secteur	Déterminants principaux
NACE 20	<p>La décision de financement par dettes de longue durée apparaît être une décision résiduelle, contingente à l'horizon de financement de l'entreprise (prédilection pour le financement à court ou à long terme) et au niveau de fonds propres (prédilection pour les fonds d'origine interne par rapport aux fonds d'origine externe, de sorte que l'endettement à long terme revêt un caractère supplétif par rapport aux fonds propres) : aucun déterminant n'émerge dès lors de manière continue tout au long de la période étudiée.</p> <p>Toutefois, plus la part des actifs immobilisés de production est importante par rapport à l'actif total, plus l'entreprise augmente son financement par dettes à long terme.</p> <p>Par ailleurs, depuis la crise sectorielle de 1991, les entreprises qui dégagent une valeur ajoutée élevée et qui parviennent à la conserver dans l'entreprise s'endettent proportionnellement plus à long terme que les autres entreprises.</p>
NACE 21	<p>La décision de financement par dettes de longue durée apparaît être une décision résiduelle, contingente à l'horizon de financement et au niveau des fonds propres de l'entreprise : aucun déterminant n'émerge de manière continue tout au long de la période étudiée.</p> <p>Toutefois, plus la part des actifs immobilisés de production est importante par rapport à l'actif total, plus l'entreprise augmente son financement par dettes à long terme.</p> <p>Enfin, plus l'entreprise détient de participations financières dans d'autres entreprises, plus son endettement à long terme est important comparativement aux autres entreprises.</p>
NACE 22	<p>La décision de financement par dettes de longue durée apparaît mal expliquée en période troublée (crises structurelles) et bien expliquée en période stable.</p> <p>La croissance du degré d'indépendance financière de l'entreprise se traduit par une réduction du niveau d'endettement à long terme.</p> <p>Par ailleurs, plus la part des actifs immobilisés de production est importante par rapport à l'actif total, plus l'entreprise augmente son financement par dettes à long terme.</p> <p>Enfin, le taux d'endettement à long terme tend à augmenter lorsque l'entreprise parvient à dégager une rentabilité d'exploitation positive sur longue période.</p>
NACE 29	<p>La décision de financement par dettes de longue durée apparaît être une décision résiduelle, contingente à l'horizon de financement et au niveau des fonds propres de l'entreprise : aucun déterminant n'émerge de manière continue tout au long de la période étudiée.</p> <p>Par ailleurs, plus l'entreprise détient de participations financières dans d'autres entreprises, plus son endettement à long terme est important comparativement aux autres entreprises.</p>

NACE 30	<p>Aucun déterminant majeur n'émerge de manière continue au cours de la période étudiée pour ce secteur en phase de création.</p> <p>Toutefois, plus la taille de l'immobilisé de production (en valeur) est importante, plus l'entreprise tend à se financer par dettes à long terme.</p> <p>De même, plus le coût du crédit est cher, plus le niveau de l'endettement à long terme diminue.</p> <p>Enfin, plus la productivité est importante (tant en termes de valeur ajoutée que de cash-flow), plus le niveau d'endettement à long terme est élevé.</p>
NACE 31	<p>La décision de financement par dettes de longue durée apparaît être une décision résiduelle, contingente à l'horizon de financement et au niveau des fonds propres de l'entreprise.</p> <p>Par ailleurs, plus l'entreprise détient de participations financières dans d'autres entreprises, plus son endettement à long terme est important comparativement aux autres entreprises.</p>
NACE 32	<p>La décision de financement par dettes de longue durée apparaît être une décision résiduelle, contingente à l'horizon de financement et au niveau des fonds propres de l'entreprise.</p>
NACE 33	<p>Le taux d'endettement à long terme apparaît globalement faiblement expliqué, surtout en période de perturbations conjoncturelles ou structurelles.</p>
NACE 36	<p>La décision de financement par dettes de longue durée apparaît être une décision résiduelle, contingente à l'horizon de financement et au niveau des fonds propres de l'entreprise.</p> <p>Par ailleurs, l'augmentation du degré d'indépendance financière de l'entreprise se traduit prioritairement par une réduction de son niveau d'endettement à court terme.</p>
NACE 45	<p>La décision de financement par dettes de longue durée apparaît être une décision résiduelle, contingente à l'horizon de financement et au niveau des fonds propres de l'entreprise.</p> <p>Par ailleurs, plus l'entreprise détient de participations financières dans d'autres entreprises, plus son endettement à long terme est important comparativement aux autres entreprises.</p> <p>Enfin, plus la capacité d'autofinancement passée de l'entreprise est élevée (donc, plus ses réserves sont importantes), plus le niveau de son endettement à long terme est important, comparativement aux autres entreprises.</p>

