



**HAL**  
open science

## Conditions de financement de la PME et relations bancaires

Ludovic Vigneron

► **To cite this version:**

Ludovic Vigneron. Conditions de financement de la PME et relations bancaires. Sciences de l'Homme et Société. Université du Droit et de la Santé - Lille II, 2008. Français. NNT : . tel-00370977

**HAL Id: tel-00370977**

**<https://theses.hal.science/tel-00370977>**

Submitted on 26 Mar 2009

**HAL** is a multi-disciplinary open access archive for the deposit and dissemination of scientific research documents, whether they are published or not. The documents may come from teaching and research institutions in France or abroad, or from public or private research centers.

L'archive ouverte pluridisciplinaire **HAL**, est destinée au dépôt et à la diffusion de documents scientifiques de niveau recherche, publiés ou non, émanant des établissements d'enseignement et de recherche français ou étrangers, des laboratoires publics ou privés.

# **UNIVERSITÉ LILLE 2 – DROIT ET SANTÉ – ÉCOLE SUPÉRIEURE DES AFFAIRES**

Thèse  
pour obtenir le grade de Docteur de l'Université de Lille 2  
en Sciences de Gestion

Présentée et soutenue publiquement le 21 Novembre 2008 par :  
**Ludovic Vigneron**

## **Conditions de financement de la PME et relations bancaires**

Sous la direction scientifique du Professeur Frédéric Lobe

### Membres du jury :

Directeur de thèse : Monsieur Frédéric Lobe

Professeur, Université de Lille 2 (E.S.A)

Rapporteurs : Monsieur Hervé Alexandre

Professeur, Université de Paris Dauphine

Monsieur Michel Dietsch

Professeur, Université Robert Schuman Strasbourg 3 (I.E.P)

Suffragants : Monsieur Pascal Alphonse

Professeur, Université de Lille 2 (E.S.A)



*L'université n'entend donner aucune approbation ni improbation aux opinions émises dans cette thèse. Ces opinions doivent être considérées comme propres à leur auteur.*



**A ma famille et à mes amis  
pour leur soutien et leur affection**



## Remerciements

Je tiens tout d'abord à remercier pour son appui et ses conseils en tant que directeur de thèse le professeur Frédéric Lobez. J'exprime également toute ma reconnaissance aux professeurs Michel Dietsch et Hervé Alexandre qui ont accepté d'être rapporteurs pour cette soutenance ainsi qu'au professeur Pascal Alfonse pour sa participation au jury.

La plupart des travaux réalisés au cours de cette thèse n'auraient jamais pu être menés à bien sans le concours de la banque BNP Paribas, au sein de laquelle je tiens tous particulièrement remercier Madame Dominique Fiabane et Monsieur Pierre Beregovoy pour leur accueil dans les services de la direction régionale nord, et l'appui du pôle de recherche régional en Finance du nord de la France.

Ces remerciements seraient incomplets si je n'y joignais pas l'expression de ma profonde gratitude envers les équipes de l'IEP de l'Université Robert Schuman Strasbourg III et du laboratoire LARGE, qui m'ont intégré pour l'achèvement de cette recherche, de même qu'envers mes collègues du GERME de l'Université de Lille II.





# Sommaire

Introduction générale	3
Chapitre introductif	17
Le financement relationnel bancaire dans la littérature	
Chapitre 1	103
Financement relationnel bancaire et rationnement du crédit	
Chapitre 2	153
Choix de la banque principale de la PME, la capacité à fournir un financement relationnel compte t-elle ?	
Chapitre 3	185
Financement relationnel bancaire et conditions de financement de la PME : une étude sur données de contrats	
Conclusion générale	247
Bibliographie	257
Annexes	283



# **Introduction Générale**



## **Présentation du Contexte**

D'après les chiffres de l'INSEE<sup>1</sup>, avec près de 99,5% des effectifs d'entreprises sur le territoire français en 2002, les PME<sup>2</sup> occupent près de 63% de la population active, contribuent à hauteur de 45% au chiffre d'affaires national et sont à l'origine de 53% de la valeur ajoutée créée. Des valeurs comparables peuvent être constatées sur l'ensemble des pays industrialisés<sup>3</sup> et ce sur une longue période<sup>4</sup>. Les petites et moyennes structures forment ainsi une composante essentielle de nos systèmes économiques modernes. Cependant, malgré leur rôle central à la fois dans les processus de production et de répartition, elles semblent être les grandes laissées pour compte des innovations financières issues du mouvement de libéralisation des marchés financiers enclenché en Europe durant les années 80. En effet, leur taille, trop petite, leur interdit l'accès à la majorité des innovations issues de ce processus, si ce n'est sur des segments très particuliers et restreints tels que celui des Start-up.

Le financement externe des PME reste en fait majoritairement tributaire des banques. Or, si la théorie financière fait une large place à l'étude des mécanismes de marché proposant une allocation directe ou quasi-directe de l'épargne, elle reste largement en retrait vis-à-vis des mécanismes d'intermédiation alternatifs tels que ceux assurés par les banques. Le cadre de l'économie de l'information offre, néanmoins, un environnement analytique propice à la compréhension de ce type d'institutions. Deux contributions ouvrent la voie à d'une application des concepts portés par ce courant au financement bancaire. Elles permettent, par extension de

---

<sup>1</sup> Source « Image économique des entreprises et des groupes » INSEE Résultats N°20 éco. décembre 2004.

<sup>2</sup> Depuis la recommandation de la commission européenne 2003/361/CE du 6 mai 2003, on considère comme une PME une entreprise appartenant à l'un des groupes suivant :

- les entreprises moyennes : celles dont l'effectif ne dépasse pas les 250 salariés, et dont le chiffre d'affaires reste inférieur à 50 millions d'Euros, ou dont le total du bilan n'excède pas 43 millions d'Euros ;
- les petites entreprises : celles dont l'effectif ne dépasse pas les 50 salariés, et dont le chiffre d'affaires reste inférieur à 10 millions d'Euros, ou dont le total du bilan n'excède pas 10 millions d'Euros ;
- les microentreprises : celles dont l'effectif ne dépasse pas les 10 salariés, et dont le chiffre d'affaires ou le total du bilan n'excède pas 2 millions d'Euros.

<sup>3</sup> E Lukacs, 2005, « The economic role of SMES in world economy, especially in Europe », European Integration Studies, Miskolc, vol.4, p. 3-12.

<sup>4</sup> Pour la France, voir par exemple l'ouvrage de M. Lescure, 1996, « PME et croissance économique » publié chez Economica, Paris.

leurs résultats, une meilleure compréhension du financement de la PME. Ainsi, Fama (1985) montre que les banques jouent un rôle fondamental au sein du système financier, en tant que certificateurs vis-à-vis de l'extérieur de la qualité d'emprunteur de leurs clients. Ce faisant, elles réduisent les problèmes d'asymétries d'information qui peuvent grever le financement des structures les plus petites et les plus jeunes. Mayers (1988), de son côté, souligne l'importance de la capacité des banques à fournir des financements flexibles sur le long terme, dans le cadre de relations contractuelles implicites, basées sur des éléments non directement observables. En effet, au-delà de la fourniture simple d'un volume de fonds pouvant être important, il apparaît primordial pour l'investissement et a fortiori le développement des entreprises de disposer d'apports réguliers, adaptés et évolutifs, que les marchés ne peuvent que très difficilement fournir pour des raisons procédurales.

Dans son analyse, Fama (1985) revient sur l'étude de l'obligation qu'ont les banques de détenir un montant de fonds propres proportionnel aux dépôts qu'elles collectent. En immobilisant des fonds, cette obligation limite la quantité de crédit que les établissements de crédit peuvent conférer et donc provoque chez eux un manque à gagner qualifié de taxe<sup>5</sup> sur les dépôts. Dans un contexte concurrentiel globalement demandeur de services bancaires, les banques répercutent cette taxe sur leurs clients. La vision classique du phénomène veut que cela se produise au détriment des déposants qui souffrent alors d'une faible rémunération de leurs apports et d'une surfacturation de certaines prestations. Les déposants acceptent de supporter ce coût supplémentaire en contrepartie de services de particuliers, de transaction et de liquidité, qu'ils ne peuvent trouver ailleurs. Fama (1985) relève alors que ce raisonnement présente une faille importante, révélée par l'existence d'émissions de certificats de dépôts. Ces produits de collecte de fond sont à la fois dépourvus de services complémentaires et en concurrence directe avec d'autres produits aux caractéristiques comparables sur le marché des titres de créances négociables : Billets de trésorerie et Bons du trésor. Leurs rendements devraient donc, s'ils reflètent la taxe sur les dépôts, être, à risque et durée égaux, inférieurs à

---

<sup>5</sup> Nous entendons ici le terme taxe comme le coût subit par une collectivité pour l'acquisition d'un bien public. Dans le cas présent, il s'agit d'une sécurité supplémentaire quant à la liquidité des dépôts bancaires, assurée par le biais de l'obligation de détenir une certaine quantité de fonds propres au regard de ces derniers.

ceux des billets de trésorerie. Or, les statistiques montrent que ceux-ci offrent une rémunération équivalente. La taxe sur les dépôts n'y est donc pas imputée. Fama (1985) propose alors une vision alternative du phénomène postulant que la répercussion de la taxe s'effectue sur les taux des prêts accordés, et non sur les rendements des produits de collecte de fonds. Les emprunteurs en contexte d'asymétries d'information acceptent cette surprime, et donc n'optent pas pour les financements concurrents ne subissant pas ce coût supplémentaire, afin de bénéficier d'une certification de leur qualité vis-à-vis des investisseurs externes. Ils cherchent à se signaler. En effet, la banque en tant que prêteur régulier et impliqué dans la vie de l'entreprise accède à une information privilégiée et donc s'engage en connaissance de cause. Les tiers observent alors cette marque de confiance qu'ils interprètent comme un signal positif de solvabilité prévisionnelle. Celui-ci est d'autant plus crédible que l'engagement du patrimoine de la banque est réel, que le financement accordé et la taxe sur les dépôts engagée sont importants. Les banques bénéficient ainsi d'avantages organisationnels et contractuels dans le traitement de l'information sur leurs clients emprunteurs leur permettant de compenser le handicap de leurs réserves obligatoires.

Mayers (1988) analyse la capacité des systèmes financiers à apporter les fonds nécessaires à la réalisation d'investissements dans les secteurs non financiers. Pour cela, il commence par se pencher sur le cas britannique. Il relève alors que, malgré l'important développement des marchés d'actions dans le pays, sur la période 1970-85, seuls en moyenne 30% des investissements furent financés par le recours à des fonds externes. Ceux-ci furent d'ailleurs majoritairement empruntés auprès de banques. En fait, uniquement 4% des investissements furent réalisés à partir d'émission d'actions. Ce constat est d'autant plus marquant que si l'on en exclut l'investissement en actifs financiers pour ne considérer que les investissements réels la tendance s'en trouve renforcée. Mayers (1988) étend ensuite l'étude à quatre nouveaux pays : les Etats-Unis, la France, l'Allemagne et le Japon. Dans l'ensemble les mesures réalisées confirment la prédominance du recours à l'autofinancement. Néanmoins, quelques différences émergent. Il note que les prêts bancaires représentent une source de financement relativement plus importante aux Etats-Unis, en France et au Japon ; que le Royaume Uni est le pays dans lequel l'autofinancement est le plus important ; mais surtout que dans les pays où ils sont



les plus développés, Etats-Unis et Royaume Uni, les marchés d'actions contribuent le moins à l'investissement réel. Il teste alors l'hypothèse selon laquelle ces différences pourraient être induites par des contingences fiscales comme le prédit l'analyse de Modigliani et Miller (1963). L'hypothèse est cependant réfutée sur la base du comparatif des hiérarchies d'imposition attachées aux différentes formes de financement dans les différents pays. Pour expliquer ce résultat, il en revient aux bases de cette approche et soulève une faille. Le théorème d'indépendance des décisions d'investissement et de financement, sur lequel elle repose, est fondé sur la possibilité pour les parties de conclure des contrats complets, c'est-à-dire considérant l'ensemble des possibilités d'actions des parties pour tous les états de la nature possibles. Or ceux-ci sont dans les faits impossibles à rédiger puisque, comme l'a montré Williamson (1985), si tel était le cas les entreprises, en tant qu'organisations, elles-mêmes n'existeraient pas. Mayers propose alors une approche alternative. En situation d'asymétries d'information, la différence existant entre les instruments financiers réside dans le partage des risques, et tout particulièrement dans la répartition du contrôle des résultats non contractuellement spécifiés qu'ils proposent. On distingue ainsi les dettes qui donnent lieu à une nouvelle recherche de fonds à chaque remboursement de celles qui se renouvellent régulièrement et implicitement durant l'activité de l'entreprise. Les systèmes financiers se différencient ainsi par leur capacité à fournir ce type d'engagements garantissant un financement durable. Ce nouveau paradigme permet notamment d'expliquer le fait que l'on recourt bien plus au crédit bancaire pour financer l'investissement au Japon qu'en l'Angleterre. En effet, les banques japonaises sont connues pour leurs liens particuliers avec leurs clients, qui s'inscrivent dans une relation durable, tandis que le marché bancaire britannique se fonde sur une concurrence accrue entre établissements générant des changements de prêteurs plus fréquents.

## **Problématique et questions de recherche**

L'objet de cette thèse est de comprendre comment la mise en place d'un financement bancaire régulier, que l'on qualifiera de financement bancaire relationnel puisque s'inscrivant à la fois dans la durée et la multiplicité des échanges entre les parties, peut permettre aux PME de surmonter leurs difficultés

d'approvisionnement en ressources financières. Plus précisément, nous cherchons à évaluer l'impact d'une telle configuration contractuelle sur les conditions de financement de ces structures particulièrement soumises aux difficultés associées aux asymétries d'information.

Cet objectif amène **deux interrogations principales** :

1. **La mise en place d'un financement relationnel bancaire permet-elle aux PME les plus en difficulté d'un point de vue informationnel d'accéder plus facilement au financement ?**

En réduisant les asymétries d'information handicapant le financement des PME, la mise en place d'un financement relationnel bancaire peut améliorer les décisions d'allocation de crédit des banques et donc diminuer les situations de rationnement qui défavorisent les entreprises détentrices de projets de bonne qualité. Ce faisant elle permet un dynamisme plus important des PME dans leur choix d'investissements grâce à la réduction de leurs coûts de financement.

2. **Comment les conditions tarifaires des crédits accordés par les banques aux PME sont-elles affectées par la mise en place d'un financement relationnel ?**

Une plus juste évaluation des risques des clients de la part des banques impliquées avec eux dans une relation de long terme devrait leur permettre d'offrir des taux plus attractifs et de demander moins de garantie. Ou, au contraire, compte tenu de la fidélité de ces mêmes clients, les banques pourvoyeuses de financement relationnel ne vont-elles pas être tentées de profiter de cette situation avantageuse pour les surfacturer ou réduire au maximum leurs risques d'engagements en s'assurant une priorité sur leurs actifs en cas de difficultés. Différents facteurs doivent influencer sur ce choix, nous chercherons à les identifier.

Pour répondre à ces interrogations, nous adoptons une approche empirique hypothético-déductive. À partir de données sur la nature de la relation entretenue

avec leur banque principale, leur risque apparent ainsi que différentes mesures du degré d'incertitude pesant sur l'information publique disponible sur leur activité, nous cherchons à expliquer les conditions de financement de différents échantillons de PME françaises. La principale difficulté à ce niveau est bien évidemment d'obtenir des indicateurs pertinents pour l'ensemble des mesures souhaitées. Aussi, avons-nous multiplié les tests afin d'approfondir les réponses apportées et de mettre à l'épreuve la robustesse de nos conclusions. Nous nous plaçons, ainsi, à la fois à un niveau d'information agrégée en utilisant des données comptables et à un niveau plus précis au travers de l'exploitation de données contractuelles issues d'une enquête réalisée avec la coopération de la direction régionale nord de la banque BNP Paribas. Cela nous permet d'examiner l'impact global sur les choix financiers de l'entreprise d'une collaboration avec une banque offrant un financement relationnel, puis d'approfondir la question en étudiant les interactions existant entre les différentes solutions disponibles aux créanciers pour gérer les problèmes d'asymétries d'information auxquels ils sont confrontés dans ce contexte.

Nous apportons notre contribution à la résolution de ces interrogations au travers des **quatre chapitres** qui composent cette thèse.

## **Organisation de la thèse et contributions**

Le **chapitre introductif** de la thèse présente au travers de trois grandes sections la littérature ayant trait au financement relationnel bancaire.

La première section est consacrée à un travail de définition. Nous commençons par poser les bases de ce que représente le financement relationnel bancaire, à la fois dans ses dimensions temporelles et informationnelles. La banque s'engage auprès de son client de manière implicite sur le long terme (Sharpe, 1990) en lui accordant régulièrement de nouveaux crédits. Ce faisant, elle investit dans la production d'informations qu'elle exploite de manière privée au travers de multiples interactions à la fois simultanées et étalées dans le temps (Berger, 1999 ; Boot, 2000). Puis, nous situons le financement relationnel bancaire au sein de l'offre globale de financement. Nous le distinguons à la fois des autres financements

bancaires qualifiés de transactionnel, prêts au coup par coup, à l'acte, comme le crédit-bail etc. (Berger et Udell, 2006), et des autres financements relationnels disponibles, crédit fournisseur (Wilner, 2000) etc.. Finalement, nous identifions les différents bienfaits du financement relationnel bancaire : confidentialité des échanges d'informations (Bhattacharya et Chiesa, 1995), flexibilité des conventions formelles (Boot, Greenbaum et Thakor, 1993), contrôle renforcé et acquisition d'une bonne réputation (Diamond, 1991).

La seconde section porte plus spécifiquement sur les conditions de financement des PME. Elle fait le point sur les travaux portant sur l'effet de la mise en place d'un financement relationnel bancaire sur celles-ci. Nous y passons, tout d'abord, en revue les causes des difficultés d'accès au crédit des PME. Nous centrons alors notre analyse sur les problèmes d'asymétries d'information auxquels sont confrontés leurs pourvoyeurs de fonds externes. Ces difficultés conduisent ceux-ci à rationner leurs interventions (Stiglitz et Weis, 1981). L'entreprise est alors contrainte de mettre en œuvre des contrats spécifiques de manière à surmonter les réticences des apporteurs de fonds et parvenir à satisfaire sa demande de capitaux. Le financement relationnel bancaire en est une illustration. La littérature empirique en a exploré les effets selon deux grands axes. La première série de travaux s'est intéressée à son impact global sur la valeur de l'entreprise. Elle relève ainsi une augmentation du prix des entreprises à l'annonce d'une nouvelle faisant état de la présence d'une relation de long terme entre elles et une banque (James, 1987). Cette augmentation est d'autant plus importante que l'entreprise apparaît offrir peu d'informations publiques aux investisseurs (Slovin, Johnson et Glascock, 1992). Une seconde série de travaux s'est plus précisément intéressée à l'impact sur les conditions particulières de financement des PME de la conclusion d'un financement relationnel bancaire via l'étude des différentes dimensions des contrats qui les composent. Elle met alors en évidence une amélioration de l'accès au crédit avec sa mise en place (Petersen et Rajan, 1994) accompagnée d'effets plus ambigus sur le plan des taux et de la demande de garanties.