Tableau 27 : Les déterminants du taux d'endettement à court terme parmi les secteurs étudiés (Résultats des analyses de régression pour la période 1988-1993)

Secteur	Déterminants principaux
NACE 20	<p>Les déterminants du niveau d'endettement à court terme sont les inverses des déterminants du taux de solvabilité du secteur : ainsi,</p> <ul style="list-style-type: none"> - plus l'horizon de financement de l'entreprise est axé sur le long terme (donc, plus le fonds de roulement de l'entreprise est proportionnellement important par rapport à l'actif total), moins l'entreprise s'endette à court terme ; - plus la part de l'immobilisé de production est importante par rapport à l'actif total, moins l'entreprise s'endette à court terme ; - plus l'entreprise détient de participations financières dans d'autres entreprises, moins elle s'endette à court terme.
NACE 21	<p>De 1988 à 1991, les déterminants du niveau d'endettement à court terme sont des éléments financiers de court terme : plus la part des créances commerciales, des stocks et/ou de la trésorerie est importante par rapport à l'actif total, plus l'entreprise est endettée à court terme.</p> <p>A partir de 1990, des éléments de long terme viennent se joindre, puis remplacent ces déterminants de court terme : ainsi,</p> <ul style="list-style-type: none"> - plus l'horizon de financement de l'entreprise est axé sur le long terme, moins l'entreprise s'endette à court terme ; - plus la part de l'immobilisé de production est importante par rapport à l'actif total, moins l'entreprise s'endette à court terme ; - plus l'entreprise détient de participations financières dans d'autres entreprises, moins elle s'endette à court terme.
NACE 22	<p>Aucun déterminant majeur n'émerge tout au long de la période étudiée. Toutefois,</p> <ul style="list-style-type: none"> - plus l'horizon de financement de l'entreprise est axé sur le long terme, moins l'entreprise s'endette à court terme ; - plus la part de l'immobilisé de production est importante par rapport à l'actif total, moins l'entreprise s'endette à court terme ; - plus l'entreprise détient de participations financières dans d'autres entreprises, moins elle s'endette à court terme. <p>Par ailleurs, lorsque la trésorerie et l'ampleur des actifs d'exploitation augmentent, le niveau d'endettement à court terme augmente.</p>
NACE 29	<p>De manière continue, plus l'entreprise détient de participations financières dans d'autres entreprises, moins elle s'endette à court terme.</p> <p>De 1988 à 1990, les déterminants du taux d'endettement à court terme sont liés au financement du cycle d'exploitation et de la trésorerie : le niveau d'endettement à court terme diminue lorsque le besoin en fonds de roulement et surtout la trésorerie de l'entreprise augmentent ; cette configuration atypique est la conséquence du préfinancement à long terme des investissements à venir du secteur.</p> <p>Et, en effet, à partir de 1991, les déterminants du taux d'endettement à court terme sont des éléments financiers de longue durée :</p> <ul style="list-style-type: none"> - plus la part de l'immobilisé de production est importante par rapport à l'actif total, moins l'entreprise s'endette à court terme ; - plus l'entreprise détient de participations financières dans d'autres entreprises, moins elle s'endette à court terme.

NACE 30	<p>Les déterminants du taux d'endettement à court terme sont des éléments financiers de long terme :</p> <ul style="list-style-type: none"> - plus la part de l'immobilisé de production est importante par rapport à l'actif total, moins l'entreprise s'endette à court terme ; - plus l'entreprise détient de participations financières dans d'autres entreprises, moins elle s'endette à court terme. <p>De même que pour le secteur 29, le niveau d'endettement à court terme diminue lorsque le besoin en fonds de roulement et la trésorerie de l'entreprise augmentent ; cette configuration atypique est la conséquence du préfinancement à long terme des investissements à venir du secteur.</p>
NACE 31	<p>En période stable, la décision de financement par dettes de courte durée apparaît contingente à la décision de financement à long terme de l'entreprise :</p> <ul style="list-style-type: none"> - plus l'horizon de financement de l'entreprise est axé sur le long terme, moins l'entreprise s'endette à court terme ; - plus la part de l'immobilisé de production est importante par rapport à l'actif total, moins l'entreprise s'endette à court terme ; <p>En 1990 et 1991, plus le solde de trésorerie accumulé est important, plus le niveau d'endettement à court terme est faible. Dans le même temps, la croissance du besoin en fonds de roulement (essentiellement de ses composantes d'actif) qui résulte de la première phase de croissance sectorielle de 1988-1989 entraîne un accroissement du niveau d'endettement à court terme.</p>
NACE 32	<p>Les déterminants du taux d'endettement à court terme sont des éléments financiers de long terme :</p> <ul style="list-style-type: none"> - plus l'horizon de financement de l'entreprise est axé sur le long terme, moins l'entreprise s'endette à court terme ; - plus la part de l'immobilisé de production est importante par rapport à l'actif total, moins l'entreprise s'endette à court terme ; - plus l'entreprise détient de participations financières dans d'autres entreprises, moins elle s'endette à court terme.
NACE 33	<p>Un élément émerge de manière continue tout au long de la période étudiée : plus le solde de trésorerie est important par rapport à l'actif total, moins l'entreprise se finance à court terme.</p> <p>De 1988 à 1991,</p> <ul style="list-style-type: none"> - plus la part de l'immobilisé de production est importante par rapport à l'actif total, moins l'entreprise s'endette à court terme ; - plus l'entreprise détient de participations financières dans d'autres entreprises, moins elle s'endette à court terme ; - plus l'entreprise engendre un besoin en fonds de roulement positif (donc éprouve des difficultés à financer ses actifs d'exploitation par des passifs d'exploitation), moins elle se finance par dettes à court terme. <p>A partir de la restructuration sectorielle de 1992, de multiples facteurs divers interviennent.</p>

NACE 36	<p>Les déterminants du taux d'endettement à court terme sont des éléments financiers de long terme :</p> <ul style="list-style-type: none"> - plus l'horizon de financement de l'entreprise est axé sur le long terme, moins l'entreprise s'endette à court terme ; - plus la part de l'immobilisé de production est importante par rapport à l'actif total, moins l'entreprise s'endette à court terme ; - plus l'entreprise détient de participations financières dans d'autres entreprises, moins elle s'endette à court terme.
NACE 45	<p>Les déterminants du taux d'endettement à court terme sont des éléments financiers de long terme :</p> <ul style="list-style-type: none"> - plus l'horizon de financement de l'entreprise est axé sur le long terme, moins l'entreprise s'endette à court terme ; - plus la part de l'immobilisé de production est importante par rapport à l'actif total, moins l'entreprise s'endette à court terme. <p>Par ailleurs, à partir de 1991, plus les actifs de trésorerie et les actifs d'exploitation (créances commerciales et stocks) sont importants par rapport à l'actif total, plus l'entreprise se finance par dettes à court terme.</p>

Tableau 28 : Les déterminants du taux de financement par crédit fournisseurs parmi les secteurs étudiés (Résultats des analyses de régression pour la période 1988 - 1993)