Pour finir, la troisième section présente les différents facteurs affectant la mise en place d'un financement relationnel bancaire. Nous les classons en trois groupes. Tout d'abord, nous considérons les effets de la confidentialité des échanges

d'informations sur les choix d'investissements des PME. En déplaçant les asymétries d'information vers l'extérieur de la relation, elle dresse des barrières à l'entrée dans le financement de l'entreprise et le sort du contexte concurrentiel. La discipline des marchés ne s'exerce alors plus ni sur la banque, qui va pouvoir tirer profit de sa situation de monopole informationnel pour extraire une rente décourageant de fait l'entreprise à investir dans certains projets rentables (Sharpe, 1990 ; Rajan, 1992), ni sur l'entreprise, qui va pouvoir tirer profit de l'assurance de se voir refinancer sans examens approfondis de sa situation pour réduire le niveau d'exigence de ses choix d'investissements et s'engager dans des projets moins rentables (Dewatripont et Maskin, 1995 ; Bolton et Scharfstein, 1996). Nous abordons ensuite la question de la distance entre les parties. En effet, celle-ci réduit la possibilité de mise en place d'un financement relationnel basé sur l'échange d'informations particulières sur l'activité du client. La distance est analysée de deux manières. D'une part, nous examinons les effets de la nature de l'information sur laquelle se base la décision de crédit et de la distance qu'elle doit parcourir au sien de l'organisation bancaire pour atteindre les sphères de décision et de contrôle (Stein, 2002). D'autre part, nous revenons sur l'effet de la distance physique entre emprunteur et prêteur sur l'incitation qu'a de ce dernier à investir afin de comprendre et gérer le risque auquel il s'expose dans l'opération (Hauswald et Marquez, 2006). Pour finir, nous traitons des différents facteurs institutionnels affectant l'offre de financement relationnel bancaire. Nous abordons ainsi le droit régissant la protection des créanciers. Un contexte trop protecteur apparaît défavorable au développement de ce type d'interventions bancaires (Erungor, 2004). Nous traitons également des effets du niveau de concurrence ayant cours sur les marchés ainsi que de ceux de la réglementation prudentielle et de son évolution sur la mise en place de financement relationnel bancaire.

**Les trois chapitres suivants de la thèse proposent des contributions empiriques centrées sur la question des effets de la mise en place d'un financement bancaire relationnel sur les conditions de financement des PME.**

Les deux premiers chapitres se concentrent exclusivement sur les problèmes de rationnement du crédit et ceci sous deux angles différents.

Nous examinons d'abord, dans le **chapitre 1**, comment l'utilisation des différentes sources d'endettement accessibles aux entreprises, que l'on peut qualifier d'opaque du fait de la faible quantité d'informations publiques disponibles à leur sujet, est affectée par la mise en place d'un financement relationnel bancaire. Une réduction du rationnement du crédit, obtenue par ce biais, devrait ainsi limiter le recours à des financements alternatifs plus coûteux que les prêt bancaires classiques que sont le crédit fournisseur, la dette à court terme auprès de l'Etat et le crédit-bail. Une utilisation importante de ces solutions apparaît en effet comme le reflet de difficultés d'accès au crédit bancaire. Dans le prolongement des travaux de Stein (2002) qui montrent que les banques à la structure organisationnelle décentralisée détiennent un avantage comparatif par rapport à leurs homologues centralisés dans l'offre de financement relationnel, nous employons la forme de la banque principale, celle avec laquelle travail habituellement l'entreprise, comme indicateur de la mise en place de ce type de configuration contractuelle. Nous relevons deux éléments. D'une part, le fait de travailler avec une banque décentralisée limite bien le recours aux alternatives au crédit bancaire. Ce résultat va dans le sens d'une réduction des problèmes de rationnement du crédit avec la mise en place d'un financement relationnel bancaire. D'autre part, les banques centralisées offrent d'autant plus de crédit-bail à leurs clients que ceux-ci présentent un caractère opaque. Ce second résultat va dans le sens de la mise en place de stratégies de gestion du risque informationnel différentes en fonction de l'organisation de la banque.

Nous nous posons ensuite la question de savoir si, compte tenu de l'impact positif de celui-ci sur les problèmes de rationnement du crédit, les entreprises opaques choisissent leur partenaire bancaire en fonction de sa capacité à fournir du financement relationnel. Nous développons ainsi, dans le **chapitre 2**, une analyse du choix de banque principale réalisé par les PME en insistant le cas échéant sur les conséquences du fait de travailler avec une banque non adaptée à sa situation informationnelle. En effet, la faible quantité d'informations standardisées, quantitatives, disponibles au sujet de ce type d'entreprises conditionne leur financement à la capacité qu'ont leurs bailleurs de fonds à traiter une information de nature non standardisée, qualitative, (Petersen, 2004). Stein (2002) montre que les banques décentralisées sont plus efficaces pour traiter ce type d'informations difficilement vérifiables par un tiers. Les petites banques, les banques régionales et

les mutualistes apparaissent ainsi plus efficaces dans le traitement des demandes de crédit des entreprises les plus opaques. Celles-ci devraient donc chercher à travailler en priorité avec elles afin de bénéficier de leur savoir-faire. Nous mettons en évidence, sur un échantillon d'entreprises récemment créées, l'existence d'un lien fort entre l'opacité informationnelle des entreprises et leur orientation vers un partenaire financier décentralisé. Nous relevons également que les entreprises opaques ne s'étant pas engagées avec une banque adaptée à leurs besoins informationnels se trouvent plus souvent rationnées.

Pour finir, dans le **dernier chapitre**, nous analysons plus précisément les conséquences contractuelles de la mise en place d'un financement relationnel bancaire. En utilisant un jeu de données nouveau tiré du portefeuille d'engagements d'une grande banque française<sup>6</sup>, nous étudions l'effet sur les conditions de financement des PME à la fois de la nature de la relation qu'elles entretiennent avec la banque et des garanties fournies. Nous nous interrogeons sur les contributions respectives de ces deux mécanismes à la résolution des problèmes liés aux asymétries d'information. Nous relevons alors que l'usage de garanties en lui-même ne permet aux entreprises ni d'obtenir plus facilement du crédit ni de payer celui-ci moins cher, seul le statut de banque principale du bailleur de fonds conduit celui-ci, au travers de la diminution des problèmes informationnels, à offrir des conditions plus favorables. On note néanmoins qu'une trop grande concentration des engagements produit un effet inverse. En présence de risques moraux, la formation d'équilibres séparants sur la base de garanties n'est pas possible, compte tenu des coûts d'agence générés par la garantie elle-même. Le cadre relationnel réduit cependant cette difficulté en créant des incitations rendant l'usage de sûretés plus efficace à condition de ne pas exclure toute concurrence. Le financement relationnel bancaire et l'usage de garanties apparaissent ainsi comme des mécanismes complémentaires dans le traitement des problèmes d'asymétries d'information associés au financement des PME.

---

<sup>6</sup> BNP Paribas

**On peut inférer de ce travail de recherche plusieurs contributions managériales à même d'éclairer le responsable financier de PME afin qu'il tire le plus d'avantage possible de ses relations avec sa banque principale.**

- En l'absence de financements bancaires facilement disponibles, les entreprises se tournent vers des sources de fonds alternatives plus coûteuses, mais présentant des conditions d'accès plus aisées.
- Le fait, pour une entreprise souffrant de fortes asymétries d'information, de travailler avec une banque à la structure organisationnelle décentralisée (petite banque, banque locale ou banque mutualiste) lui permet de limiter ses problèmes d'accès au crédit bancaire classique.
- Les PME n'ayant pas pu établir de financement relationnel avec une banque décentralisée se voient souvent proposer pour leurs besoins d'investissements des financements bancaires alternatifs transactionnels comme le crédit-bail par la banque centralisée avec laquelle elles travaillent ; pour le reste, elles demeurent fortement rationnées.
- L'établissement d'un financement bancaire relationnel permet, en levant les asymétries d'information entre banquier et entreprises financées, un usage plus efficace des garanties, ce qui, contrairement à ce qui se passe dans le cadre transactionnel, permet un échange entre taux d'intérêt facturé et garanties apportées.
- Une trop grande concentration du financement bancaire, en privant la banque principale de l'entreprise de concurrents, rend les conditions de financement offertes par cette dernière moins favorables (taux d'intérêt et garanties plus importantes) et ceci même dans un contexte relationnel.





**Chapitre introductif**  
**Le financement relationnel bancaire**  
**dans la littérature**



L'analyse économique de la banque s'est longtemps limitée à des considérations purement descriptives ou au seul rôle qu'elle assume dans la transmission des politiques monétaires mises en œuvre par les pouvoirs publics au travers de l'institut d'émission. Il faut attendre Gurley et Shaw (1960) pour voir se dégager les bases d'une étude indépendante de la firme bancaire en temps qu'intermédiaire financier. Dans leur contribution, ces auteurs prennent en considération l'existence au sein de l'économie de deux modes d'interaction destinés à assurer la jonction entre agents économiques ayant besoin de financement et ceux qui ont les capacités de leur fournir : la finance directe et la finance indirecte ou intermédiée. Dans le premier cas, les détenteurs d'un excédent de ressources achètent sur le marché des titres primaires émis par les agents à besoin de financement de manière à pouvoir décaler dans le temps leur consommation. Ces titres présentent cependant un certain risque. Leurs acquéreurs peuvent ainsi, lorsqu'ils en éprouvent le besoin, ne pas parvenir à récupérer le pouvoir d'achat immobilisé dans ces titres faute de conditions de marché favorables. La finance indirecte permet de surmonter cette difficulté. Des intermédiaires, au premier rang desquelles se trouvent les banques, vont s'interposer afin de porter le risque de liquidité associé aux titres primaires. Pour cela, ils émettent leurs propres titres puis à l'aide des fonds levés souscrivent aux émissions primaires classiques des agents à besoin de financement. Par ce mécanisme, ils assurent une transformation qualitative des créances au sein du système financier et assurent la péréquation entre offreurs et demandeurs de ressources aux attentes autrement difficilement conciliables.

Une littérature plus récente et de plus en plus importante s'intéresse à la manière dont se répartissent, au sein des différentes économies, les opérations effectuées par le biais de la finance directe et celles réalisées par celui de la finance intermédiée. Schématiquement, cette littérature oppose les systèmes financiers dans lesquels les marchés priment, ceux des pays anglo-saxons, et les systèmes centrés sur les banques, ceux d'Europe continentale et du Japon (De Bondt, 1998 ; Allen et Gale, 2000). Néanmoins, elle ne tranche guère quant à leur efficacité respective en terme d'allocation de l'épargne (Allen et Gale, 1995 ; Beck et Levine, 2002 ; Deidda et Fattouh, 2008). Son principal apport concerne l'identification des facteurs conduisant à la mise en place de l'un ou l'autre de ces systèmes. Ainsi, on y trouve à

la fois des explications de nature historique (Goldsmith, 1987) et des analyses institutionnelles, telles que celles mettant en lumière des divergences de systèmes juridiques qui apparaissent plus ou moins protecteurs des créanciers (La Porta, Lopez de Silanes, Shleifer et Vishny, 1997 et 1998 ; Modigliani et Perotti, 2000). Dans l'ensemble, ces recherches s'accordent sur le rôle central joué par les banques en terme de gestion des risques associés à la position d'asymétrie d'information dans laquelle se trouvent les investisseurs.

Ces risques trouvent leur origine à la fois dans le fait que les investisseurs potentiels connaissent moins précisément que leurs promoteurs les perspectives des projets qui leur sont soumis, et que les intérêts des parties à la transaction ne convergent pas exactement. S'ils souhaitent toutes deux la réussite de l'entreprise financée, elles se trouvent en rivalité quant à répartition des revenus qui en sont tirés. Ainsi, les demandeurs de financement peuvent adopter un comportement opportuniste de manière à tirer profit de cette situation de déséquilibre. Pour cela, deux possibilités s'offrent à eux. Ils peuvent, d'une part, dissimuler *ex-ante* leur risque aux pourvoyeurs de fonds, de sorte que les mécanismes de sélection des projets mis en œuvre par ces derniers soient faussés et qu'ils doivent faire face à une situation de sélection contraire (adverse) à leurs objectifs initiaux (Stiglitz et Weis, 1981). D'autre part, ils peuvent *ex-post*, une fois le financement accordé, procéder à des choix dans la conduite de leurs affaires allant à l'encontre des intérêts des investisseurs, en augmentant par exemple le risque des projets en cours sans réviser la rémunération de ceux-ci ou en faisant volontairement défaut au moment d'honorer leurs engagements (Jensen et Meckling, 1976). Les investisseurs sont ainsi tributaires des aléas moraux des entrepreneurs qu'ils financent.

Les banques ont la particularité, en tant qu'organisations, de pouvoir réaliser d'importantes économies d'échelle dans la production et le traitement de l'information concernant l'activité et les perspectives de leurs clients. Cela leur permet, à un moindre coût, de mettre en place des contrats efficaces pour gérer d'éventuelles difficultés. Elles trouvent ainsi leur raison d'être dans la réduction des coûts de transaction qu'elles permettent entre épargnants et entrepreneurs (Williamson, 1985). Dans le même ordre d'idée, Milton et Thakor (1985) mettent en évidence l'avantage qu'elles tirent de la taille de leur portefeuille d'engagements

pour se constituer une expertise en matière de sélection de projets. Cela leur permet non seulement de diversifier leurs risques, mais aussi de recueillir suffisamment d'éléments pour mettre à jour les composantes systématiques qui caractérisent la qualité des demandeurs de financement. Ce savoir spécifique peut alors être réutilisé de manière à diminuer leurs coûts d'investigations précontractuelles. Par ailleurs, de nombreuses autres contributions soulignent le rôle des banques en tant que contrôleurs délégués pour le compte de leurs déposants (Diamond, 1984 ; Ramakrishan et Thakor, 1984 ; Boyd et Prescott, 1986). Ceux-ci trouvent ainsi avantage à passer par le biais d'un intermédiaire de manière à éviter les problèmes de duplication des coûts associés à la surveillance de leurs investissements en les confiant à un agent spécialisé plus efficace dans le domaine car bénéficiant de savoir-faire et de connaissances spécifiques. D'autres agents bénéficiant de ce type d'avantage pourraient se substituer aux banques dans cette mission. Néanmoins ceux-ci se trouvent face à un problème de crédibilité dans la mesure où comme le fait remarqué Hershleifer (1971) : « Il peut ne pas être possible pour un individu informé de prouver sa détention d'informations valorisables. Après tout n'importe qui peut prétendre posséder ce type d'information. » Les banques échappent à cette difficulté dans la mesure où, d'une part, elles restent durablement sur le marché et donc, à ce titre, doivent y maintenir une bonne réputation (Chemmanur et Fulgherie, 1994), et d'autre part elles investissent une partie de leurs ressources dans les projets financés sur la base de cette information (Fama, 1985).

Les contrats mis en œuvre par les banques afin de gérer les risques associés à leurs engagements et ainsi garantir la liquidité des dépôts peuvent répondre à deux logiques différentes. Soit ils s'inscrivent dans une optique de durée, l'aléa étant alors limité par les actions de contrôle réalisées au travers du temps, soit dans une optique plus instantanée, l'aléa étant alors conjuré par la diversification. Dans le premier cas, il s'établit une véritable relation entre la banque et ses clients basée sur un accord implicite de coopération sur le long terme (Sharpe, 1990 ; Von Thadden, 2004). Dans le second cas, chaque crédit est considéré comme une transaction indépendante dont l'échec peut être compensé par la réussite d'autres transactions en portefeuille (Boot, 2000). Il n'y a aucune intervention directe de la banque dans la gestion de l'activité financée. Elle se comporte comme un simple intermédiaire (Boot et Thakor, 2000).

C'est le premier mode de gestion, le financement relationnel, qui nous intéresse au premier chef. Nous nous focalisons plus particulièrement sur le rôle de ce dernier dans la gestion des problèmes d'asymétrie d'information contraignant l'approvisionnement en crédit des PME. Pour cela, nous passerons en revue les principaux travaux réalisés sur le thème. Nous articulons leur présentation autour de trois sections. Dans la première, nous revenons sur les définitions établies du financement relationnel bancaire et mettons en évidence les sources des avantages liés à ce type de contrats justifiant par la même leur « raison d'être ». Dans la seconde, nous nous intéressons plus spécifiquement au financement des PME et tout particulièrement à l'effet de la mise en place d'un financement relationnel sur les conditions de celui-ci. Finalement, dans une troisième section, nous nous penchons sur les facteurs influençant l'offre et la demande de ce type de financements afin de souligner ce que requiert sa mise en place efficace.

## **Section 1 : Définition et avantages du financement relationnel bancaire**

Notre présentation se décompose en deux séquences. Nous revenons, tout d'abord, sur les définitions du financement relationnel bancaire proposées par la littérature. Ceci nous permet de les mettre en parallèle à la fois avec d'autres formes de financement relationnel existant ainsi que des financements bancaires concurrents. Puis nous nous penchons plus spécifiquement sur les origines de la valeur créée par ce type de contrat, tant pour l'entreprise cliente que pour sa banque. Ainsi, nous traitons successivement de la confidentialité des échanges d'informations que le financement relationnel garantit, de la flexibilité des contrats formels conclus durant la relation qu'il autorise, du contrôle plus efficace généré ainsi que de son impact en terme de réputation en cas de bon déroulement des opérations.

## **I/ Le financement relationnel bancaire : vers une définition**

De nombreux auteurs se sont attachés à définir le concept de financement relationnel bancaire. Dans leur majorité, ces contributions battissent leur énoncé à partir de l'opposition existant entre cette formule et la simple transaction encore appelé financement à l'acte (ou transactionnel). Ongena et Smith (2000) définissent ainsi le financement relationnel bancaire comme : « la connexion entre une banque et un client qui va au-delà de la simple exécution de transactions financières anonymes ». De son côté, Boot (2000) l'appréhende comme la fourniture de services financiers par un intermédiaire qui :

- Investit afin d'obtenir des informations spécifiques sur son client, le plus souvent de manière prioritaire ;
- Évalue la rentabilité de cet investissement à la fois au travers de multiples interactions étalées dans le temps avec le même client et par le biais de plusieurs produits.

Berger (1999) pose lui trois conditions à remplir pour la mise en place d'un financement relationnel :

- Que l'intermédiaire financier recueille des informations qui ne sont a priori pas disponibles au public ;
- Que les informations recueillies s'inscrivent dans le temps au travers de multiples interactions avec l'emprunteur, le plus souvent au travers de la fourniture de différents services financiers ;
- Que l'information reste confidentielle (elle n'est pas publique et peut donc être considérée en quelque sorte comme la propriété du financeur).

Ces définitions présentent deux points communs : d'une part l'aspect inter-temporel des conventions à l'œuvre, qui se matérialise par des actes de financement successifs, et d'autre part l'existence d'une information particulière née de la relation et destinée exclusivement à la banque. Dès le début, le comportement des parties en présence se construit implicitement par anticipation de futurs contrats (Sharpe, 1990).



L'analyse de ces différentes définitions met en évidence le fait que des intervenants non bancaires, puissent également être qualifiés de financeurs relationnels.

Ainsi, Carey, Post et Sharpe (1998), lors de l'analyse d'un échantillon de crédits accordés aux Etats-Unis sur la période 1987-1993<sup>7</sup> à la fois par des banques et des « compagnies financières »<sup>8</sup>, ne relèvent pas de différences significatives sur le plan du risque lié aux asymétries d'information et du risque financier apparent entre les entreprises s'étant vu accorder des crédits par l'un ou l'autre type d'intermédiaire. Ceux-ci apparaissent tout deux à même de gérer ces difficultés en recourant aux formules contractuelles adéquates fussent-elles relationnelles. Dans le même esprit, Andreani et Neuberger (2004), au cours d'une réflexion portant sur l'importance croissante des investisseurs non bancaires au sein des systèmes financiers européens continentaux, et donc de leur évolution vers une orientation plus axée sur les marchés, notent qu'il n'y a pas de perte de relation si les nouveaux intervenants se comportent comme des prêteurs relationnels.