Secteur	Déterminants principaux
NACE 20	<p>L'entreprise qui éprouve des difficultés à financer ses actifs d'exploitation par du crédit fournisseurs engendre un besoin en fonds de roulement proportionnellement important par rapport à l'actif total : ce besoin en fonds de roulement augmente lorsque le taux de financement par crédit fournisseurs diminue.</p> <p>Par ailleurs, le taux de financement par crédit fournisseurs augmente lorsque la part des créances commerciales et des stocks dans l'actif total augmente.</p>
NACE 21	<p>L'entreprise qui éprouve des difficultés à financer ses actifs d'exploitation par du crédit fournisseurs engendre un besoin en fonds de roulement proportionnellement important par rapport à l'actif total.</p> <p>Par ailleurs, le taux de financement par crédit fournisseurs augmente lorsque la part des créances commerciales et des stocks dans l'actif total augmente.</p>
NACE 22	<p>L'entreprise qui éprouve des difficultés à financer ses actifs d'exploitation par du crédit fournisseurs engendre un besoin en fonds de roulement proportionnellement important par rapport à l'actif total.</p> <p>Par ailleurs, le taux de financement par crédit fournisseurs augmente lorsque la part des créances commerciales et des stocks dans l'actif total augmente.</p>
NACE 29	<p>L'entreprise qui éprouve des difficultés à financer ses actifs d'exploitation par du crédit fournisseurs engendre un besoin en fonds de roulement proportionnellement important par rapport à l'actif total.</p> <p>Par ailleurs, le taux de financement par crédit fournisseurs augmente lorsque la part des créances commerciales et des stocks dans l'actif total augmente.</p>
NACE 30	<p>L'évolution du taux de financement par crédit fournisseurs apparaît dictée par les évolutions conjoncturelles et, du fait du caractère "jeune" du secteur, cette décision de financement apparaît résiduelle par rapport à la décision de financement par dettes à long et court terme. Toutefois,</p> <ul style="list-style-type: none"> - l'entreprise qui éprouve des difficultés à financer ses actifs d'exploitation par du crédit fournisseurs engendre un besoin en fonds de roulement proportionnellement important par rapport à l'actif total ; - plus la part de l'actif de production et/ou la part des prises de participation dans d'autres entreprises est importante par rapport à l'actif total, moins l'entreprise se finance par crédit fournisseurs.
NACE 31	<p>L'entreprise qui éprouve des difficultés à financer ses actifs d'exploitation par du crédit fournisseurs engendre un besoin en fonds de roulement proportionnellement important par rapport à l'actif total.</p> <p>Par ailleurs, le taux de financement par crédit fournisseurs augmente lorsque la part des créances commerciales et des stocks dans l'actif total augmente.</p> <p>Toutefois, le niveau de financement par crédit fournisseurs n'apparaît bien expliqué qu'à partir de 1992.</p>

NACE 32	L'entreprise qui éprouve des difficultés à financer ses actifs d'exploitation par du crédit fournisseurs engendre un besoin en fonds de roulement proportionnellement important par rapport à l'actif total. Par ailleurs, le taux de financement par crédit fournisseurs augmente lorsque la part des créances commerciales et des stocks dans l'actif total augmente.
NACE 33	L'entreprise qui éprouve des difficultés à financer ses actifs d'exploitation par du crédit fournisseurs engendre un besoin en fonds de roulement proportionnellement important par rapport à l'actif total. Par ailleurs, le taux de financement par crédit fournisseurs augmente lorsque la part des créances commerciales et des stocks dans l'actif total augmente. Enfin, plus l'entreprise est rentable et/ou plus elle dispose d'une trésorerie importante, moins elle se finance par crédit fournisseurs.
NACE 36	L'entreprise qui éprouve des difficultés à financer ses actifs d'exploitation par du crédit fournisseurs engendre un besoin en fonds de roulement proportionnellement important par rapport à l'actif total. Par ailleurs, de 1988 � 1990, le taux de financement par crédit fournisseurs augmente lorsque la part des créances commerciales et des stocks dans l'actif total augmente. De 1991 à 1993, plus la part de l'actif immobilisé de production, de la trésorerie et/ou des participations financières dans d'autres entreprises est importante, moins l'entreprise se finance par crédit fournisseurs.
NACE 45	L'entreprise qui éprouve des difficultés à financer ses actifs d'exploitation par du crédit fournisseurs engendre un besoin en fonds de roulement proportionnellement important par rapport à l'actif total. Par ailleurs, le taux de financement par crédit fournisseurs augmente lorsque la part des créances commerciales et des stocks dans l'actif total augmente.

75

Conclusion

Au terme des approches tant théoriques qu'empiriques qui constituent la présente recherche, il nous paraît possible de tirer les enseignements majeurs suivants :

- *L'étude du comportement financier des Petites ou Moyennes Industries belges ne peut se faire que sur une base sectorielle, tant est grande la diversité des évolutions sectorielles possibles.*

Ainsi, parmi les 10 secteurs étudiés, recensons -nous un secteur en phase de création, plusieurs secteurs en phase de stagnation, plusieurs secteurs en phase de reconstitution de leur tissu industriel et enfin, plusieurs secteurs en phase de croissance, soit continue, soit par paliers, avec intégration de nombreuses nouvelles petites entreprises ou avec intégration d'outils de production modernisés.

A chacune de ces évolutions sectorielles spécifiques correspondent des comportements financiers bien particuliers, notamment en termes d'investissement, de création de valeur ajoutée, de structure financière ou de structure de financement.

- *Toutefois, chaque secteur se voit affecté de manière identique par deux phénomènes, l'un macro-économique, l'autre à caractère technique : il s'agit d'une part de taux élevés de création de très petites entreprises au cours de la période 1991-1993 et d'autre part de la réforme de la nomenclature de classification sectorielle NACE, qui fait ressentir ses effets au niveau des données diffusées par la Banque Nationale de Belgique à partir de 1992.*

- *Par ailleurs, l'ensemble des secteurs industriels analysés est peuplé majoritairement de petites et de très petites industries.*

A nouveau, des disparités sectorielles parfois importantes existent, sans que jamais le poids des grandes entreprises n'excède 12 % de l'effectif du secteur.

- *Le degré de concentration des secteurs étudiés est extrêmement variable, mais il appar t clairement que les secteurs les plus petits en terme d'effectif sont aussi plus que proportionnellement concentrés.*

Il appar t donc des secteurs industriels où le poids des moyennes ou grandes entreprises est économiquement élevé et fait obstacle à l'émergence de nouvelles petites entreprises.

Par ailleurs, dans la plupart des secteurs, les moyennes ou grandes entreprises apparaissent occuper une place commerciale (mesurée par l'ampleur du chiffre d'affaires) et monopoliser une part des moyens de production (l'actif total) bien supérieure à la part de la valeur ajoutée sectorielle qu'elles parviennent à dégager : un problème, parfois important, de productivité se pose clairement  elles.

- *Dans de nombreux secteurs et plus particulièrement dans le domaine des investissements à caractère productif, les moyennes ou grandes entreprises jouent un rôle moteur et entraînant sur le reste du secteur, leur comportement anticipant souvent d'une année celui de la grande majorité des petites entreprises qui composent chaque secteur.*
- *Au sein de chaque secteur, il existe une frange d'entreprises fortement sous-capitalisées et sous-dimensionnées ; ces entreprises, souvent fort jeunes, faussent l'image de la rentabilité (sur fonds propres et sur actif total) de chaque secteur, de sorte que cette rentabilité ne*

peut être réellement appréhendée que sur base de données corrigées pour valeurs exceptionnelles ou qu'en terme de valeur médiane.

- Au sein de chaque secteur, nous constatons une relative stabilité des comportements sur toute la période étudiée (1988-1993), tant en terme de structure financière que de structure de financement. L'évolution spécifique à chaque secteur peut toutefois distordre temporairement cette relative stabilité.
- Au sein de chaque secteur, il existe une tendance claire à la décroissance du taux de financement par crédit fournisseurs et donc, compte tenu d'une relative stabilité du taux d'endettement moyen à court terme, une tendance claire à la croissance du financement par crédit bancaire à court terme apparaît.