Par ailleurs, une littérature abondante présente le capital risque et le crédit fournisseur comme les modes de financements relationnels par excellence. Dans les deux cas, le financeur conduit une action sur la durée et bénéficie d'un accès privilégié à l'information lui permettant d'intervenir en cas de mauvaise gestion de l'entreprise.

Le capital-risqueur sélectionne ainsi de manière scrupuleuse ses interventions à la fois en fonction des qualités de l'entrepreneur et de celles du concept d'activité envisagé (Freid et Hisrich, 1994 ; Garmaise, 2001). Il contribue alors au développement de l'entreprise en lui faisant bénéficier de son expertise en matière financière en participant à la structuration des contrats de financement de manière à créer les incitations nécessaires à la réussite des projets (Sahlman, 1990 ; Kaplan et Stromberg, 2004), mais aussi en lui apportant son expertise sur le plan

---

<sup>7</sup> L'échantillon tiré de la version de novembre 1993 de LCP (Loan Pricing Collector) Dealscan qui contient les caractéristiques de 18000 accords de prêt conclus entre 1987 et le début 1993. Cette base est distribuée par Reuters Publication.

<sup>8</sup> L'équivalent US des institutions financières spécialisées et sociétés financières de loi bancaire de 1985. Elles ont pour point commun de ne pas recevoir de dépôts mais de conférer des crédits sous différentes formes.

opérationnel (Hellmann et Puri, 2000). Il contrôle l'action de l'entreprise en continu tant d'un point de vue formel, par la participation au conseil d'administration, que de manière informelle au quotidien (Rosenstein, 1988 ; Lerner, 1995). Son intervention ne se limite pas à la phase de démarrage. Il contribue aussi à ce que l'entreprise accède à de nouvelles sources de financements (Gorman et Shalman, 1989) y compris relationnelles. Hellmann, Lindsey et Puri (2007) relèvent ainsi que les banques se servent de leurs filiales de capital-risque pour entrer en relation avec leurs clients *start-up*.

Pour ce qui est du crédit fournisseur, malgré l'absence de formalisation directe de l'accumulation de l'information sur le client, la littérature s'accorde sur sa nature relationnelle (Mian et Smith, 1992 ; Cunat, 2007, Miwa et Ramseyer, 2005). De nombreuses contributions, à la suite de Biais et Gollier (1997), montrent que les décisions de crédit des fournisseurs sont utilisées comme certification à l'attention des créanciers bancaires. En effet, ceux-ci bénéficient de coûts de sélection et de surveillance de leurs débiteurs particulièrement faibles, dans la mesure où ils exercent une activité connexe à la leur. A ce titre, ils bénéficient de facilités en termes de gestion des problèmes d'asymétries d'information. L'investissement réalisé est d'autant plus facilité que le lien opérationnel est fort. Le lien existant entre le client et le fournisseur permet à celui-ci de bénéficier, en cas de difficultés, de coûts de faillite moins importants du fait des facilités de réutilisation des actifs de leur client, ce qui crée de ce fait une garantie implicite (Mian et Smith, 1992 ; Frank et Maksomovic, 2005 ; Santos et Longhofer, 2003). Ce contexte particulier permet une renégociation plus facile des contrats en cours rendant ce type de financement particulièrement souple (Wilner, 2000). A notre connaissance, seul Uchida, Udell et Watanabe (2006) proposent un test empirique de la nature relationnelle du crédit fournisseur. Leurs conclusions sont cependant mitigées. Ils relèvent des marques de l'existence d'un comportement à la fois relationnel et transactionnel des fournisseurs dans leur attribution de crédit.

Il existe par ailleurs des formes mixtes de financement, à la fois relationnels et transactionnels.

Le crédit syndiqué en est le meilleur exemple. Le principe en est le suivant : l'entreprise sollicite une banque, le chef de file, de manière à ce qu'elle organise un groupe de créanciers, le syndicat, afin de réunir la somme désirée. Les participations à l'opération sont alors divisées en tranches négociées et réparties par la banque organisatrice. Les responsabilités au sein du syndicat sont de même réparties entre seniors et juniors. Les premiers, dont la banque chef de file, ont pour mission de surveiller le créancier tandis que les seconds se contentent d'apporter leur part de fond. En fait, dans ce type d'opération, seule la banque organisatrice entretient une véritable relation avec l'emprunteur, les autres membres du syndicat limitant leurs interventions à un niveau strictement transactionnel. Peu d'études empiriques se sont réellement penchées sur la question. Néanmoins, Dennis et Mullineaux (2000) et Goldewski (2007) relèvent que les chefs de file conservent en portefeuille une plus grande part des financements dans le cadre des opérations les plus sujettes aux problèmes d'asymétries d'information nécessitant une plus grande dimension relationnelle.

Les financements transactionnels types sont les crédits obligataires et l'investissement en fonds propres réalisé dans une optique de gestion de portefeuille. Cependant, les banques elles-mêmes proposent au-delà de ceux-ci des formules de crédit à l'acte. Berger et Udell (2006) en dressent une typologie comprenant : le prêt basé sur de l'information comptable, sur les résultats d'un *scoring* ou un montant limite de l'actif circulant, l'affacturage, le prêt sur base de l'actif fixe et le crédit-bail. Chacune de ces solutions combine de manière particulière des sources d'information initiales, un mécanisme de sélection, une politique de garantie, des structures contractuelles et des stratégies de contrôle. Elles peuvent d'ailleurs parfois différer l'une de l'autre sur la base d'une seule de ses dimensions. Par exemple, le crédit-bail et le prêt sur base d'actifs fixes ne se distinguent réellement que sur le plan contractuel. Dans le premier cas la banque est en effet propriétaire des actifs acquis à l'occasion de l'opération tandis que dans le second elle ne fait que bénéficier de garanties mobilisables en cas de difficultés.

## II/ Avantages du financement relationnel bancaire

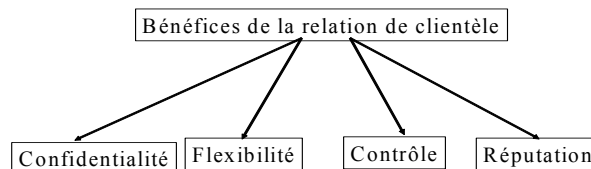


Figure 1. Bénéfices du financement relationnel.

### A/ La confidentialité des échanges d'informations

Le premier bénéfice de la mise en place d'un financement relationnel bancaire est directement lié à l'important échange d'informations que celui-ci permet d'instaurer entre les parties. Or, cela ne serait se mettre en place, si, dans ce contexte particulier, une certaine confidentialité n'était pas garantie. Cette garantie de confidentialité est nécessaire pour surmonter deux difficultés importantes : le problème de double audience des signaux qui inhibe l'emprunteur dans sa communication et le problème de passagers clandestins qui inhibe le banquier dans ses efforts de collecte d'informations.

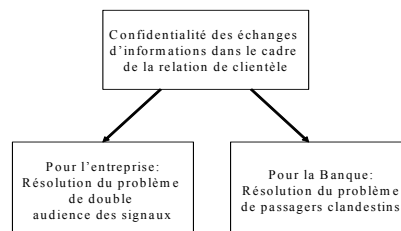


Figure 2. Apports de la confidentialité de la relation de clientèle.

Bhattachaya et Chiesa (1995) montrent que, dans le cadre d'une relation de clientèle basée sur des interactions à long terme, l'emprunteur révélera à sa banque certaines informations qu'il n'aurait jamais rendu publiques de crainte de voir ses concurrents s'en saisir à ses dépens. Le prêteur lui assure la confidentialité de l'échange dans la mesure où celle-ci lui permet de constituer une information privée qu'il pourra utiliser pour dresser une barrière à l'entrée à destination de financeurs externes potentiels. Le bénéfice de cette connaissance particulière déplace alors les problèmes de sélection adverse en dehors de la relation et décourage ainsi les offres de financements alternatives. Il place de fait la banque relationnelle dans une situation de monopole informationnel. Elle peut alors établir les conditions d'octroi de son financement à son strict avantage et dispose donc d'une rente de situation. L'entreprise accepte ceci sous la menace de se voir à nouveau confronté au phénomène de rationnement de crédit. Elle communique donc à sa banque principale les informations nécessaires à la juste évaluation de son risque ce qui lui permet de se rapprocher de la situation optimale correspondant à l'absence d'asymétrie d'information.

De son côté, pour les mêmes raisons de garantie de confidentialité, la banque investit dans la production d'informations sur l'emprunteur. La confidentialité lui permet en effet d'échapper au phénomène de passager clandestin mis en évidence par Grossmann et Hart (1980). Ce dernier veut qu'un prêteur potentiel soit désincité à investir pour obtenir de l'information si celle-ci devient publique et bénéficie également à ses concurrents. En effet, ceux-ci, bénéficiant gratuitement de l'information, pourraient alors proposer un financement à un tarif inférieur à celui-ci puisqu'ils ne doivent pas amortir les coûts d'acquisition de l'information. La banque anticipant cette réaction peut, faute de garantie de confidentialité, renoncer à produire les informations nécessaires à une décision de crédit éclairée. L'entreprise est alors de nouveau dans une situation de forte asymétrie d'information limitant son accès au financement. Elle va donc assurer la banque de la confidentialité de leurs échanges de manière à circonvenir le phénomène et permettre la mise en place d'un financement relationnel bancaire efficace.

## **B/ La flexibilité des contrats formels mis en place**

Le second avantage du financement relationnel bancaire repose sur les facilités de renégociation des contrats de crédit formels qu'il autorise, et donc de l'usage plus efficace, puisque plus flexible, de ceux-ci qui en découle. La nature principalement implicite des engagements de long terme inclus dans cette formule permet typiquement d'obtenir des conventions moins rigides que celles ayant cours dans le cadre transactionnel.

Boot, Greenbaum et Thakor (1993) montrent à ce propos que l'entreprise peut forcer la renégociation de ses contrats de financements en provoquant son défaut à condition de bénéficier d'un capital-confiance suffisant pour convaincre sa banque de réviser ses conditions d'interventions au travers d'un nouvel engagement. Dans ce cas, un nouveau contrat plus adapté à sa situation actuelle succédera au contrat formel précédent. L'entreprise pourra alors par ce biais rentabiliser son capital relationnel de manière à directement réduire son coût de financement. L'investissement réalisé dans la transmission d'informations à l'attention de son partenaire bancaire trouve alors toute sa valeur puisque il est nécessaire à l'ouverture de cette possibilité. La banque n'accepte la renégociation que dans la mesure où elle anticipe un gain supérieur des opérations futures relativement à la liquidation de ses engagements. Sharpe (1990) voit, dans la relation qui s'établit sur une base implicite de long terme, et donc dans la non-contractualisation de certains éléments fondamentaux des accords comme leur durée, une alternative créatrice d'une richesse particulière dans un contexte d'asymétries d'information comparativement au retour régulier au marché et à la formalisation complète des obligations.

Rajan et Winton (1998), de leur côté, montrent que l'usage de contrats de crédit formels complexes, assortis de clauses de gestion et de garanties, est une condition nécessaire à la mise en œuvre d'engagements de long terme. Elles permettent à la banque de surpasser le problème de passagers clandestins qu'elle subit dans son action de surveillance de ses clients. En effet, lorsqu'une banque prête à une entreprise l'ensemble des parties prenantes à cette dernière (autres

investisseurs, fournisseurs et salariés) bénéficie gratuitement de l'information révélée par ses contrôles. Ceux-ci peuvent alors se positionner de manière à maximiser la valeur qu'ils tirent de l'entreprise au détriment des intérêts de la banque. Cette externalité réduit alors son incitation à investir dans la production de ce type d'informations. Elle préférera, dans ce contexte, les engagements de court terme, fondamentalement transactionnels, dans la mesure où ceux-ci lui donnent plus de flexibilité à utiliser l'information dont elle dispose avant les autres parties prenantes et limitent l'importance de ces effets négatifs. Les clauses de gestion, en interdisant ou en obligeant les emprunteurs à accomplir certaines actions, offrent à la banque le droit de renégocier ou de forcer le remboursement des prêts consentis si les obligations associées ne sont pas respectées. Berlin et Mester (1992), Magee et Sridhar (1996) et Park (2000) soulignent que leur utilisation introduit de la flexibilité dans les contrats financiers, rendant leur usage plus efficace. Smith et Warner (1979) mettent en évidence leur rôle particulier en matière de réduction des problèmes de sélection adverse et d'aléa moral. Un engagement de long terme de la banque assorti de clauses de gestion, s'il est associé à une modulation du niveau de garantie, peut alors être préféré à l'engagement de court terme. L'activation des clauses étant conditionnelle à l'acquisition d'une information particulière non disponible sans coût pour le public, la banque ne consentira à investir dans le contrôle de l'entreprise que si elle peut en bénéficier pleinement. Ce faisant, elle recueillera à la fois des éléments vérifiables nécessaires au fonctionnement des clauses, et non vérifiables qu'elle pourra tout de même utiliser en modulant le niveau de garanties de ses engagements de manière stratégique à l'occasion des renégociations. L'usage des contrats formels complexes, dans une optique de financement de long terme, permet ainsi de rétablir l'incitation à surveiller le débiteur. En effet, elle permet d'associer la maturité effective des prêts à l'information de la banque et lui donne la possibilité d'orienter les autres parties prenantes à l'entreprise au travers de sa politique de sécurisation de ses crédits.

### **C/ Un contrôle renforcé du débiteur**

La flexibilité des conventions mises en place et la meilleure transmission d'informations existant dans le cadre d'un financement relationnel bancaire posent les bases d'un troisième avantage : un contrôle des débiteurs plus efficace. A ce titre, cette configuration contractuelle particulière apparaît jouer un rôle central dans les systèmes de gouvernement d'entreprise en place.

Jensen (1986), réfléchissant sur l'excès de liquidités détenues par les entreprises<sup>9</sup> et son analyse en terme de coûts d'agences, met en évidence que l'endettement peut être utilisé par les propriétaires de l'entreprise comme un moyen de discipliner la direction. En augmentant la contrainte de performance pesant sur celle-ci, la dette limite les possibilités de voir se développer des investissements à VAN négative comme c'est le cas lorsque les dirigeants adoptent une stratégie d'enracinement. L'endettement augmente le risque de défaut et rend crédible la survenue d'une liquidation entraînant pour le dirigeant la perte de son poste en cas de contre performance. Les banques, en tant que premier prêteur des entreprises, jouent alors un rôle primordial dans ce mécanisme de discipline. Elles sont d'autant plus efficaces dans cette tâche qu'elles bénéficient d'économies d'échelle particulièrement importantes dans la collecte et le traitement d'informations sur les activités de leurs clients et l'économie en général. Elles peuvent ainsi décider plus justement que les autres prêteurs moins engagés de la nature de leur intervention en cas de difficultés : soutien ou sanction des dirigeants. L'établissement d'un financement relationnel en temps que moyen de réduire l'asymétrie d'information entre le banquier et l'emprunteur permet ainsi de limiter efficacement les coûts d'agence et donc d'amoindrir les problèmes d'aléa moral.

L'action des banques dans le système de gouvernement d'entreprise peut prendre plusieurs formes liées à un engagement de long terme auprès de leurs clients. En complément du rôle de discipline de la dette, elles peuvent aussi détenir des participations au capital des entreprises et/ou bénéficier de sièges au sein des

---

<sup>9</sup> Nous faisons ici référence au concept de *free cash flow* c'est-à-dire des ressources non affectées efficacement (distribuées ou investies dans des projets à VAN positives) restant donc sous le contrôle des dirigeants de l'entreprise qui peuvent les utiliser de manière discrétionnaires.



conseils d'administration. Ces situations se retrouvent principalement dans le cadre des systèmes financiers de type européen continental et japonais. En effet, aux Etats-Unis de telles pratiques sont toujours limitées malgré le Glass-Steagall Act de 1999 qui ouvre plus de possibilités aux banques dans ce domaine. Le Gramm-Leach-Bliley Act, la législation précédente, les interdisait tout simplement.

Il ressort des études empiriques pratiquées sur ces trois points un effet globalement positif de l'action de la banque en termes de discipline des dirigeants d'entreprise. La dette bancaire apparaît bien comme un frein au pouvoir discrétionnaire de la direction. Ainsi, Degryse et De Jong (2006) relèvent, sur un échantillon d'entreprises néerlandaises, qu'une dette importante chez une entreprise dans laquelle les dirigeants disposent d'un pouvoir accru, mesuré ici par la faiblesse du  $Q$  de Tobin<sup>10</sup>, rendra son investissement moins sensible aux liquidités de l'entreprise. Les problèmes de surinvestissement associés aux *free cash flow* sont ainsi limités. Par ailleurs, la présence dans le capital d'entreprises d'établissement de crédit apparaît elle aussi comme un facteur de performance. Edwards et Nibler (2000), dans un travail portant sur le marché allemand, notent que les entreprises disposant d'une banque fortement investie dans leur capital affichent des *market to book ratio*<sup>11</sup> plus importants et donc une meilleure valorisation. Ce résultat va dans le sens de celui de Gorton et Schmid (2000) portant sur le vote de proximité<sup>12</sup>. Cependant, il est nécessaire de nuancer ces conclusions puisque tant des travaux théoriques, Berlin, John et Saunders (1996), qu'empiriques, Morck, Nakamura et Shivdasani (2000), laissent envisager l'existence d'une relation non linéaire entre la part du capital de son client détenu par la banque et la performance de ce dernier. Pour finir, notons que les études concernant la présence d'intermédiaires financiers

---

<sup>10</sup> Le  $Q$  de Tobin correspond au ratio de la valeur de marché de l'entreprise sur la valeur comptable de ses actifs. Un faible niveau de  $Q$  montre que le marché considère que les opportunités d'investissements de l'entreprise sont peu importantes. Ainsi, en cas de rendement importants des projets en cours, de fortes liquidités non utilisées pour investir dans des projets à VAN positive (*free cash flow*) demeureront dans l'entreprise sous le contrôle du dirigeant qui pourra les employer à sa guise.

<sup>11</sup> Le *market to book ratio*, encore appelé *price to book ratio*, correspond au ratio de la valeur des actions de l'entreprise, telle qu'elle ressort du processus de cotation sur le marché, sur leur valeur comptable c'est-à-dire de la différence entre la valeur totale des actifs de l'entreprise et de la valeur totale de ses dettes.

<sup>12</sup> Cette pratique courante en Allemagne consiste en ce que les épargnants actionnaires délèguent l'usage de leurs droits de vote à leur banque avec pour mission de l'exercer dans le meilleur de leurs intérêts. Ceci leur permet de s'économiser les coûts de surveillance de la bonne gestion de l'entreprise financée et d'accroître le pouvoir de leur voix au sein de l'assemblée générale en les réunissant.

au conseil d'administration des entreprises la font apparaître globalement comme un facteur bénéfique pour leur résultat (Lehman et Weigand, 2000). Cela se matérialise notamment par une plus grande fréquence de changements de dirigeant pour les structures dans lesquelles les banques détiennent des sièges (Kaplan et Minton, 1994).

### **D/ L'acquisition d'une réputation de qualité au travers la certification bancaire**

Le dernier avantage, associé au financement bancaire relationnel, découle des précédents. Il consiste dans la réputation de solvabilité qu'il permet aux entreprises clientes de développer et qui améliore ses rapports avec les autres investisseurs.

Diamond (1991) montre aussi, dans une étude théorique, portant sur le choix entre dette directe, emprunt réalisé sur les marchés financiers, et dette intermédiée, emprunt auprès d'une banque assurant une action de surveillance de manière à circonvenir tous problèmes d'aléa moraux, que ce choix dépend intrinsèquement de la réputation de l'entreprise sollicitant le crédit. Il compare dans un contexte de demandes de prêt répétitives deux contrats types. Le premier représente le financement direct inclus des clauses de gestion et est attribué uniquement sur la base de l'information publique disponible, tels que l'historique d'affaires. Le second, le financement bancaire, est construit sur la même base, mais en plus utilise pour sa gestion et son attribution de l'information privée recueillie à l'occasion des actions de surveillance accomplies lors des périodes précédentes. Les emprunteurs disposant d'une note de crédit importante et affichant donc un faible risque apparent vont chercher, quoiqu'il arrive, à maintenir le bénéfice qu'ils tirent en termes de coût du capital de cette situation. Ils feront donc le maximum pour éviter tout défaut de remboursement. Il n'est donc pas nécessaire de les surveiller sur ce point. La menace de perte de réputation suffit à les discipliner. Ils préféreront alors le premier contrat sur lequel ne pèsent pas les coûts de surveillance. Les emprunteurs affichant une note de crédit faible, pour leur part, ont très peu à perdre du fait de la révélation d'une mauvaise nouvelle à leur sujet. Ainsi, toute surveillance ne produira chez eux

que des effets incitatifs très faibles. Le contrôle opéré par la banque ne sert ici qu'à éliminer périodiquement quelques emprunteurs de mauvaise qualité. Les bénéfices de cette action pouvant dans certaine circonstance être très limité pour l'intermédiaire, il émergera sur ce segment des situations de rationnement du crédit. En fait, seul les entreprises se situant au milieu du spectre vont recourir à la dette bancaire et ceci dans le but de se constituer un historique d'affaires suffisant pour faire progresser leur notation. Diamond (1991) met aussi clairement en évidence l'existence d'une dynamique temporelle des sources de financement des entreprises basée sur l'acquisition par celles-ci d'une réputation de solvabilité au travers de la certification fournie par la banque. Il est possible d'étendre par analogie ces résultats aux différentes formes de financement bancaires : le financement bancaire relationnel représentant celui pour lequel l'action de surveillance est forte et le financement transactionnel celui où elle est faible.

Hoshi, Kashyap et Sharfstein (1993) et Denis et Mihov (2003) aboutissent au même type de conclusions. La première étude s'intéresse plus précisément au système financier japonais et à son évolution du fait de la déréglementation des années 80-90. Elle montre que l'ouverture progressive des marchés financiers a conduit les entreprises les plus manifestement solvables à limiter leur utilisation du financement bancaire à la faveur de la finance directe. Les banques, autrefois incontournables, ont ainsi vu progressivement leur portefeuille d'engagements se déséquilibrer. Seuls les clients de moins bonne qualité apparente leur sont restés fidèles. Elles se trouvent alors confrontées au risque de ne plus pouvoir couvrir les pertes réalisées sur les projets de mauvaises qualités par les gains réalisés sur ceux de bonne qualité. Ce mouvement est, a posteriori, souvent mis en avant comme un des facteurs des difficultés rencontrées par le Japon à la fin des années 90. La seconde étude porte sur les choix d'émission de dette réalisée sur un échantillon d'entreprises cotés aux Etats-Unis. L'étude est réalisée à partir de 1560 annonces de nouveaux crédits conclus entre 1995 et 1996 par un total de 1480 entreprises. Denis et Mihov (2003) relèvent que les entreprises ayant auparavant déjà émis de la dette sur les marchés sont plus susceptibles d'opter à nouveau pour cette solution. Celles n'ayant pas encore de réputation établie en la matière préféreront recourir à la dette bancaire. Le premier déterminant du choix pour un mode d'endettement plutôt qu'un autre apparaît ainsi être la qualité apparente de l'entreprise. Celles faisant appel

public à l'épargne sont généralement plus grandes, plus rentables, détiennent une plus grande proportion d'actifs fixes dans leur bilan et surtout affichent une note de crédit bien meilleure que celle des entreprises recourant à toutes autres formes de dette. Les emprunteurs ne faisant ni appel aux marchés, ni aux banques, de leur côté ont tendance à être moins performantes et à afficher les notes de crédit les plus faibles. Ils présentent donc les risques de défaut *ex ante* les plus importants. Ces résultats sont conformes aux conclusions de Diamond (1991). Les entreprises de qualité apparente plus grande empruntent directement sur les marchés, celles de qualité moyenne auprès des banques, tandis que celles affichant les moins bonnes qualités sont amenées à recourir à des prêteurs non bancaires en-dehors des marchés.

Dans le prolongement de ces travaux, Lobe et Statnik (2007), partant du constat que dette bancaire et dette de marché coexistent chez les emprunteurs, proposent d'expliquer le phénomène sur la base de la théorie des signaux. Ils montrent qu'une fois l'introduction sur le marché obligataire concrétisée du fait de l'acquisition d'une réputation suffisante, l'entreprise va pouvoir si nécessaire utiliser le financement bancaire comme la marque de sa qualité à l'attention des obligataires. Les obligataires ne surveillant pas l'entreprise cette dernière pour les rassurer va recourir à un financement bancaire coûteux afin d'assurer ses partenaires financiers de son bon comportement. L'entreprise paie ainsi une partie de sa dette plus chère pour s'assurer de cette certification. La décision de la banque est d'autant plus crédible pour sa part qu'elle aussi cherche à développer une réputation de juste évaluateur concernant ses clients (Chemanur et Fughieri, 1994).

Notons néanmoins qu'une littérature de plus en plus importante montre que les signaux de qualité de leurs clients émis par les banques ne sont pas toujours fiables<sup>13</sup>. Ainsi, le doute sur la qualité des emprunteurs dans ses premiers instants assure à la banque, qui investit dans sa surveillance au travers d'une relation durable, un période suffisamment longue de non concurrence. En effet, durant cette période d'incertitude, jusqu'à ce que l'entreprise se soit constituée un historique d'affaires suffisamment important, les prêteurs concurrents sont soumis à un

---

<sup>13</sup> Pour plus de développement à ce sujet, consultez la thèse de Laurent Vilanova soutenue à l'université d'Aix-Marseille en 1999 ou le Chapitre 12 de « Microéconomie bancaire » ouvrage coécrit par Frédéric Lobe et Laurent Vilanova.

phénomène de malédiction du vainqueur. La banque relationnelle détenant une information privée quant à la qualité des projets de ses clients ne laissera en effet partir que les moins prometteurs. Pour les autres, elle alignera systématiquement son offre sur la concurrence jusqu'à ce que la transaction proposée ne soit plus intéressante (Sharpe, 1990).

## **Section 2 : Les conditions de financement des PME et relations bancaires**

Cette nouvelle section vient plus concrètement examiner la littérature principalement empirique portant sur les conditions de financement que connaissent les PME. Pour cela, nous procédons par étapes. Nous nous situons, tout d'abord, sur un plan général de manière à identifier les principales caractéristiques de leur approvisionnement en fonds. Aussi mettons-nous particulièrement l'accent sur la nature opaque de ces entreprises, c'est-à-dire le fort degré d'asymétrie d'information dans lequel se trouvent leurs financeurs potentiels, et les difficultés que génère cette situation. Puis, de manière plus précise, nous passons en revue les travaux portant plus spécifiquement sur l'effet de la mise en place d'un financement relationnel bancaire sur les conditions de financement des entreprises en bénéficiant.

### **I/ Opacité et difficultés de financement**

La littérature financière s'accorde sur le fait que le financement des PME se caractérise principalement par un accès limité aux différentes sources de fonds en raison de leur opacité (Ang, 1991 ; 1992). Cette dernière se définit comme l'incapacité dans laquelle se trouve les potentiels apporteurs de financement extérieurs à comprendre entièrement les caractéristiques de risque des entreprises, potentiellement due au faible historique d'affaires ou au manque d'informations financières complètes et fiables disponibles. Elle s'explique, dans ce cadre précis, tant par la petite taille des structures considérées qui rend l'investissement nécessaire à l'acquisition d'une connaissance de l'activité à même de lever les problèmes d'asymétries d'information difficilement amortissable compte tenu des

volumes d'affaires envisagés (Besanko et Kanatas, 1993), que par leur jeunesse, le risque de perte des fonds engagés apparaît ainsi d'autant plus grand qu'un grand nombre d'entreprises n'atteignent jamais les 5 ans, près de 50% en France (Callies, 1998). Les coûts d'information prohibitifs subits par les financeurs extérieurs rendent alors leurs apports difficiles et réduisent de fait la liquidité des PME en contraignant fortement les choix de leurs dirigeants en matière de financement.

Myers et Majluf (1984) proposent un modèle hiérarchique des outils de financement disponibles en fonction de l'importance des problèmes de sélection adverse pouvant y être directement attachés. Ils considèrent l'existence de trois grandes sources de fonds potentiellement accessibles : l'autofinancement, la dette et l'émission d'actions nouvelles à destination de tiers. Le premier type de ressources correspond au simple réinvestissement des flux produits par l'activité de l'entreprise, et ne souffre donc pas de gros problèmes liés aux asymétries d'information en dehors de la classique séparation de la propriété et du contrôle. Le second type de ressources ne souffre que de difficultés limitées dans la mesure où les prêteurs disposent d'une priorité à la fois sur les revenus de l'entreprise et sur le boni de liquidation. Du point de vue de l'investisseur extérieur les actions, la troisième ressource, apparaissent beaucoup plus risquées d'autant que pour elles la sélection adverse est particulièrement importante. En effet, compte tenu de la dilution subie par les actionnaires en place lors de l'émission de nouveaux titres, il n'est intéressant pour eux de procéder à une ouverture de capital à destination de nouveaux investisseurs pour financer un projet que dans la mesure où leurs titres de l'entreprise sont surévalués. Ainsi, les nouveaux actionnaires, s'ils souscrivent à l'augmentation de capital, se voient systématiquement lésés puisqu'ils payent leur participation plus chère que ce qu'elle ne vaut réellement. Les investisseurs externes vont donc demander pour leur intervention une prime de risque liée aux phénomènes de sélection adverse plus importante pour les fonds propres que pour la dette. A partir de là, Myers et Majluf (1984) montrent que l'autofinancement sera privilégié sur tout autres alternatives. Puis, en cas d'épuisement de cette source, l'entreprise se tournera vers la dette. Le financement par émission de nouveaux titres de participation est lui limité à des opérations exceptionnelles.

Dans le cadre particulier de la PME, les problèmes de sélection adverse sont très importants. Ils interdisent de fait quasiment tout recours à l'intervention de

nouveaux actionnaires pour financer un projet d'investissement. C'est donc vis-à-vis des différentes formes d'endettement que les choix vont se faire en l'absence d'autofinancement suffisant.

Berger et Udell (1998) proposent une étude des différentes formes de financement utilisées par les PME aux USA en fonction de différents niveaux d'opacité approchés au travers de l'âge et de la taille des entreprises. Ils utilisent pour cela la base NSSBF de 1993<sup>14</sup>. Les résultats obtenus vont dans le sens d'une primauté du financement interne, donc peu sujets aux asymétries d'information, avec en moyenne sur l'échantillon deux tiers des fonds propres et un tiers de la dette provenant directement du principal propriétaire. La dette bancaire de son côté apparaît comme la première source de financement externe juste avant le crédit fournisseur. Ils notent, par ailleurs, que la part du financement interne se réduit tandis que le levier augmente avec l'accroissement de la taille de l'entreprise et donc avec la réduction des problèmes d'opacité. En parallèle, le propriétaire principal augmente avec le temps sa part de capital au travers d'un fort réinvestissement des bénéfices, tandis que la dette externe augmente plus que proportionnellement avec l'accès progressif à de nouvelles sources. Des résultats comparables se retrouvent notamment au niveau de l'économie française (Bourdieu et Colin-Sédillot, 1993).

La réduction de leur opacité informationnelle apparaît pour les PME comme une clé d'amélioration de leurs conditions de financement au travers d'un accès plus facile à des sources de fonds diversifiées permettant une réduction des coûts associés. Hyytinen et Pajarinen (2007) relèvent ainsi une conséquente réduction des tarifs de la dette avec l'augmentation de l'âge des entreprises emprunteuses. Pour obtenir ce résultat, elles doivent réduire l'incertitude subie par leurs partenaires au premier rang desquels se trouvent les banques. En effet, si celles-ci éprouvent des difficultés à évaluer les risques des projets qui leurs sont soumis leur offre de prêt peut en être d'autant réduite. Des investissements à VAN positive, créateur de valeur à la fois pour l'entreprise et son apporteur de fonds, peuvent alors être abandonnés faute de financements adéquats pour les initier. Ceci se produit soit parce que les

---

<sup>14</sup> National Survey of Small Business Finance, enquête réalisée tous les 3 à 4 ans par le Federal Reserve Board et l'US Small Business Administration qui collecte des informations sur les PME, leurs propriétaires, leur utilisation de services financiers et leur fournisseur (banques ou autres).

banques demandent un taux d'intérêt trop élevé, soit parce qu'elles rationnent leurs crédits. Il en résulte une situation de déséquilibre structurel sur le marché que Meza et Webb (1992) définissent comme le fait qu'à un certain niveau de taux d'intérêt, la demande de crédit excède l'offre. Le phénomène se concrétise de deux manières directes. D'une part, sur tous les candidats à un prêt, seule une partie obtient satisfaction tandis que les autres se voient globalement refuser leur financement même s'ils sont prêts à payer un taux plus important (Stiglitz et Weiss, 1981). D'autre part, les demandes services peuvent ne l'être que partiellement, la banque ne dégageant qu'une fraction des fonds initialement sollicités (Jaffee et Russell, 1976). A ceci, il faut ajouter un effet indirect. L'anticipation des conditions de traitement de leur demande dissuade une partie des entreprises de formuler une demande qu'elles savent avoir peu de chance d'être satisfaite non pas à cause d'un manque de perspective de leur part mais en raison de l'incapacité du système de sélection des banques à juger objectivement leur risque. C'est le cas notamment lorsque dirigeants et actionnaires ne présentent pas un patrimoine suffisant pour étendre la garantie du crédit si cela leur était demandé ou s'ils appartiennent à une catégorie de la population discriminée (Cavaluzzo et Cavaluzzo, 1998 ; Blumberg et Letterie, 2007).

Le rationnement du crédit conduit à une situation de sous-investissement globalement préjudiciable. Il rend la capacité des entreprises à mettre en œuvre de nouveaux projets tributaires des flux financiers générés par leur activité. Fazzari, Hubbard et Petersen (1988) testent empiriquement cette potentielle. L'idée générale est que sans contraintes financières, investissement et flux financiers devraient être non corrélés : les entreprises devraient exécuter les projets d'investissement indépendamment du fait qu'elles génèrent ou non des liquidités suffisantes puisqu'elles peuvent pour cela faire appel à des tiers apporteurs ou prêteurs. Cependant, s'il y a contrainte financière, seules celles qui génèrent le plus de flux seront capables d'entreprendre les projets à VAN positive et d'investir plus. Ils relèvent alors que les entreprises souffrant de désavantages informationnelles telles que les PME, les entreprises du secteur de l'information, etc... présentent des politiques d'investissement plus dépendant de leur capacité à générer de la liquidité.



Aussi, tout entrepreneur recherchant un financement aura au final pour objectif de surmonter les hésitations et les doutes de ses futurs partenaires. Une littérature grandissante s'intéresse aux instruments que peuvent utiliser les banques pour distinguer les bonnes des mauvaises demandes de prêts et diminuer les risques de aléas moraux. De tels instruments comprennent les garanties sur l'actif de l'entreprise que la banque peut saisir si l'emprunteur fait défaut mais aussi les garanties personnelles des actionnaires et dirigeants qui permettent d'étendre le patrimoine saisissable en cas de défaut. D'un autre côté, la banque peut inférer la qualité du prêt en interprétant les signaux diffusés par l'entreprise concernant les perspectives futures de son activité dans le cadre d'une relation de long terme par exemple.

## **II/ Bénéfices de la relation de clientèles banques entreprises**

De nombreux travaux empiriques ont cherché à identifier les effets sur les conditions de financement des entreprises de la mise en place d'un financement relationnel bancaire. Dans leur grande majorité, ils relèvent une réduction des difficultés liées aux asymétries d'information associées à la présence de ce type de contrat. Ces études peuvent être décomposées en deux grandes catégories. La première est basée sur la méthode des études d'événements, qui consiste à mesurer la présence de rendements anormaux sur les titres d'entreprises à l'annonce de nouvelles en relation avec le concept testé, ici, la présence d'un financement relationnel. Ces contributions viennent à la suite de l'article de James (1987) et concernent essentiellement des entreprises de grande taille, puisque cotées. La seconde repose sur l'analyse de données de contrats. Elle se propose de confronter des mesures des conditions de crédit accordées aux entreprises, disponibilité du financement (moindres problèmes de rationnement), coût et garanties requises, avec des indices de la présence d'un financement relationnel bancaire, la durée de la relation entre la banque et l'entreprise, son degré d'exclusivité et son étendue. Ces études viennent dans le prolongement de Petersen et Rajan (1994).

## **A/ Les études d'événements**

Cette méthode s'est développée à la suite de l'article fondateur de Fama, Fisher, Jensen et Roll (1969) et est véritablement devenu le pilier épistémologique de la finance moderne. Elle repose sur le principe que les cours des actifs financiers suivent une norme de comportement dans le temps que certains événements conduisent à faire évoluer. Le processus générateur des prix agrège alors la nouveauté et poursuit sa progression. L'étude se pratique alors en deux étapes. Tout d'abord, il est nécessaire de paramétrer la norme des rendements réalisés sur le titre considéré. Sur une période dite d'estimation<sup>15</sup> un modèle de fluctuation de cours est calibré. Le modèle le plus utilisé à cette fin reste le modèle de marché proposé par Sharpe (1963), mais de très nombreuses alternatives ont été développées dans la littérature pour tenir compte des particularités des séries temporelles notamment<sup>16</sup>. Puis, sur la fenêtre dite d'événement, est déterminée la différence de rendements existant entre ceux prédits par le modèle précédemment paramétré et ceux effectivement réalisés sur le titre. La période de mesure de ces rendements anormaux s'étend généralement de 5 jours avant l'annonce à 5 jours après. Le but est ici de pouvoir à la fois appréhender l'éventuel anticipation par le marché de l'événement et le temps d'ajustement des cours à de l'information nouvelle.

Fondamentalement, ce type de travaux repose sur l'hypothèse d'efficience semi-forte des marchés financiers développée par Fama (1970, 1991). L'idée est la suivante à tout moment le prix des actifs reflète l'ensemble de l'information publique disponible. C'est-à-dire, que celui-ci s'adapte rapidement à l'arrivée de toute nouvelle susceptible de permettre aux investisseurs de réviser leur position vis-à-vis des perspectives de gains futurs tirés de leur placement. Dans le cas des études qui nous intéressent ici, l'annonce considérée porte sur l'existence de financements

---

<sup>15</sup> Généralement, on retient une période d'estimation s'étalant de  $j$  moins 250 avant l'événement à  $j$  moins 30. Cette norme communément utilisée reste arbitraire. Elle apparaît comme le compromis retenu par la communauté scientifique entre l'impératif d'obtenir des paramètres robustes pour le processus générateur des rendements et celui de s'éloigner suffisamment de la période d'événement pour ne pas agréger des éléments liés à l'anticipation de l'annonce par le marché (phénomènes de rumeurs...).

<sup>16</sup> Voir Campbell, Lo et Mc Kinlay (1997) pour une revue non exhaustive des méthodes.

relationnels entre une entreprise cotée et une banque. Celle-ci est considérée de deux manières.

Ainsi, un premier groupe de travaux s'est attaché à examiner l'impact de décisions d'octroi de crédits bancaires sur le cours des actions des entreprises se les voyant accorder. Le but était de tester l'existence d'une certification procurée par la banque. Les investisseurs en situation d'asymétries d'information seraient alors enclins à baser leurs décisions sur la confiance attribuée à l'entreprise par la banque supposément détentrice d'informations privées sur ses perspectives.