Cette tendance est beaucoup plus accentuée parmi les moyennes ou grandes entreprises, dans la mesure notamment où le taux de financement par crédit fournisseurs de ces dernières en 1988 était de 5 % à 10 % supérieur à ce même taux mesuré parmi les petites entreprises et où cette différence est réduite de 1 % à 5 % en 1993.

En 1993, le financement par crédit fournisseurs représente environ 20 % des sources de financement total des entreprises industrielles, quasi indépendamment du secteur analysé.

- Il existe une différence de comportement statistiquement significative entre entreprises en continuité d'exploitation et entreprises en voie de disparition, quel que soit le secteur étudié.

Le taux de solvabilité des entreprises en voie de disparition apparaît en effet être très largement inférieur (jusqu'à 20 %) à celui des entreprises en continuité d'exploitation et cette absence de fonds propres est compensée quasi intégralement par un endettement à court terme (très majoritairement bancaire) accru.

- Il existe par ailleurs une différence de comportement statistiquement significative, mais moins nette toutefois et nettement plus dépendante du secteur analysé, entre entreprises en continuité d'exploitation et entreprises nouvellement créées.

En règle générale, les fonds propres de ces dernières sont plus faibles et cette absence relative de fonds propres est compensée par un endettement à court terme (essentiellement bancaire) accru.

- Enfin, les 6 principaux déterminants qui émergent de l'analyse du comportement financier et de la structure de financement des 10 secteurs étudiés sont les suivants :

- Au sein de chaque secteur, le facteur explicatif prédominant est l'horizon de financement de l'entreprise : il apparaît en effet clairement, pour chaque secteur étudié, une opposition entre les entreprises focalisées sur l'atteinte d'un certain niveau d'activité et sur le financement à court terme de celui-ci et les entreprises tournées prioritairement vers le long terme et le financement de leur outil de production par fonds propres et par endettement de longue durée.
- Tant à long terme qu'à court terme, il apparaît une hiérarchie claire dans les moyens de financement privilégiés par les entreprises industrielles :
 - à long terme, les fonds propres priment l'endettement : l'endettement de longue durée apparaît dès lors être une source de financement résiduelle, très stable car

structurellement rigide (souvent, les modèles régressifs construits font ainsi dépendre le niveau de l'endettement à long terme du niveau des capitaux permanents - l'objectif de financement à long terme fixé au sein de l'entreprise - et du niveau des fonds propres) ;

- à court terme, le financement par crédit fournisseurs tend à diminuer significativement, tout en restant peu volatile ; l'endettement bancaire à court terme tend donc à augmenter, tout en devenant de plus en plus volatile.
- Au sein de la plupart des secteurs, les sociétés "à portefeuille", qui détiennent des actifs financiers proportionnellement importants dans d'autres entreprises, se dissocient des autres entreprises à caractère productif plus marqué et affichent une attirance très nette pour un mode de financement privilégiant le long terme.
- Dans la plupart des secteurs, une part non négligeable des entreprises (10 % à 15 %) préfinancent leurs investissements futurs, notamment par une mise en réserves ou par un endettement de longue durée ; ces moyens financiers de long terme se retrouvent alors, pendant un temps parfois long, en trésorerie, dans l'attente d'être investis physiquement dans l'outil de production. Cette situation conduit à un déséquilibre financier temporaire qui, pris au plan sectoriel global, ne disparaît jamais complètement.
- Au sein de chaque secteur, la rentabilité d'exploitation est une caractéristique financière dominante qui apparaît être indépendante à la fois de la structure financière de l'entreprise et de l'horizon de financement de l'entreprise.
- Enfin, au sein de chaque secteur, l'effet de levier financier, qui permet de transformer, par le biais de l'endettement, la rentabilité globale d'exploitation en une rentabilité accrue des fonds propres, joue un rôle majeur ; il apparaît dès lors primordial de le maîtriser convenablement, car il est clairement associé à la disparition des entreprises qui ne parviennent pas à dégager une rentabilité d'exploitation positive durant deux années consécutives.