Les premières études, Mikkelsen et Partch (1986) et James (1987), relèvent alors, aux Etats-Unis, que l'annonce de l'obtention d'un crédit conduit bien à un ajustement à la hausse significatif du cours de l'action.

L'approfondissement de ces résultats a conduit, à la suite de Lummer et McConnell (1989), à mettre en évidence que les rendements anormaux apparaissent plus marqués dans le contexte d'un renouvellement de contrat de prêt plutôt que d'un octroi initial. Ceci conforte l'idée d'une acquisition d'informations au fil du temps de la part de la banque et met en valeur celle d'une création de valeur issue de l'existence d'un financement relationnel. De nombreuses études ont suivi ce modèle et ce pour différents pays (Slovin, Johnson et Glascock, 1992 ; Best et Zhang, 1993 ; Billet, Flannery et Garfinkel, 1995 ; Aintablian et Roberts, 2000, Boscaljon et Ho, 2005), dans leur ensemble, elles confirment ce résultat.

D'autres éléments viennent renforcer l'hypothèse de l'effet bénéfique de l'aspect relationnel du financement bancaire. Ainsi, Slovin, Johnson et Glascock (1992) relèvent que les effets de l'annonce d'un renouvellement d'engagement sont plus importants pour les entreprises les plus petites souvent considérées comme les plus dépendantes d'une levée d'asymétrie d'information pour leur financement. Billet, Flannery et Garfinkel (1995), de leur côté, notent que la certification dépend de la qualité affichée de la banque. Ainsi, les rendements anormaux constatés sont significativement plus marqués lorsque la banque est notée AAA.

Il convient néanmoins de nuancer l'ensemble de ces résultats. Une série de travaux plus récents a, en effet, mis en lumière un certain nombre d'éléments tendant à montrer que l'effet positif sur le cours de l'action d'un renouvellement de crédit dépend du contexte dans lequel il intervient. Ainsi, Bery, Byers et Fraser (2002) mettent en évidence un effet significatif de ce type d'annonce sur la période

1980-1990 mais ne parviennent pas à des résultats comparables sur la période 1991-2000. De même, Boscaljon et Ho (2005) sur un échantillon de pays émergents y parviennent après la crise asiatique mais pas avant. Plus intéressant encore, Fery, Gasborro, Woodcliff et Zumwalt (2003), comparant les annonces de renouvellement de crédit ayant fait l'objet de publicité avec celles restées privées, relèvent que seules les premières ont un impact sur le cours des actions. Apparaît donc un possible biais d'échantillonnage dans les études précédentes puisque que seules les nouvelles positives sont communiquées au marché. Dans ce cas, leurs répercussions peuvent n'être elles-mêmes que positives.

Le second groupe de travaux, lui retient l'impact de la disparition de la relation sur le cours de l'action. Il considère deux types d'événements annonçant à l'avenir la perte du bénéfice d'un financement relationnel : la faillite de la banque principale de l'entreprise ainsi que son absorption par une entité concurrente.

Les premiers à avoir porté la réflexion sous cet angle sont Slovin, Sushka et Polonchek (2003) aux Etats-Unis. Ils étudient alors les conséquences des difficultés rencontrées par la banque Continental Illinois sur les cours des actions de ses clients. Ils notent à cette occasion un double mouvement. Dans un premier temps, une chute marquée des cours suite à la diffusion des informations ayant trait aux difficultés de la banque. Puis, dans un second temps, cette chute des titres est partiellement compensée à l'annonce d'une intervention des pouvoirs publics visant à secourir l'établissement bancaire. Ces résultats accréditent l'hypothèse d'une valeur spécifique du lien entre la banque et l'entreprise prise en compte par le marché allant au-delà de la simple transaction de financement. En effet, si les banques se trouvaient être parfaitement substituables l'une à l'autre dans la fourniture de crédit, la disparition d'une relation ne devrait affecter que faiblement la cotation de l'entreprise dans la mesure où retrouver un nouveau fournisseur standard resterait peu coûteux dans un contexte concurrentiel. Dans leur ensemble, les travaux qui ont suivis confirment l'impact négatif de l'annonce de difficultés voir de faillite de la banque sur les cours de ses clients quels que soient les pays dans lesquels le test est répliqué.

Par ailleurs, Karceski, Ongena et Smith (2005) relèvent qu'un phénomène similaire se produit à l'occasion d'une fusion acquisition. Des rendements anormaux négatifs significatifs apparaissent à l'annonce d'une opération chez les clients de la

banque cible de l'opération de fusion acquisition. Ceux de l'acquéreur ou des établissements concurrents ne sont, pour leur part, en apparence pas affectés. L'information privée spécifique obtenue au fil du temps par l'entité absorbée semble devoir être perdue ou tous simplement plus difficilement exploitable au sein de la structure résultant du rapprochement.

Le tableau 1 propose une synthèse des principaux résultats des études d'événements réalisées sur des annonces ayant trait à l'existence ou à la destruction d'un financement relationnel entre une banque et une entreprise pour différents pays.

**Tableau 1 : Synthèse des études d'événements mettant en évidence la réaction du marché face à une annonce portant sur l'existence d'un financement relationnel bancaire**

Pays	Période de l'étude	Article	Annonces (Nombre d'événements) Emprunteurs affectés	Rendements anormaux (2 jours)
USA	1972-82	Mikkelson et Partch (1986)	Accords de crédit (155)	+***
	1974-83	James (1987)	Accords d'un prêt bancaire (80)	+***
	1976-86	Lummer et Mc Connell (1989)	Accords de crédit bancaire (728) Renouvellements (357)/ Nouveaux (371)	+*** +***/-
	1980-86	Slovin, Johnson et Glascock (1992)	Accord de Prêt (273) Renouvellements (124)/Nouveaux (149) Petite entreprise (156) /Grande entreprise (117)	+*** +***/+*** +***/+
	1984	Slovin, Sushka et Polonchek (1993)	Difficultés de Continental Illinois (1) 29 entreprises Secours des pouvoirs publics	-*** +***
	1977-89	Best et Zhang (1993)	Accords de crédit bancaire (491) Renouvellements (124) / Nouveaux (187) Renouvellements ambigus (156) / Nouveaux certains (187)	+** +**/+ +**/-*
	1980-89	Billet, Flannery et Garfinkel (1995)	Prêts (626) Renouvellements (187) / Nouvelles banques (51) Banques notées AAA (78) / notations inférieure à BAA (29)	+*** +***/+*
	1980-00	Berry, Byers et Fraser (2002)	Renouvellements des prêts bancaires (456) 1980-1990 / 1991-2000	+*** +***/+
	1991-01	Carow, Kane et Narayanan (2005)	Client d'une banque cible d'une opération de fusion acquisition (1016) Cible rationnée en crédit	-* -**
	Canada	1988-95	Aintablian et Roberts (2000)	Prêt d'entreprise (137) Renouvellements (35)/ Nouveaux (69)
1982-95		Andre, Mathieu et Zhang (2001)	Accords de crédits bancaires (122) Lignes de crédit avant 1988 (13) / après 1988 (33) Prêts à terme avant 1988 (22) / après 1988	+*** +/ +/ +/ +***
1991-02		Boscaljon et Ho (2005)	Prêts de banques commerciales (128) Renouvellements (72) / Nouveaux (56)	+*** +***/+***

			Avant la crise (57) / Après la crise (71) Hongkong (44) / Corée du Sud (39) / Taiwan (25) / Thaïlande (20)	+/+*** +***/+***/+/ -
<i>Australie</i>	1983-99	Fery, Gasborro, Woodcliff et Zumwalt (2003)	Signature d'un contrat de crédit Publié : Simple (18)/Multiple (22) Non publié : Simple (56)/Multiple (89)	+* +**/+ +/>+
<i>Norvège</i>	1988-91	Ongena, Smith et Michalsen (2003)	Difficultés de banques (6) 217 entreprises ayant l'une de ces banques comme banque principale	-***
	1983-00	Karceski, Ongena et Smith (2005)	Fusions bancaires réussies (22) 342 Acquéreurs, 78 cibles, 1 515 rivaux	+ , -** , +
<i>Japon</i>	1997-98	Chiou (1999)	Le scandale de la Daiwa bank 32 entreprises dont elle était la banque principale	-***
	1997-98	Brewer, Genay, Hunter et Kaufman (2003)	Trois faillites bancaires 327 entreprises clientes	+/-***/-**
	1999	Hwan Shin, Fraser et Kolari (2003)	Alliance entre banques (1) 570 entreprises	-***
<i>Corée du Sud</i>	1997-98	Bae, Kang et Lim (2002)	Nouvelles négatives au sujet d'une banque (113) 486 entreprises	-***
	1998	Sohn (2002)	Fermeture et transfert de cinq banques (1) 118 entreprises	-***
<i>Indonésie, Thaïlande, Corée du Sud</i>	1997-99	Djankov, Jindra et Klapper (2005)	Fermetures (52) Ventes à l'étranger (209) Fusions domestiques (92) Nationalisations (94)	-*** -* - +***

\*\*\*, \*\*, \* indiquent respectivement des niveaux de confiance de 99%, 95% et 90%.

## **B/ Les études sur données de contrat**

Si les études d'événements permettent de mettre clairement en évidence la valeur pour les actionnaires de la mise en place d'un financement relationnel bancaire, elles ne donnent que peu d'éléments quant à la manière dont cette valeur spécifique serait créée. Une seconde génération de travaux vient préciser ce point. En effet, elle s'attache à voir comment les conditions réelles de financement des entreprises évoluent dans ce contexte particulier de manière à réduire le coût moyen pondéré du capital. Elle s'articule autour d'un schéma commun. Un ou plusieurs éléments contractuels ayant un impact direct sur ce coût - la disponibilité du crédit,

le taux facturé et les garanties qui doivent l'accompagner - sont régressés vis-à-vis de facteurs ayant trait aux risques de crédit apparent des entreprises clientes, à leur niveau d'opacité, à des éléments descriptifs de la relation entretenue avec une banque particulière ainsi qu'à de multiples autres facteurs de contrôle classiques (secteur d'activité, conditions de marché...).

Comme pour les précédents travaux, les tests ont été réalisés sur de multiples économies : USA, Allemagne, Italie, Japon, Belgique, Espagne pour ne citer que les pays les plus étudiés, mais aussi Thaïlande, Chili, Canada, Finlande. Les investigations portant spécifiquement sur la France sont encore peu nombreuses. Cette diversité permet d'assurer que les résultats obtenus ne soient pas dépendants outre mesure du contexte institutionnel. Apparaît ainsi une relative constance dans les effets relevés de la mise en place d'un financement relationnel bancaire indépendamment du fait de se situer dans un système financier centré sur les marchés, sur les banques ou présentant une structure mixte. Les données utilisées se situent à un niveau d'information désagrégée, contractuelle, et sont, pour la plupart, issues soit d'enquêtes institutionnelles, comme c'est le cas de la NSSBF pour les Etats-Unis, soit d'enquêtes réalisées par les auteurs eux-mêmes auprès d'une ou de plusieurs banques, comme pour les travaux réalisés sur l'Allemagne. Les investigations pratiquées à partir de données plus exhaustives telles que celles des centrales des risques gérées par les banques centrales restent peu nombreuses.

Dans l'ensemble de ces études, au moins deux des trois éléments suivant sont utilisés pour décrire l'établissement d'un financement relationnel bancaire:

- la durée de la relation entre une banque et une entreprise, c'est-à-dire le délai écoulé entre la date de début de leurs interactions et celle de prélèvement des données,
- son degré d'exclusivité, généralement mesuré au travers du nombre de banques avec lequel travaille habituellement l'entreprise, et
- son champ, c'est-à-dire le nombre de services, prêts et autres comptes qui lient la banque et l'entreprise.

Ces différentes mesures permettent conjointement d'offrir une vision la plus complète possible des échanges d'informations réalisés durant la relation. Aussi, comprend-on que les partenaires aient d'autant plus de possibilités de se révéler des



informations privées à mesure qu'ils passent du temps ensemble, qu'ils se consacrent exclusivement l'un à l'autre et qu'ils réalisent des activités communes. Néanmoins, ces indicateurs n'apparaissent pas de puissance équivalente. Ainsi, Elsas (2005), à partir d'une enquête réalisée auprès d'un échantillon de banques allemandes, relève que l'autodéfinition comme « banque maison » (banque distribuant un financement relationnel à une entreprise cliente) si elle est bien associée à un meilleur accès à l'information et à une influence réelle sur la gestion du client, n'a pas de lien significatif avec la durée de la relation. Seuls la part de la banque dans le financement total de l'entreprise et le faible nombre de financeurs bancaires avec lesquels elle travaille habituellement apparaissent comme des indices pertinents de la présence de financements relationnels. L'exclusivité et le champ de la relation semblent donc dominer la durée pour rendre compte de l'accumulation d'informations privées.

### **1/ Disponibilité du crédit**

Le premier élément constitutif des conditions de financement des entreprises, examiné dans cette série de travaux, est la facilité avec laquelle elles accèdent à la ressource. Le caractère opaque des PME limite leur accès au financement externe. L'asymétrie d'information dans laquelle se trouvent leurs apporteurs de fonds potentiels conduit ceux-ci à limiter leurs interventions. Elles doivent alors pour surmonter cette difficulté mettre en place des structures contractuelles particulières à l'image du financement relationnel bancaire. La conclusion de ce type d'engagements leur permet alors de diminuer les situations de rationnement du crédit et donc d'augmenter la disponibilité de ce type de financement. Les différentes études pratiquées sur la question associent des indicateurs de rationnement aux indices de mise en place d'un financement relationnel que sont la durée de la relation, son degré d'exclusivité vu au travers du nombre de banques avec lequel l'entreprise travaille, et son champ. Il est attendu de constater une augmentation de la disponibilité du crédit avec le développement de la relation.

Les mesures de rationnement utilisées diffèrent fortement d'une étude à l'autre. Néanmoins, elles s'attachent dans l'ensemble à considérer la facilité d'accès

à un crédit supplémentaire plus qu'à mettre en évidence une limitation de ce dernier.

Trois solutions types ont été retenues :

- Le recours à un financement alternatif au financement relationnel bancaire plus coûteux mais surtout plus facilement accessible. Petersen et Rajan (1994) utilisent ainsi le pourcentage de crédit fournisseur payé en avance comme indicateur de disponibilité des fonds externes. Un règlement anticipé des fournisseurs est généralement assorti d'une ristourne sur la facture dans des proportions telles qu'il est toujours rentable d'emprunter pour saisir cette opportunité. L'utilisation de cette faculté est donc un indice pertinent d'absence de difficultés d'accès au crédit bancaire.
- La réponse des dirigeants de l'entreprise ou des banquiers à la question de savoir si la dernière demande de crédit a été satisfaite pour tout ou partie. Si ce n'est pas le cas, nous sommes potentiellement face à une difficulté. Cole (1998) considère, par exemple, la réponse donnée par le banquier à une demande d'extension de ligne de crédit de ses clients.
- L'utilisation de mesures comparatives de l'utilisation du crédit bancaire. Un recours relativement plus important que celui de leurs homologues du secteur à l'emprunt auprès d'établissements de crédit apparaît comme un indice pertinent d'un accès plus facile à ce type de financement. Dietsch (2003) utilise dans cette optique le ratio dette bancaire sur chiffre d'affaires, et Repetto, Rodriguez et Valdes (2003) le simple ratio dette sur capital.

Le tableau 2 propose une synthèse des principaux résultats des travaux portant sur l'effet de la mise en place d'un financement relationnel bancaire sur le rationnement du crédit et ceci pour différents pays.

***Tableau 2 : récapitulatif des études du lien relation de clientèle/rationnement du crédit***

Pays	Article	Type de données	Echantillon	Mesure du Rationnement du crédit	Mesure de la relation		
					Durée	Nombre de banques	Champ
<i>USA</i>	Petersen et Rajan (1994)	NSSBF 1987	1 389 PME	% de crédit fournisseur payé en avance	***	**	
	Cole (1998)	NSSBF 1993	2 007 PME	Renouvellement du crédit	***	***	-
	Uzzi (1999)	NSSBF 1987	2 226 PME	Accès au crédit	-		+
	Scott et Dunkelberg (2003)	NFIB 1995	520 PME	Recherche d'un crédit unique	***	***	
	Cole, Goldberg et White (2004)	NSSBF 1993	585 PME	Extension de crédit par les petites banques	-	-	***
	Scott (2006)	NFIB 1995 et 2001	PME	Refus de crédit de la part de sa banque principale	*	+	
<i>Allemagne</i>	Harhoff et Korting (1998)	Enquête 1997	994 PME	% de crédit fournisseur payer à en avance	+	**	
	Lehmann et Neuberger (2001)	Enquête 1997	318 PME	Approvisionnement en crédit	***		***
<i>Italie</i>	Angelini, Di Salvo, Ferri (1998)	Enquête 1995	2 232 PME	Absence de rationnement	***	**	
	Cosci et Meliciani (2002)	1 Banque 1997	393 PME	1-(Crédit utilisé/Crédit offert)		***	
	Guiso (2003)	SMF 1997	3 236	Absence de refus de crédit	+	+	-

<i>Thaïlande</i>	Menkhoff et Suwanaporn (2007)	9 Banques 92-96	416 GE	Lignes de crédit sur dette + lignes de crédit	+	+	+***
<i>Argentine</i>	Streb, Bolzico, Druck, Henke, Rutman et Escudero (2002)	CDFS 1999	8 548	% de lignes de crédit non utilisées		***	+
	Bebczuk (2004)	UIA 1999	139	Probabilité d'obtenir un crédit	-		
<i>France</i>	Ziane (2003)	Enquête 2002	244	Non obtention de l'ensemble des crédits demandés	**	**	
	Dietsch (2003)	Centrale des risques 1993-2000	2 530 353	Dettes bancaires / Chiffre d'affaires	**	**	**
<i>Belgique</i>	De Bodt, Lobe et Statnik (2001)	Enquête 2001	296 PME	Absence de rationnement	**	**	
<i>Chili</i>	Repetto, Rodriguez et Valdes (2003)	CSBIF 1990-98	20 000	Dettes sur Capital	**	**	**

*NSSBF, National Survey of Business Finance, une enquête conduite périodiquement par le conseil des gouverneurs et le ministère des PME des Etats-Unis. NFIB, National Federation of Independent Business, une enquête conduite par la fédération nationale des entreprises indépendantes (USA). SMF, Survey of Manufacturing Firm, enquête réalisée par la banque d'investissement Mediocredito Centrale tout les trois ans sur près de 4000 entreprises industrielles principalement des PME. CDFS, Center of Debtors of the Financial System at the central bank of Argentina, Centrale des bilans de la banque centrale argentine. UIA, Union Industrial Argentina, enquête réalisée par l'union industriel argentine. CSBIF, Chilean Supervisory agency of Banks and Financial Institutions, autorité de régulation de l'activité bancaire du Chili (équivalent de notre commission bancaire).*

*\*\*\*, \*\*, \* indiquent respectivement des niveaux de confiance de 99%, 95% et 90%.*

Dans leur ensemble, ces travaux confirment l'action réductrice des problèmes de rationnement du crédit du financement relationnel bancaire et ceci quelque soit la mesure retenue et l'économie dans laquelle le test est réalisé. Ainsi, à mesure que la durée de leur relation augmente, la probabilité de voir l'entreprise se voir refuser un crédit par la banque avec laquelle elle travaille habituellement diminue. Il serait néanmoins délicat de conclure sur la base de cette seule variable dans la mesure où elle apparaît fortement liée à l'âge de l'entreprise, mesure inverse de l'opacité. D'une part, les entreprises les plus jeunes ont mécaniquement eu moins d'opportunités de développer une relation longue. D'autre part, pour les plus anciennes affichant des durées de relation les plus importantes, il est difficile de trancher entre la réduction des problèmes d'opacité en raison de ancienneté elle-même et l'accumulation d'informations privées par la banque. Les résultats portant sur l'exclusivité de la relation sont plus nets. Plus le nombre de banques avec lequel travaille l'entreprise est grand moins l'accès au crédit est facile. Cole (1998) attribue le phénomène à l'existence potentiel de passagers clandestins parmi les créanciers de l'entreprise. Ces derniers profiteraient de l'information générée par la banque surveillant la gestion de l'entreprise sans subir ses coûts d'acquisition et donc pourraient proposer aux clients de bonne qualité ainsi identifiés des conditions plus favorables. Les investisseurs reçoivent ainsi une incitation négative à produire l'information nécessaire à la lever des asymétries d'information. Cela maintient les problèmes de sélection adverse et d'aléa moral et donc le rationnement pour les entreprises les plus opaques. Concernant le champ de la relation (le nombre de services échangés entre l'entreprise et sa banque principale) bien que les études utilisant cette variable soient plus rares, les résultats obtenus sont tout aussi nets. Plus le champ est important, plus le crédit est disponible. Chaque produit échangé apparaît comme vecteur d'informations supplémentaires et contribue à réduire les asymétries.