En conclusion, au terme de cette étude des relations liant la structure financière, la structure de financement, la stratégie d'investissement, la création de valeur ajoutée et la santé financière des entreprises industrielles belges, et plus particulièrement des Petites ou Moyennes Industries, il apparaît que notre thèse :

Le choix de la structure financière d'une Petite ou Moyenne Entreprise Industrielle belge est déterminé par :

- * la taille de l'entreprise et son évolution,
- * l'affectation des flux de revenus nets dégagés par l'entreprise,
- * la politique d'investissement de l'entreprise,
- * l'état de santé économique de l'entreprise,
- * le taux de valeur ajoutée dégagé par l'entreprise et son évolution,
- * l'affectation de cette valeur ajoutée au titre de rémunération de ses différents facteurs de production,

est fondée tant d'un point de vue théorique que d'un point de vue empirique et que la nature complexe des relations qui lient ces différents agrégats est elle-même essentiellement déterminée par la dimension sectorielle.

Bibliographie

- Altman E.** (1983): *Corporate financial distress : a complete guide to predicting, avoiding and dealing with bankruptcy*. John Wiley and Sons, New-York, 1ère édition
- Asquith P., Mullins D.** (1983): "Equity issues and stock prices dilution", *Harvard Business School*, Working paper
- Beaver W.** (1966): "Financial ratios as predictors of failure", *Empirical Research in Accounting : Selected studies*, Supplement to the *Journal of Accounting Research*, n° 6, pp. 165-182
- Belletante B., Levratto N.** (1995) : "Finance et PME : quels champs pour quels enjeux ?", *Revue Internationale PME*, n° 3-4, pp. 5-42
- Berle A., Means G.** (1932): *The modern corporation and private property*. New-York, Mac Millan Editeur
- Bouroche J.M., Saporta G.** (1980): *L'analyse des données*, Presses Universitaires de France, Collection "Que sais-je ?", Paris
- Brennan M.J.** (1990): "Latent assets", *Journal of Finance*, juillet, pp. 709-730
- Brennan M.J.** (1995): "Corporate finance over the past 25 years", *Financial Management*, Vol. 24, n° 2, Summer, pp. 9-22
- Brennan M.J., Kraus A.** (1987): "Efficient financing under asymmetric information", *Journal of Finance*, décembre, pp. 1224-1244
- Cobbaut R.** (1994): *Théorie financière*. Editions Economica, 3ème édition, Paris, 526 p.
- Constantinides G., Grundy B.** (1989): "Optimal investment with stock repurchase and financing as signals", *Review of Financial Studies*, Vol. 2, n° 4, pp. 445-466
- Diamond D.** (1989): "Reputation acquisition in debt markets", *Journal of Political Economy*, août, pp. 828-862
- Donckels R., Van Caillie D., Lievens J., Aerts R., Cottyn M.** (1993): *KMO's ten voeten uit - Van onderzoek tot actie*, Koning Boudewijn Stichting, Roularta Books, KMO Studiecentrum, K.U. Brussel, Brussel, 270 p.
- Dubois M.** (1985): "La structure financière des grandes entreprises industrielles françaises", *Finance*, pp. 1-48
- Fama E., Miller M.** (1972): *The theory of finance*. New-York, Holt, Rinehart and Winston
- Gabriel H., J.L. Jacquier** (1994): *La théorie moderne de l'entreprise*, Economica, 319 p.
- Gibbons R., Murphy K.** (1992): "Optimal incentive contracts in the presence of career concerns : theory and evidence", *Journal of Political Economy*, juin, pp. 468-505
- GREPME** (1994): *Les PME : bilan et perspectives*, Economica, Presses Inter Universitaires, Canada, 437 p.
- Harris M., Raviv A.** (1991): "The theory of capital structure", *Journal of Finance*, vol. 46, pp. 297-355
- Hart O. Moore J.** (1990): "A theory of corporate financial structure based on seniority of claims", *MIT Working Paper*, n° 560
- Hirigoyen G., Jobard J.P.** (1988): "Financement de l'entreprise : évolution récente et perspectives nouvelles", *Encyclopédie de Gestion*, Editions Economica, Vol. 2, n° 59, pp. 1221-1241
- Hirshleifer D., Thakor A.** (1992): "Managerial conservatism, project choice and debt", *Review of Financial Studies*, Vol. 5, n° 3, pp. 437-470
- Jensen M.** (1986): "Agency costs of free cash flow, corporate finance and takeovers", *American Economic Review*, mai, pp. 323-329