## **2/ Coût du crédit**

Une fois le crédit obtenu reste à savoir à quel tarif celui-ci est conféré. Le prix négocié à cette occasion entre la banque et l'entreprise est en théorie fonction du risque subi par l'apporteur de fond. Aussi, toutes choses étant égales par ailleurs en terme de risque directement observable, si la mise en place d'un financement

relationnel bancaire permet de réduire les difficultés informationnelles associées aux PME, le coût de leur crédit devrait en être réduit. L'incertitude sur la qualité des informations disponibles est, en effet, dans ce contexte, théoriquement moins important. Il est donc attendu une diminution du coût du crédit avec la progression des indicateurs d'associations avec la banque : durée, exclusivité et champ.

Encore une fois, les mesures utilisées varient fortement en fonction des travaux. Néanmoins, elles peuvent être regroupées autour de trois grandes catégories :

- Les études utilisant comme base les taux d'intérêt nominaux facturés sur certains crédits. Petersen et Rajan (1994) utilisent ainsi, par exemple, le taux du crédit le plus récemment accordé par la banque à l'entreprise. Néanmoins, dans la majorité des cas, ce sont les taux des lignes de crédit qui sont utilisés (Harhoff et Körting, 1998 ; Angelini, Di Salvo et Ferri, 1998 ; Brick, Kane et Palia, 2004...). Les financements de ce type grâce à la souplesse de leurs conditions, sont considérés comme reflétant le plus rapidement les évolutions de l'appréciation du risque du client par la banque. Des éléments proches sont également utilisés sur certaines études comme le taux d'intérêt courant sur un crédit révisable (Degryse et Ongena, 2005) ou le plus haut taux de découvert facturé (Streb, Bolzio, Druck, Henke, Rutman et Escudero, 2003).
- Les études basées sur le calcul d'une prime de risque sur le financement de l'entreprise. Le principe est le suivant. On fait la différence entre le taux nominal des crédits considérés, en y incluant ou non les frais de dossier associés au crédit, et une estimation du coût de refinancement la banque. Ici, aussi le produit de référence apparaît être la ligne de crédit (Berger et Udell, 1995 ; Elsas et Krahnen, 1998 ; Machauer et Weber, 1998 ; Ewert, Schenk et Szczesny, 2000). Les travaux se distinguent principalement vis-à-vis de la référence de taux utilisé pour approcher le coût de refinancement de la banque : taux de marché LIBOR (Hao, 2004 ; Bharath, Dahiya, Saunders et Srinivasan, 2004), FIBOR (Elsas et Krahnen, 1998 ; Ewert, Schenk et Szczesny, 2000), taux interbancaire au jour le jour (Machauer et Weber, 1998), taux des bons de trésor (D'auria, Foglia et Reedtz, 1999), taux minimum du découvert en banque centrale (Menkhoff et Suwanaporn, 2007), taux de billet de trésorerie (Bodenhorn, 2003).

- Plus rares et moins précises, les études utilisant des données comptables sous la forme d'un ratio entre les intérêts des crédits portés en compte de résultat chaque année et le montant de la dette inscrit au bilan (Cosci et Meliciani, 2002 ; Canovas et Sovano ; 2006 ; Ziane, 2003 ; Weinstein et Yafeh, 1998...).

Le tableau 3 propose une synthèse des principaux résultats des travaux réalisés concernant l'effet de la mise en place d'un financement relationnel sur le coût du crédit pour différents pays.

***Tableau 3 : récapitulatif des études du lien relation de clientèle/coût du crédit***

Pays	Article	Type de données	Echantillon	Mesure du Coût du crédit	Mesure de la relation		
					Durée	Nombre de banques	Champ
<i>USA</i>	Petersen et Rajan (1994)	NSSBF 1987	1 389 PME	Taux d'intérêt sur le crédit le plus récent	+	+***	+
	Berger et Udell (1995)	NSSBF 1987	371 PME	Prime d'intérêt sur ligne de crédit	-.**		
	Blackwell et Winters (1997)	6 Banques 1988	174 PME	Prime de risque	-		+
	Uzzi (1999)	NSSBF 1987	2 226 PME	Taux d'intérêt sur le crédit le plus récent	-.**		-.**
	Berger, Rosen et Udell (2007)	NSSBF 1993	520 PME	Prime d'intérêt sur ligne de crédit	-.**		
	Bodenhorn (2003)	1 Banque 1855	2 616 PME	Taux d'intérêt du prêt moins le taux des billets de trésorerie noté A1	-.**		
	Hao (2004)	LPC 1988-99	948 GE	Coupon + frais - LIBOR		+***	
	Bharath, Dahiya, Saunders et Srinivasan (2004)	LPC 1986-01	9 709 GE	Coupon + frais - LIBOR			-.***
	Brick, Kane et Palia (2004)	NSSBF 93, 98	1 125 PME	Ligne de crédit	-	-.*	
<i>Canada</i>	Mallet et Sen (2001)	CFIB 1997	2 409 PME	Taux d'intérêt du crédit	+		+



<i>Allemagne</i>	Harhoff et Korting (1998)	Enquête 1997	994 PME	Taux d'intérêt sur la ligne de crédit la plus récente	+	-	
	Elsas et Krahnén (1998)	5 Banques 1996	353 PME	Taux d'intérêt sur ligne de crédit moins FIBOR	+		-
	Machauer et Weber (1998)	5 Banques 1996	353 PME	Taux d'intérêt sur ligne de crédit moins taux d'intérêt interbancaire overnight	-	+	+
	Lehmann et Neuberger (2001)	Enquête 1997	318	Taux d'intérêt du crédit moins taux de refinancement	+		-
	Ewert, Schenk et Szczesny (2000)	5 Banques 1996	682 PME	Taux d'intérêt sur ligne de crédit moins FIBOR	+***	+	-
	Lehmann, Neuberger et Rathke (2004)	Enquête 1997	O : 267 E : 67	Taux d'intérêt du crédit moins taux de refinancement	O : + E : -		O :- E : +
<i>Italie</i>	Angelini, Di Salvo, Ferri (1998)	Enquête 1995	2 232	Ligne de crédit	Ccb :- Autre : +***	-***	
	D'auria, Foglia et Reedtz (1999)	CCR 1987-94	120 000	Taux d'intérêt moins taux des bons du trésor	+***	-***	
	Conigliani, Ferri et Generale (1997)	CCR 1992	33 808	Taux d'intérêt du crédit	-**	-***	
	Ferri et Messori (2000)	CCR 1992	33 808	Taux d'intérêt du crédit	NO :- * Ne :- So : +	NO : - Ne : + So :- *	
	Cosci et Meliciani (2002)	1 Banque 1997	393	Intérêts payés sur total dette		-	
	Pozzolo (2004)	CCR 1992-94	52 359	Taux d'intérêt sur emprunt	+***		
<i>Espagne</i>	Canovas et Solvano (2006)	Enquête 1999	153 PME	Coût moyen du financement bancaire moins taux d'intérêt interbancaire	+	+*	+
<i>France</i>	Ziane (2003)	Enquête 2001	244 PME	Taux d'intérêt sur emprunt	-	+	+*

<i>Belgique</i>	Degryse et Van Cayseele (2000)	1 Banque 1997	17 429	Taux d'intérêt courant jusqu'à la prochaine révision	+***		-***
	Degryse et Ongena (2005)	1 Banque 1997	15 044	Taux d'intérêt courant jusqu'à la prochaine révision	+***		-***
Finlande	Peltoniemi (2004)	1 Banque 1995-2001 1 Non banque	279 Petites entreprises	Taux d'intérêt effectif	-*** -		+
Japon	Weinstien et Yafeh (1998)	JDB 1977-86	700	Dépenses d'intérêt non obligatoire moins dettes			+***
	Miarka (1999)	1985-1998	1 288	Taux d'intérêt sur emprunt			-***
Thailand	Menkhoff et Suwanaporn (2007)	9 Banques 1992-96	4 61	Taux d'intérêt du crédit moins taux minimum de découvert	-	-**	-**
Argentine	Streb, Bolzico, Druck, Henke, Rutman et Escudero (2002)	CDFS 1999	8 548	Plus haut taux de découvert		+***	-***
Chili	Repetto, Rodriguez et Valdes (2002)	CSBIF 1990-98	20 000	Taux d'intérêt payé	-**	-**	-

*NSSBF, National Survey of Business Finance, une enquête conduite périodiquement par le conseil des gouverneurs et le ministère des PME des Etats-Unis. LPC, Loan Pricing Corporation Dealscan Database, une base de donnée commerciale consacrée aux opérations d'endettement des entreprises. CFIB, Canadian Federation of Independent Business, enquête conduite par la fédération nationale des entreprises indépendantes (Canada). CCR, Central Credit Register, centrale des risques de la banque centrale. JDB, Japan Development Bank, banque du développement du Japon. CDSF, Center of Debtors of the Financial System at the central bank of Argentina, Centrale des bilans de la banque centrale argentine. CSBIF, Chilean Supervisory agency of Banks and Financial Institutions, autorité de régulation de l'activité bancaire du Chili (équivalent de notre commission bancaire).*

*\*\*\*, \*\*, \* indiquent respectivement des niveaux de confiance de 99%, 95% et 90%.*

Les résultats des études sur le coût du crédit sont bien moins tranchés que celles portant sur le rationnement du crédit. Ainsi, l'étude de l'effet de la durée de la relation révèle bien des ambiguïtés. En effet, les différents travaux réalisés font des constats différents. Certains relèvent une amélioration des conditions de taux à mesure que la relation s'installe dans le temps (Angelini, Di Salvo et Ferri, 1998 ; Uzzi, 1999 ; Berger et Udell, 1995 ; Ferri et Messori, 2000....) conforme à l'hypothèse de réduction des problèmes informationnels. D'autres relèvent l'inverse (D'auria, Foglia et Reedtz, 1999 ; Degryse et Von Cayseele, 2000 ; Degryse et Ongena, 2005....). Petersen et Rajan (1994) attribuent ces contradictions à la possibilité de voir la banque dégager un avantage informationnel de la relation et l'exploiter de manière à surfacturer ses services. Les mêmes ambiguïtés se retrouvent sur la question de l'exclusivité de la relation. Petersen et Rajan (1994), Streb, Bolzico, Druck, Henke, Rutman et Escudero (2002), Conovas et Solvano (2006) relèvent une augmentation du coût du crédit avec le nombre de banque avec lequel travaille l'entreprise tandis qu'Angelini, Di Salvo et Ferri (1998), D'auria, Foglia et Reedtz (1999), Brick, Kane et Palia (2004) trouvent le résultat inverse. Il est ainsi difficile de distinguer la primauté entre la réduction des asymétries d'information dans le contexte du financement relationnel et les effets de la concurrence au sein du pool bancaire de l'entreprise sur le coût de ses crédits. Concernant, pour finir, le champ de la relation (le nombre de produits échangés) les résultats sont un peu moins ambiguës : une majorité des études utilisant cette variable relèvent une diminution du coût du crédit avec l'augmentation du champ de la relation (Miarka, 1999 ; Uzzi, 1999 ; Degryse et Van Cayseele, 2000 ; Degryse et Ongena, 2005....). Seuls Ziane (2003) et Weinstein et Yafeh (1990) apportent des éléments en faveur d'une conclusion opposée. Néanmoins, il faut ici encore distinguer deux effets pouvant jouer. D'une part, la multiplication des interactions permet le transfert d'informations et d'autre part elle assure plus d'occasions d'amortir les frais d'investigations attachés au financement de l'entreprise. Il semble que ce second effet prime.

### **3/ Demande de garantie**

De nombreux travaux empiriques montrent que l'utilisation de garanties par les banques dans leur relation avec leurs clients est massive. Berger et Udell (1990) observent ainsi que 53% des crédits aux entreprises aux Etats-Unis sont assortis de garanties, Davydenko et Franks (2008) 75,7% en France et 88,5% en Allemagne. Elles permettent aux créanciers de réduire le risque de leurs engagements en leur assurant une priorité sur certains actifs ou une extension de leur prétention à d'autres patrimoines en cas de défaut. Elles sont également utilisées dans un contexte d'asymétries d'information comme instrument de séparation entre les emprunteurs de bonne qualité et les emprunteurs de mauvaise qualité (Bester, 1985 ; Chan et Kanatas, 1985 ; Besanko et Thakor, 1987). Elles constituent à cette fin un signal crédible pour se distinguer de la part des emprunteurs les moins risqués dans la mesure où elles se révèlent bien plus coûteuses pour les autres puisque ceux-ci ont plus de chances de faire défaut et donc de perdre les éléments apportés en garanties. La mise en place d'un financement relationnel bancaire s'il permet de réduire les difficultés liées aux asymétries d'information devrait donc rendre les garanties moins utiles puisque les risques d'engagement seraient dans ce contexte mieux évalués. Les différents travaux se penchant sur cette hypothèse viennent généralement en complément de ceux réalisés sur le coût du crédit et fonctionnent sur le même principe. Un indicateur de la demande de garantie de la banque est régressé vis-à-vis des mesures habituelles de relation ainsi que différents facteurs de contrôle.

Différentes variables sont alors utilisées. Néanmoins, dans leur grande majorité des travaux, une même spécification binaire est retenue. On considère l'absence ou la présence d'une garantie adossée au crédit accordé généralement sous la forme d'un nantissement portant sur les actifs de l'entreprise cliente. Rares sont les études qui prennent en compte l'apport de garanties personnelles (Pozzolo, 2004 ; Bodenhorn, 2003). De plus, les prêts examinés sont généralement des lignes de crédit pour les mêmes raisons que celles explicitées précédemment pour le coût du crédit. Seul, à notre connaissance Chakraborty et Hi (2006) réalisent, dans une même contribution, une analyse différenciée des garanties en fonction du type de crédit auquel elles sont adossées. Machauer et Weber (1998) font aussi figure

d'exception en considérant une variable continue, la fraction de chaque crédit ne faisant pas l'objet de garanties.

Le tableau 4 propose une synthèse des principaux résultats des travaux réalisés concernant l'effet de la mise en place d'un financement relationnel sur la demande de garantie pour obtenir un crédit pour différents pays.

***Tableau 4 : récapitulatif des études du lien relation de clientèle/usage de garantie***

Pays	Papier	Type de données	Echantillon	Mesure de L'usage de garantie	Mesure de la relation		
					Durée	Nombre de banques	Champ
<i>USA</i>	Berger et Udell (1995)	NSSBF 1987	371 PME	Absence de nantissement	***		
	Bodenhorn (2003)	1 Banques 1855	2 616 PME	Absence de garant	***		
	Chakraborty (2006)	NSSBF 1993	585 PME	Absence de nantissement associé aux lignes de crédits	***	***	-
				Absence de nantissement associé aux financements autres que les lignes de crédits	-	***	***
	Hao (2004)	LPC 1988-99	948 GE	Absence de garantie		+	
<i>Allemagne</i>	Harhoff et Korting (1998)	Enquête 1997	994 PME	Absence de nantissement	+	-	
	Machauer et Weber (1998)	5 Banques 1996	353 Moyennes et grandes entreprises	% de la ligne de crédit non garanti	-	***	***

	Lehmann et Neuberger (2001)	Enquête 1997	318 PME	Absence de nantissement	-		_***
	Elsas et Krahnén (2002)	5 Banques 1996	472 Moyennes et grandes entreprises	Absence de nantissement			_**
	Lehmann, Neuberger et Rathke (2004)	Enquête 1997	O : 267 PME E : 67 PME	Absence de nantissement	O :- *** E : +**		O :- *** E :- **
<i>Italie</i>	Pozzolo (2004)	CCR 1992-96	52 359	Pas de garanties réelles Pas de garanties personnelles	-*** +***	+** +***	
<i>Espagne</i>	Canovas et Solvano (2006)	Enquête 1999	153 petites entreprises	Pas de garanties réelles	+	-	+
<i>France</i>	Ziane (2003)	Enquête 2001	244 PME	Absence de nantissement	+	_**	_*
<i>Belgique</i>	Degryse et Van Cayseele (2000)	1 Banque 1997	17 429	Absence de nantissement	+*		_***
<i>Finlande</i>	Peltoniemi (2004)	1 Banque 1995-2001	562 Petites entreprises	Absence de nantissement	-		+***

*NSSBF, National Survey of Business Finance, une enquête conduite périodiquement par le conseil des gouverneurs et le ministère des PME des Etats-Unis. LPC, Loan Pricing Corporation Dealscan Database, une base de donnée commerciale consacrée aux opérations d'endettement des entreprises. CCR, Central Credit Register, centrale des risques de la banque centrale.*

\*\*\*, \*\*, \* indiquent respectivement des niveaux de confiance de 99%, 95% et 90%.

Encore une fois ce sont les résultats portant sur l'exclusivité de la relation qui apportent les éléments les plus en accord avec l'hypothèse de réduction des difficultés informationnelles par le biais du financement relationnel bancaire. Les entreprises travaillant avec le plus de banques ont plus de chances de devoir fournir des garanties pour obtenir un crédit. Seul Pozzolo (2004), dans une étude portant sur l'Italie, rapporte une relation inverse. Pour ce qui est de la durée de la relation, on constate une tendance claire à la diminution de la demande de nantissement avec l'augmentation des années de collaboration de la banque et de l'entreprise. Cependant, lorsque l'on considère, comme dans Pozzolo (2004), conjointement l'effet de la durée de la relation sur la demande de garantie personnelle et de garantie réelle, on remarque une relation inverse. Il apparaît que la réduction de l'asymétrie d'information et la constitution d'informations privées au travers le temps rend la substitution entre sûreté réelle et sûreté personnelle attractive. L'incertitude sur le patrimoine du dirigeant ou des actionnaires se portant garant du crédit conféré à l'entreprise est plus facilement évaluée par la banque. Bordenhorn (2003) apporte néanmoins des résultats allant dans le sens opposé, en établissant une diminution du recours au cautionnement avec l'ancienneté du lien entre prêteurs et entrepreneurs. Cependant, ce travail portant sur des données historiques datant de l'époque de la conquête de l'ouest aux Etats-Unis, ces résultats sont tributaires d'un contexte institutionnel particulier. Pour ce qui est du champ de la relation, plus le nombre de services échangés entre la banque et l'entreprise est important, plus il est probable que l'entreprise ait à fournir une garantie pour obtenir un crédit. Ainsi, la transmission d'informations au travers des différentes transactions réalisées entre les partenaires apparaît dominée par l'augmentation du risque à mesure que l'engagement de la banque devient plus important. Seuls Machauer et Weber (1998) trouvent une relation opposée.

L'effet du financement relationnel bancaire sur les conditions de financement de la PME semble ainsi réduire clairement les difficultés dues au rationnement du crédit, de même que, dans une moindre mesure, la nécessité de fournir des garanties, même si dans le domaine la prise en compte des différents types de sûreté et de financements disponibles n'est pas parfaite. Concernant le coût du crédit, la possibilité pour la banque principale de tirer profit de son avantage informationnel rend les résultats sur ce point moins nets. Par ailleurs, certaines



dimensions des contrats de crédit comme par exemple l'existence de clauses de gestion ne sont pas pris en compte dans de type de travaux alors que leur usage et leur efficacité reposent sur des contingences informationnelles et contraignent les décisions de l'entreprise (Rajan et Winton, 1995).

### **Section 3 : les déterminants de l'offre et de la demande de financement relationnel bancaire**

Cette dernière section passe en revue les facteurs tant endogènes qu'exogènes affectant la mise en place et le déroulement d'un financement relationnel bancaire. Pour des raisons de clarté, nous les avons regroupés en trois parties homogènes. Aussi commençons-nous par examiner l'impact de la confidentialité des échanges d'informations réalisés durant la relation sur les équilibres d'investissement qui lui sont associés. Celle-ci peut, en effet, conduire à l'établissement de situations sous-optimales nées des comportements opportunistes soit de la banque, soit du client, compromettant l'efficacité du financement relationnelle. Nous abordons ensuite la manière dont la distance séparant les parties influe sur la qualité de leur relation. Deux dimensions sont alors explorées : le nombre de niveaux hiérarchiques que doit traverser l'information produite au cours de la relation pour atteindre les différents nœuds de décision (la distance interne) puis l'éloignement spatial entre l'entreprise et ses financeurs bancaires potentiels (la distance externe). Pour finir, nous exposons les différents facteurs institutionnels pesant sur la mise en place d'un financement relationnel bancaire. Aussi discutons-nous tout d'abord des éléments influant sur l'incitation de la banque à entreprendre des actions d'investigation : volume d'affaires, concurrence et réglementation. Puis, nous abordons les effets des restructurations du système bancaire actuellement à l'œuvre et l'évolution des règles prudentielles sur la possibilité de mise en place de solutions relationnelles aux problèmes d'asymétrie d'information.

## **I/ Confidentialité et équilibres d'investissement sous optimaux issus du financement relationnel**

### **A/ Confidentialité et comportement opportuniste de la banque (*The Hold-up problem*)**

Les principaux modèles de financement relationnel bancaire (Sharpe, 1990 ; Von Thadden, 1995, 2004 ; Rajan, 1992) reposent sur une base commune que nous reprenons ici de manière simplifiée. Ils considèrent un continuum d'entreprises ayant chacune un projet à deux séquences à financer. Chaque étape nécessite un investissement indépendant et produit en fin de période un revenu aléatoire dépendant de la qualité de l'entreprise, bonne ou mauvaise. La probabilité de réussite aux différentes étapes est bien sûr plus importante pour celles de bonne qualité que pour celles de mauvaise qualité. La proportion d'entreprise de chaque type est connue. Néanmoins, individuellement, celles-ci ne sont pas conscientes de leur risque propre. Pour financer ces investissements, elles ne peuvent recourir qu'à l'emprunt bancaire. Elles font alors face à des banques neutres au risque et en concurrence, qui disposent d'un accès illimité aux fonds à un taux identique pour chaque période. En première période, aucune des banques ne connaît la qualité de l'entreprise à financer. Cependant, celle qui a prêté lors de la première séquence du projet, que l'on appellera banque interne ou relationnelle, observe parfaitement le revenu généré et en déduit la qualité de son client. Les banques n'y ayant pas participé, les banques externes, pour leur part, ne reçoivent qu'un signal bruité sur la qualité de l'emprunteur. En seconde période, les deux types de banque font des propositions de financement afin de participer à la seconde étape du projet. Ces propositions sont tarifées en fonction de l'information détenue au terme du premier contrat. L'entreprise choisie alors la plus intéressante pour elle.

A l'équilibre, compte tenu d'un phénomène de « malédiction du vainqueur », les banques externes se trouvent dans une situation défavorable les conduisant à s'abstenir de réaliser une offre réellement concurrentielle. En effet, quel que soit le niveau de la proposition réalisée par celles-ci, elle sera, si elle permet une rémunération minimum des risques engagés dans le financement, surpassée par celle émanant de la banque interne pouvant en connaissance de cause justement évaluer l'engagement. Si d'aventure une banque externe remportait l'enchère, elle le ferait nécessairement à des conditions de taux ne lui permettant pas de rémunérer correctement son risque. Ici, la sélection adverse joue fortement. La banque relationnelle se trouve au final dans une situation non concurrentielle en seconde période. Elle peut alors proposer un taux lui permettant de dégager une rente puisqu'elle est assurée de ne pas être confrontée à une offre concurrentielle crédible. L'entreprise dépendante du financement de cette banque se voit alors spolier d'une partie importante de la valeur créée par le projet. C'est ce que la littérature nomme le « *Hold-up problem* ». Ce phénomène est d'autant plus problématique que, faute de réelle concurrence entre ces apports de fonds potentiels, l'entreprise reste durablement bloquée avec sa banque relationnelle. C'est le « *Lock-in effect* ». Anticipant cette situation peu enviable, l'entreprise, à l'occasion de la mise en œuvre de la seconde séquence, est incitée à réduire ses efforts et à adopter une politique de sélection de projet moins rigoureuse. Ce jeu, répété à l'infini, conduit à mettre en évidence une allocation des ressources durablement inefficace dans ce contexte.

Sharpe (1990) montre que ce problème peut être résolu à condition de permettre aux banques de développer une réputation sur le long terme. Dès lors, les banques relationnelles vont chercher à se prémunir d'un a priori négatif à leur sujet en s'engageant auprès de leurs clients à ne pas exploiter trop manifestement leur pouvoir de monopole informationnel au travers d'un contrat implicite. Cette promesse sera d'autant plus crédible que, si une banque y contrevient trop souvent et trop apparemment, l'information sur son comportement sera connue du continuum d'entreprises potentiellement clientes qui se détourneront d'elle. Les banques relationnelles se contraindront donc à facturer leurs interventions à un tarif proche du prix optimal, compte tenu du risque des entreprises financées réduisant ainsi les distorsions dans le processus allocatif introduites par le phénomène de « *hold-up* ».

Rajan (1992) propose, pour sa part, une autre solution. Il considère la possibilité pour l'entreprise de faire appel, en complément de la banque relationnelle, à des prêteurs transactionnels. Ceux-ci limitent par nature leurs interventions au seul apport de fonds et ne pratiquent aucun contrôle sur l'emprunteur. En effet, ne bénéficiant pas de la confidentialité des échanges d'informations assurée par l'accord implicite de long terme, ils souffrent d'un problème de passagers clandestins. Toute connaissance produite par eux étant par nature publique, ils ne peuvent réellement tirer profit de leur investissement dans sa création et y renoncent donc. Dans ce contexte, les entreprises vont déterminer leur structure d'emprunt en choisissant un mixte entre ces deux sources d'endettement, de manière à réduire la capacité de la banque relationnelle à extraire une rente de sa position de monopole informationnel sans pour autant trop réduire son incitation à contrôler son débiteur afin de réduire les problèmes d'aléa moral. Pour cela, les entreprises vont jouer sur deux facteurs fondamentaux : les niveaux d'emprunts initiaux auprès de ces deux sources ainsi que leurs priorités de recouvrement relatives en cas de difficultés. La concurrence ainsi introduite permet de restaurer l'incitation de l'entrepreneur à l'effort puisque la rente bancaire est réduite tout en ne décourageant pas complément la banque relationnelle à exercer son rôle de surveillance puisqu'elle continue à bénéficier de sa production d'information privée.

Rajan (1992) est suivi dans sa démarche d'introduction de concurrence dans la relation bancaire par Von Thadden (1995). Comme précédemment, celui-ci relève qu'après avoir acquis de l'information privée sur la qualité de l'emprunteur, la banque relationnelle est capable d'utiliser cette information pour extraire une rente. Cette possibilité peut distordre les incitations de l'entreprise et la conduire à un choix de projet d'investissement sous optimal. Dans ces circonstances, Von Thadden montre qu'établir une seconde relation peut restaurer la concurrence entre prêteurs et limiter la rente ex-post et donc rétablir les incitations de l'entreprise à un des choix d'investissements rigoureux.

Les études empiriques qui ont eu pour objet exclusif de tester la réalité de l'extraction de rente informationnelle de la part des banques dans le cadre d'un financement relationnel sont assez peu nombreuses à notre connaissance<sup>17</sup>. Elles se regroupent en trois séries de travaux.

La première porte directement sur l'influence que peut avoir l'établissement de financements bancaires relationnels réguliers sur les choix d'investissement et financier des entreprises clientes. La principale étude dans le domaine est celle proposée par Weinstein et Yafeh (1998). Sur des données concernant 700 entreprises industrielles japonaises sur la période 1977-1986, ils examinent la différence de performance existante entre les entreprises travaillant avec une banque principale importante et les entreprises indépendantes. Le choix de la période est ici intéressant, puisqu'elle inclut à partir des années 80 les débuts de la déréglementation des marchés financiers. Ceci permet de prendre en considération l'évolution des situations associées aux différentes réformes de l'époque. Weinstein et Yafeh relèvent alors une moindre rentabilité ainsi qu'une moindre croissance des entreprises se finançant principalement de manière relationnelle comparativement à leurs pairs. Cet écart se résorbe lorsque l'entreprise réduit sa dépendance vis-à-vis de la banque. Ce dernier résultat permet de dégager deux causes à cette sous-performance. D'une part, compte tenu de l'absence de concurrence crédible sur le financement de son client, la banque principale est à même de détourner une grande partie des bénéfices tirés par celui-ci de l'accès facilité au financement qu'elle lui accorde. Elle multiplie ainsi contrats et services facturés au détriment de la rémunération des autres parties prenantes à l'entreprise. D'autre part, les entreprises engagées dans une démarche relationnelle avec leur banque adoptent des politiques d'investissement plus conservatrices, moins risquées, mais aussi moins rémunératrices en cas de réussite des projets associés. Weinstein et Yafeh attribuent cet état de fait à l'influence déterminante de la banque principale sur les choix de son client. Celle-ci, en tant que créancier majeur, a tout intérêt à limiter la prise de risque de ce dernier. En effet, tributaire d'une rémunération fixe, elle ne bénéficie pas de surcroît d'un intérêt en cas de profits exceptionnels contrairement aux

---

<sup>17</sup> Si on excepte bien sûr les études portant plus généralement sur les conditions de financement des PME et leur lien avec la mise en place d'un financement relationnel bancaire, abordées en section 2.

actionnaires qui disposent d'une rémunération variable. D'autres travaux renforcent ces conclusions. Ainsi, Nakatani (1984) relève que les entreprises fortement liées à une banque croissent plus lentement, ont des profits plus faibles, mais moins volatiles que les entreprises indépendantes. Hoshi, Kashyap et Scharfstein (1990, 1991) soulignent, pour leur part, le fait que ces entreprises bien que moins contraintes vis-à-vis de la liquidité dans leurs décisions d'investissement n'affichent pas à ce sujet des niveaux d'engagement significativement plus importants que leur homologues. Pinkowitz et Williamson (2001) apportent un élément de réponse à ce paradoxe. Ils relèvent un lien positif et significatif entre la détention de liquidités et l'importance de la banque principale dans le financement de l'entreprise. Il apparaît que la détention de liquidité est utilisée au profit de l'établissement de crédit à la fois pour créer un matelas de sécurité en cas de difficulté sur l'activité de son client et comme source de dépôts. Tous cela est réalisé au détriment d'un usage plus efficace de ces fonds au service des actionnaires.

La seconde série de travaux aborde sous un autre angle le problème de la rente informationnelle extraite par la banque relationnelle. Elle considère que l'importance du phénomène, s'il est réel, doit nécessairement conditionner la décision de l'entreprise de faire ou non perdurer le lien qui l'unit à sa banque. Ainsi, si la valeur associée à l'accès aux fonds facilité par la relation grandit avec le temps, et si l'entreprise est réellement limitée dans sa capacité à contracter avec des apporteurs de fonds externes concurrents, la probabilité de voir la relation se terminer devrait diminuer avec le temps. Ceci confirmerait alors la présence du *hold-up*. D'un autre côté, si les profits générés spécifiquement par la relation diminuent avec le temps compte tenu de la plus grande information publique disponible sur l'entreprise, et si les coûts de changement de banque deviennent ainsi non prohibitifs, la probabilité de voir la relation se terminer devrait augmenter avec le temps. Ceci irait alors à l'encontre de l'hypothèse de l'établissement durable d'une rente informationnelle. Aussi ces études s'attachent-elles à expliquer la durée de la relation associant banques et entreprises au travers de modèles de survie considérant différentes caractéristiques de ces dernières. Les structures les plus en asymétrie d'information, puisque devant le plus tirer bénéfice de la mise en place d'un financement relationnel, mais aussi être les plus susceptibles à la fois de subir

le *hold-up* et de connaître les coûts de transfert les plus importants, devraient afficher des relations plus longues.

Ongena et Smith (2001) réalisent un test sur les entreprises du Oslo Stock Exchange. En effet, la réglementation norvégienne oblige les entreprises cotées sur ce marché à déclarer les banques avec qui elles travaillent le plus régulièrement. A partir de là, il est facile de relever les changements intervenus et de mesurer au bout de combien de temps de collaboration ils sont intervenus. Les auteurs relèvent alors que la probabilité de voir une relation s'achever augmente avec la durée de celle-ci ce qui suggère une diminution de sa valeur avec le temps. Par ailleurs, ils notent que les entreprises les plus jeunes, les plus petites et celles qui sont le plus lourdement endettées maintiennent des relations plus courtes. En d'autres termes, les structures les plus susceptibles d'être dépendantes du financement relationnel le quittent le plus vite. Ces ruptures paraissent de plus avoir été principalement le fait des entreprises. Le contrôle sur ce dernier point est réalisé de manière à prendre en compte l'éventualité d'une contrainte de financement, d'une fusion ou de difficulté de la banque. Aucun de ces éléments n'a de pouvoir explicatif significatif sur les décisions observées. Les entreprises de l'échantillon ne semblent donc pas prisonnières de leur banque. Un autre résultat intéressant de cette étude porte sur la concurrence entre banques. Ainsi, il apparaît que les entreprises travaillant avec plusieurs banques ont tendance à rompre plus rapidement les nouvelles relations et à conserver les anciennes. Cela va dans le sens des propositions de Rajan (1992) et de Von Thadden (1995) selon lesquelles les relations implicites de long terme entre banques et entreprises sont créatrices de valeur à condition qu'il existe en leur sein une concurrence crédible.

Farinha et Santos (2002), pour leur part, à partir d'une base de données de la banque centrale du Portugal reprenant le suivi d'engagement des différentes banques opérant dans le pays sur la période 1980-1996, analysent les raisons du passage d'un financement bancaire exclusif à un financement diversifié. Ils relèvent que pratiquement toutes les entreprises empruntent dans un premier temps auprès d'une seule banque puis augmentent progressivement le nombre de celles-ci. L'étude de la durée des relations uniques leur permet également de montrer que le passage à la multibancarité devient plus probable avec le temps. Plus les entreprises vieillissent,

plus fréquemment elles font appel à plusieurs banques. Ils notent que ce changement se réalise plus tôt à la fois pour celles bénéficiant de plus d'opportunités de croissance et pour celles affichant les plus faibles performances. L'analyse ex-post des conséquences de ces changements révèle que les structures à haut niveau d'investissement investissent encore plus par la suite et que les structures les moins rentables continuent à l'être. Ces résultats appuient l'hypothèse de l'existence du phénomène de *hold-up* dans la mesure où, d'une part, les entreprises de bonne qualité semblent bénéficier de l'arrêt de l'exclusivité de la relation et, d'autre part, les entreprises de mauvaise qualité ne voient pas leur situation évoluer. En fait, les entreprises aux perspectives plus difficilement révélées publiquement apparaissent plus durablement cantonnées à un partenariat bancaire exclusif et donc potentiellement sujettes à *hold-up*. Néanmoins, ces études restent incapables d'observer la manière dont les prix et la quantité de crédit accordés changent durant la relation. De plus, elles ne prennent pas en compte les autres types de services bancaires offerts aux consommateurs durant la relation. Elles sont donc limitées dans leurs conclusions.

Plus récemment, une dernière série de travaux s'est plus spécifiquement attachée à mettre en évidence l'aspect non linéaire de l'évolution du coût du crédit facturé par les banques relationnelles en fonction de l'importance du lien avec leurs clients. L'idée est la suivante. Les modèles théoriques de relation bancaire postulent, dans leur ensemble, que dans un premier temps les banques en concurrence vont faire des offres relativement attrayantes aux entreprises du marché de manière à les attirer et les engager dans une relation durable. Les taux alors proposés seront alors relativement peu élevés par rapport au risque de l'engagement sollicité. Dans un second temps, au travers de ses actions de surveillance, la banque ayant remporté les premiers contrats de financement acquiert de l'information privée et développe de ce fait un monopole lui permettant d'extraire une rente de sa situation privilégiée. Les taux alors facturés seront ainsi plus élevés que ceux que la juste évaluation du risque pris sur les crédits ne le commande. Pour finir, la survie de l'entreprise sur une longue période donne un indice de qualité de sa gestion et de ses perspectives aux apporteurs de fonds externes réduisant ainsi le pouvoir de marché de la banque interne. La concurrence reprend alors progressivement ses droits, ce qui doit conduire à une réduction du coût des emprunts contractés par l'entreprise. Ainsi,



devrait-il selon toute vraisemblance exister une dynamique dans les taux d'intérêts reflétant la présence du problème de *hold-up*. Deux études ont expressément testé cette proposition.

Schénome (2007), sur un échantillon d'entreprises américaines ayant réalisé sur la période 1998-2003 une introduction en bourse, relève que les taux des crédits syndiqués contractés avant et après l'émission des titres sur le marché suivent deux régimes différents. Avant l'IPO, le lien entre les « *spreads* » facturés sur les différentes opérations considérées et l'historique d'implication de la banque leader du syndicat dans le financement de l'entreprise, mesuré par le ratio du nombre d'opérations dans lesquelles elle fut leader jusqu'ici sur le nombre total d'opérations disponibles dans la base concernant l'entreprise, apparaît clairement suivre une courbe en U. La spécification  $-x + x^2$  est alors significative. Dans un premier temps, le développement de la relation semble réduire le coût relatif du crédit. Puis, dans un second temps, l'inverse se produit. La banque extrait alors une rente de sa situation. Cette conclusion est renforcée par les variables de contrôle, « première opération », « changement de leader » et « nombre de banques dans le syndicat », qui ont toutes un effet négatif sur les taux facturés. Le jeu de la concurrence, lorsqu'il peut se développer, conduit bien à une réduction des coûts. Dans le cas contraire, l'entreprise est bloquée avec sa banque et subit une tarification défavorable. Après l'IPO, dans leur ensemble, les résultats s'inversent. La spécification non linéaire sur la variable de relation perd son pouvoir explicatif à la faveur de la spécification monotone. Ainsi, l'antériorité du lien entre l'entreprise et la banque leader du syndicat réduit alors systématiquement le coût du crédit syndiqué. Il apparaît que le changement de régime assuré par la diffusion large d'un grand nombre d'informations, jusqu'ici privées, lors que l'introduction en bourse assure un retour à la concurrence dans le financement de l'entreprise. Ainsi, la banque relationnelle, si elle désire garder son client, est dès lors tenue de réduire sa rémunération. La valeur issue de la réduction des asymétries d'information entre la banque et l'entreprise est alors partagée. Encore une fois, cette conclusion est appuyée par les variables de contrôle. Tout changement de banque ou renforcement de la concurrence sur le financement de l'entreprise augmente alors le coût du crédit.