- Jensen M., Meckling W.H.** (1976): "Theory of the firm: managerial behavior, agency costs and ownership structure", *Journal of Financial Economics*, vol. 3, octobre, pp. 305-360
- Jensen M., Smith C.W.** (1985): "Stockholder, manager and creditor interests : applications of agency theory", in Altman E., Subrahmanyam M., *Recent Trends in Corporate Finance*, Homewood (Illinois), Dow-Jones Irwin
- Leland H.E., Pyle D.H.** (1977): "Informational asymmetries, financial structure and financial intermediation", *Journal of Finance*, mai, pp. 371-387
- Maksimovic V., Titman S.** (1991): "Financial policy and reputation for product quality", *Review of Financial Studies*, Vol. 4, n  1, pp. 175-200
- Miller M.** (1977): "Debt and taxes", *Journal of Finance*, Mai, pp. 261-275
- Miller M., Modigliani F.** (1961): "Dividend policy, growth and the valuation of shares", *Journal of Business*, octobre, pp. 411-433
- Modigliani F., Miller M.** (1958): "The cost of capital, corporation finance and the theory of investment", *American Economic Review*, vol. 48, pp. 261-297
- Myers S. C.** (1977): "Determinants of corporate borrowing", *Journal of Financial Economics*, vol. 5, novem-bre, pp. 147-175
- Myers S., Majluf N.** (1984): "Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have", *Journal of Financial Economics*, vol. 13, juin, pp. 187-221
- Narayanan M.** (1985): "Managerial incentives for short-term results", *Journal of Finance*, décembre, pp. 1469-1484
- Ooghe H., Van Wymeersch C.** (1996): *Trait  d'analyse financière*, Tome 1, Presses Universitaires de Namur et Wolters Kluwer Belgique Editeur, 6 me  dition, 408 p.
- Ross S.A.** (1977): "The determination of financial structure: the incentive signalling approach", *Bell Journal of Economics*, Spring, pp. 23-40
- Spence M.** (1976): "Job market signalling", *Quarterly Journal of Economics*, ao t, pp. 355-379
- Stein J.** (1988): "Takeover threats and managerial myopia", *Journal of Political Economy*, f vrier, pp. 61-80
- Stiglitz J.** (1972): "Some aspects of the pure theory of corporate finance : bankruptcies and take-overs", *Bell Journal of Economics and Management Science*, Automne, pp. 458-482
- Stulz R.** (1990): "Managerial discretion and optimal financing policies", *Journal of Financial Economics*, juillet, pp. 3-27
- Tenenhaus M.** (1994): *Méthodes statistiques en gestion*, Editions Dunod, 1 re  dition, 369 p.
- Titman S.** (1984): "The effect of capital structure on a firm's liquidation decision", *Journal of Financial Economics*, mars, pp. 137-151
- Van Caillie D., Lambrecht C., Nlemvo F., Denis S.** (1996) : *Etude longitudinale des relations entre la structure financière, la stratégie d'investissement, le taux de valeur ajoutée et la santé économique des Petites et Moyennes Entreprises belges à caractère industriel*, "Chaire PME 1995" du Crédit Professionnel, Volumes 1, 2 et 3, 678 p.