Kim, Vale et Kristiansen (2006) focalisent leur attention plus particulièrement sur les PME. Sur un échantillon d'entreprises norvégiennes au chiffre d'affaires inférieur à 100 millions de couronnes, n'ayant pas émis d'obligations et ne disposant pas d'une note de crédit, ils testent les relations existant entre le coût du crédit et deux facteurs explicatifs du pouvoir de marché des banques aux effets théoriquement opposés : l'établissement d'un avantage informationnel et le niveau de concentration du secteur bancaire. Le premier facteur est mesuré par l'interaction entre l'âge de l'entreprise considéré et l'écart type du risque de crédit dans le domaine d'activité dans lequel elle opère. En effet, les différentes approches théoriques du financement relationnel s'accordent pour dire que le niveau d'incertitude dans un secteur conditionne l'intérêt de voir se mettre en place ce type de contrat. Ainsi, les secteurs les plus incertains devraient être les plus fréquemment soumis aux distorsions de concurrences associées aux phénomènes de *hold-up*. Le second facteur est fort classiquement mesuré sur la base de l'interaction entre l'indice de *Herfindahl* calculé sur la base des parts de marché sur les crédits des banques opérant dans la zone géographique du siège de l'entreprise. L'idée est la suivante : un marché moins concentré devrait assurer plus de concurrences et donc conduire à des taux d'intérêt plus faibles, cela devenant plus nette à mesure que l'âge de l'entreprise réduit les problèmes d'asymétrie d'information. Au final, les auteurs relèvent, conformément aux modèles théoriques, une évolution séquentielle du coût du crédit relativement à ces deux dimensions. Dans un premier temps, pour les plus jeunes, une augmentation de la concentration du marché conduit à une augmentation du coût du crédit, tandis que la mise en place d'un financement relationnel conduit à sa diminution. A un stade intermédiaire, le développement des relations bancaires augmente les taux. Puis, finalement, lorsque l'entreprise atteint un âge suffisant pour se soustraire aux problèmes d'information, elle bénéficie de conditions plus favorables dans l'ensemble, excepté pour celle qui apparaît bloquée avec leur banque principale. Les auteurs concluent alors dans le cadre du financement des PME à une prépondérance du facteur informationnel au travers des phénomènes de « *Hold-up* » et de « *Lock-in* » sur le facteur de concentration.

## **B/ Confidentialité et comportement opportuniste de l'entreprise (*The Soft budgeting constraint problem*)**

Comme nous l'avons vu précédemment, le financement relationnel bancaire permet de réduire les difficultés associées aux asymétries d'information et de diminuer la fréquence des situations de rationnement du crédit. Les entreprises bénéficiant d'un tel engagement voient ainsi la disponibilité du financement auprès de leur banque principale réellement accrue. Dans ces conditions, certaines d'entre elles peuvent être tentées d'adopter des critères de sélection de projets moins rigoureux. En effet, si elles connaissent une difficulté susceptible de les amener à faire défaut, elles pourraient toujours se rapprocher de leur banque relationnelle afin d'obtenir un crédit de secours. Tout autre prêteur refuserait systématiquement une telle demande. Dans le meilleur des cas, la banque n'accorderait le financement que si le rétablissement de l'activité apparaissait vraisemblable. Cependant, cette décision est coûteuse à prendre. Aussi pourrait-elle être tentée de s'abstenir d'étudier réellement la situation en soutenant systématiquement ses clients. Les emprunteurs conscients de cette possibilité peuvent prévoir au stade précontractuel de faire intervenir leur partenaire bancaire. Ainsi, la faiblesse de la contrainte budgétaire pesant sur leurs épaules est susceptible de les engager dans des politiques d'investissement sous-optimales. La question est alors de savoir si, dans ces conditions, la banque relationnelle est réellement à même de jouer son rôle de discipline. Peut-elle, de manière crédible, refuser d'accorder tout crédit supplémentaire à un client s'engageant sur la mauvaise voie.

L'analyse de ce problème est loin d'être récente. Déjà, Hellwig (1977) suggérait que les relations basées sur le long terme puissent inciter les banques à soutenir trop longtemps leurs clients de mauvaise qualité. Cette tendance à un appui systématique aux emprunteurs en cas de difficulté est évidemment profitable aux clients. Cependant, elle conduit à une mauvaise utilisation des ressources de l'économie pouvant à terme conduire, en cas de choc, à une crise systémique. Les récents exemples japonais et allemands en sont une illustration. L'accumulation de créances douteuses dans les portefeuilles bancaires ne dure qu'un temps.

Cependant, ces difficultés n'interviennent réellement que dans la mesure où les gains réalisés par la banque relationnelle en disciplinant l'emprunteur en cas d'égarement sont inférieurs à ceux qu'elle réalise à ne rien faire. L'analogie optionnelle proposée par Narayanaswamy, Schrim et Shukla (2001) pour le cas dette/action transposée au cadre financement relationnel/financement transactionnel fait apparaître les choses plus clairement. Le prêteur transactionnel, considérant son engagement auprès de l'entreprise comme un acte isolé, peut être assimilé au vendeur d'une option de vente (un *Put*) dont le sous-jacent serait les actifs de l'entreprise. Si tout se passe pour le mieux, il obtient le remboursement du capital mis à disposition ainsi que les intérêts. L'ensemble est fixé à la conclusion du prêt. Si son client fait défaut, il ne perçoit que la valeur de la garantie qui se réduit à mesure que les difficultés deviennent importantes. Il est alors incité à provoquer la liquidation du débiteur avant que la garantie ne disparaisse complètement. De son côté, le prêteur relationnel peut être assimilé à l'acheteur d'une option d'achat (un *Call*) dont le sous-jacent serait cette fois une partie de la valeur générée par l'entreprise dans le futur. Il présente ainsi un profil de résultat associant, d'une part, une perte potentielle limitée à l'investissement dans la relation non encore amorti, aux montants des crédits en cours et aux intérêts à percevoir, et d'autre part, un gain potentiellement illimité correspondant à la valeur appropriée au travers des différents produits vendus à l'entreprise dans le futur. Dans ces conditions, le prêteur relationnel affiche en cas de difficultés une nette préférence pour la continuation de l'entreprise, celle-ci représentant pour lui la meilleure façon de valoriser sa position. Ceci est d'autant plus marqué que le prolongement de l'activité des clients les moins performants peut permettre à la banque relationnelle de se désengager progressivement au profit de financeurs non informés en entretenant une apparence trompeuse de solvabilité. Les systèmes juridiques limitent néanmoins ce type de dérives au travers de la sanction du soutien abusif des emprunteurs à la situation irrémédiablement compromise<sup>18</sup>.

Considérant ces préférences particulières toujours dans le cadre du choix dette/action mais que l'on peut facilement transposer à l'arbitrage financement

---

<sup>18</sup> Pour une discussion de ce point spécifique se référer à la thèse de Laurent Vilanova 1999 soutenue à l'université d'Aix-Marseille.

relationnel/financement transactionnel, Dewatripont et Tirole (1994) conviennent que les structures financières des entreprises affectent leurs choix d'investissement de manière différente en fonction des circonstances. Ils notent alors qu'en période difficile seule la dette transactionnelle est à même de jouer le rôle d'aiguillon nécessaire à provoquer un redressement pour les entreprises de qualité en crise passagère. Le profil de gain particulier du créancier assurant la rigueur dans sa décision de liquidation. Par contre en période normale, les apporteurs de fonds engagés sur le long terme, actionnaire détenant un pouvoir de contrôle ou banquier relationnel, apparaissent bien plus efficaces puisqu'ils sont à même de lever les problèmes d'asymétrie d'information qui handicapent les choix de tout autre intervenant. Aussi, entreprise et créanciers en fonction du risque particulier de leur activité et de la conjoncture trouveront un équilibre entre financements à l'acte et engagements de long terme de manière à assurer une juste discipline budgétaire. La structuration du pool bancaire dans le cadre de l'utilisation d'un financement relationnelle répond à cette même logique.

A notre connaissance, seules trois études théoriques se sont spécifiquement penchées sur la question.

La première, proposée par Dewatripont et Maskin (1995), considère l'optimalité de la décentralisation du financement bancaire, c'est-à-dire de la participation conjointe, pour une même opération, d'une banque principale relationnelle et de banques secondaires transactionnelles. Les auteurs partent d'une situation dans laquelle, compte tenu de la présence d'asymétries d'information, tout investisseur peut être victime d'une mauvaise sélection de ses engagements. Il se retrouve alors, malgré les précautions prises, à financer un projet non rentable ou du moins rentable uniquement à longue échéance. Un prêteur relationnel, dans ce cas, sera enclin à refinancer l'entreprise en dépit de la découverte de sa piètre qualité. En effet, le refus d'un nouveau concours le conduirait à perdre le bénéfice des investissements dans la surveillance et le conseil du client réalisés jusque-là. Pour éviter le coût de retrait, il préfère étendre son engagement dans l'espoir de voir la situation se redresser. Si l'entreprise anticipe ce comportement, on se trouve classiquement dans la situation contre-incitative de faiblesse de la contrainte budgétaire. Pour y remédier, Dewatripont et Maskin proposent de partager le

financement avec des banques secondaires non impliquées dans la surveillance des performances de l'entreprise. En effet, ces banques, en cas de difficulté, se retirent systématiquement puisqu'elles ne subissent de fait aucun coût de retrait. Le partage du financement, sa décentralisation, rend crédible la menace de non-refinancement des mauvais projets. Les banques transactionnelles étant nécessairement sollicitées pour ce faire, l'emprunteur n'est jamais assuré d'obtenir les fonds. Cet équilibre produit néanmoins d'autres conséquences. Tout d'abord, la banque principale voit son incitation à surveiller l'entreprise diminuer du fait du partage du fruit de ses efforts avec les banques secondaires. Ensuite, se voyant proposer ce type de solution, les clients auront tendance à préférer investir dans des projets à court terme les assurant de ne pas avoir à solliciter un refinancement difficile à mobiliser.

La seconde étude, celle de Bolton et Scharfstein (1996), s'intéresse plus spécifiquement aux situations de défaut des débiteurs. Ils notent que, dans la mesure où la valeur des actifs de l'entreprise emprunteuse est plus importante lorsqu'ils sont réunis que séparés, la multiplication des prêteurs, l'option pour plusieurs banques, dissuade le défaut stratégique. Celui-ci consiste pour le débiteur, protégé par la responsabilité limitée aux apports, à se soustraire volontairement à ses obligations en forçant la liquidation de l'entreprise de manière à pouvoir racheter l'actif à moindre frais. Dans le cadre, d'une relation unique, l'opération ne présente que peu de difficultés. Cependant, si l'on partage le financement entre plusieurs banques, chacune disposant de droits sur une partie de l'actif en cas de défaut, la reconstitution de celui-ci par le débiteur devient bien plus coûteuse. Il devra en effet négocier avec chacune d'elles séparément, multipliant par là-même les coûts. Cela rend donc la décision de défaut volontaire bien moins intéressante. Cependant, ce coût supplémentaire est également subi par les autres repreneurs éventuels qui interviendraient en cas de difficultés associées à de simples problèmes de liquidité. La multiplication des créanciers réduit alors leur intérêt pour les actifs de l'entreprise. Les banques voient donc la valeur de leurs garanties diminuer de même. Aussi, un arbitrage sur le nombre de créanciers doit prendre en compte l'opposition de ces deux effets : la dissuasion vis-à-vis du défaut volontaire et la difficile valorisation des engagements en cas de crise.

Pour finir, dans une troisième étude théorique, Bris et Welch (2005), proposent un résultat allant dans le sens opposé des deux précédents. La concentration des créanciers y est présentée comme un signal de qualité des emprunteurs. Leur raisonnement repose sur le constat que pour défendre au mieux leurs intérêts en cas de difficultés du débiteur à faire face à ses échéances, les prêteurs se doivent de coordonner leurs actions faute de quoi l'entreprise pourrait leur imposer une solution en sa seule faveur. En renonçant à cet avantage, en centrant son financement sur une banque unique relationnelle, l'emprunteur détenteur d'un projet de qualité va transmettre au marché une information sur ses perspectives. En effet, la perte pour lui est alors négligeable puisqu'il est peu probable qu'il soit confronté à une situation dans laquelle où le manque de coordination des créanciers lui aurait été utile. Par contre, un débiteur porteur de projets de piètre qualité y trouvera bien plus sûrement un secours bienvenu et y renoncera moins facilement. L'action du « bon » emprunteur est donc difficilement imitable par le « mauvais ». L'effet est d'autant renforcé qu'à la perte de pouvoir de négociation, il faut ajouter qu'un financement concentré laisse moins de place à la concurrence entre apporteurs de fond et donc conduit à augmenter le coût du financement. Cela pénaliserait doublement un débiteur de mauvaise qualité. Le nombre de banques optimal dépend donc, à l'équilibre, à la fois de la qualité de l'entreprise, des coûts de coordination des créanciers propres au système juridique et de la possibilité d'extraction de rente informationnelle.

Peu de tests empiriques directs ont été menés quant aux conclusions de ces modèles, la majorité des travaux ayant centré leur attention sur le problème de rente monopolistique présentée précédemment (*hold-up*). Aussi est-il, à ce stade, difficile de trancher si tel ou tel effet prévaut de fait pour la structuration du pool bancaire des entreprises. Ongena, Tümer-Alkan et Westernhagen (2007) notent néanmoins un lien positif et significatif entre la probabilité de travailler avec plusieurs banques et la spécificité des actifs de l'entreprise, ce qui va dans le sens des conclusions de Bolton et Sharfstein (1996).

## **II/ Distance interne et distance externe**

### **A/ Organisation de la banque et mise en place de financements relationnels**

Berger et Udell (2006) définissent les différentes technologies de crédit comme la combinaison d'un mécanisme de sélection des engagements, d'un mode de contractualisation de ceux-ci et d'une stratégie de contrôle de leur respect de la part de l'emprunteur. Sur cette base, on peut aisément mettre en évidence que la principale différence entre le financement relationnel bancaire et les autres formes de crédit repose sur un type d'informations autour duquel celui-ci s'organise. En effet, si, dans un premier temps, la décision d'octroi est assurée sur une base identique aux autres modes de financement, une fois la relation engagée, toute nouvelle décision sera prise sur la base de l'information privée accumulée durant la relation. Par nature, cette dernière est exclue du domaine public et peut donc être considérée comme la propriété de la banque prêteuse, qui a d'ailleurs investi pour l'acquérir et compte bien en tirer bénéfice. Elle comprend des contenus de deux natures : quantitative, dite « *hard* », et qualitative, dite « *soft* ». Les premiers sont constitués d'éléments chiffrés issus, par exemple, d'historiques de comptes ou de documents prévisionnels. Les seconds sont de nature plus informelle et constituent la base de la confiance développée par la banque vis-à-vis de l'emprunteur. Sans collecte d'informations privées, le financement des PME serait encore plus fortement contraint du fait de leur opacité. Elle permet à la banque d'écrire des contrats adaptés au risque spécifique de son client améliorant de fait les conditions de financement de celui-ci. Pour ce faire, l'information qualitative joue un rôle particulièrement important dans la mesure où les petites structures ne sont pas toujours en mesure de produire à un coût raisonnable l'information quantitative nécessaire à la décision de crédit de son prêteur. Toujours dans la même contribution, Berger et Udell (2006) reviennent plus précisément sur le financement relationnel pour le situer au sein de l'offre des banques. Ils le définissent alors comme une technologie de crédit dans laquelle le chargé d'affaires produit de l'information qualitative (*soft*) au travers des interactions multiples établies avec



l'entreprise elle-même, ses propriétaires, ses fournisseurs, ses clients et la communauté en général. Cela permet ainsi au chargé d'affaires d'obtenir des éléments importants qui vont permettre à la banque d'évaluer les perspectives de son client et de mieux valoriser les actifs incorporels de ce dernier.

Cette particularité du financement relationnel bancaire conduit à une adaptation des banques en charge de sa mise en œuvre, en vue d'une plus grande efficacité. En effet, la théorie des organisations postule que les structures des entreprises s'ajustent aux contraintes liées à l'information qu'elles doivent gérer pour leur bon fonctionnement. Ainsi, Bercker et Murphy (1992) mettent en évidence que le degré de division du travail au sein d'une organisation est plus souvent déterminé tant par la spécialisation des individus chargés de la coordination en son sein et les connaissances générales qui leur sont disponibles que par l'étendue du marché auquel elle s'adresse. Dans le même esprit, Radner (1993) propose une analyse de l'efficacité de traitement de l'information à des fins de prise de décision au sein des organisations et en déduit un niveau de décentralisation optimal compte tenu des économies d'échelle que le processus hiérarchique permet de générer. Bolton et Dewatripont (1994) complète ce panorama en introduisant la possibilité de voir les individus réduire leur temps de traitement de l'information en se spécialisant dans la gestion d'un type de contenu particulier. Dans ce contexte, le choix de structure résultant de ce nouvel élément procède alors d'un arbitrage entre la réduction du coût obtenu grâce à la spécialisation dans le traitement d'information et le surcoût que représente la transmission dans l'organisation d'une information transformée par les spécialistes.

Stein (2002) reprend ces différents apports et ajoute un élément. Il introduit une typologie du type d'informations que doit gérer l'entreprise durant son activité. Les informations peuvent être soit de nature quantitative, soit de nature qualitative. Il montre alors que, dans le premier cas, une structure hiérarchisée trouve sa pleine efficacité dans la mesure où ce type d'informations peut très facilement être transmis et vérifié au travers des différents niveaux qui la compose. En effet, les risques de déperdition ou d'altération des contenus quantitatifs sont faibles quels que soient les canaux de communication empruntés. Leurs producteurs d'information sont alors tout particulièrement incités à accomplir correctement leur tâche dans la mesure où

ils sont assurés que leur supérieurs hiérarchiques peuvent apprécier la teneur de leur travail et donc les récompenser de leurs efforts. Concernant le second cas, celui où l'information gérée est principalement qualitative, l'organisation la plus efficace apparaît être de forme décentralisée. En effet, la transmission de contenus de cette nature au travers de la hiérarchie présente de grandes difficultés. L'information ne peut en effet pas facilement être reconstituée par les différents superviseurs de l'organisation. Elle ne pourra donc pas être prise en compte lors de l'évaluation de la tâche déléguée au salarié. Celui-ci sera d'autant plus découragé dans sa production d'information qu'elle ne lui permettra pas de faire reconnaître son efficacité. Limiter les niveaux hiérarchiques en renvoyant la décision le plus bas possible au sein d'un organigramme le plus plat possible permet de limiter cet effet contre-incitatif.

Pour illustrer son propos, Stein propose une application de son modèle au cadre bancaire et plus particulière au financement de la PME. Comme nous l'avons souligné précédemment, l'accès au crédit des plus opaques d'entre elles repose principalement sur la production d'informations qualitatives obtenues par le chargé d'affaires de la banque dans le cadre d'un financement relationnel. Stein montre alors que le financement relationnel est plus facilement obtenu auprès des banques les plus décentralisées, dans la mesure où leur structure permet une meilleure gestion de ce type de contenu. Il y a donc un lien entre la distance « interne » au sein de la banque entre le personnel en contact avec l'entreprise qui développe la relation et les organes chargés de prendre et de contrôler les décisions d'attribution de prêt.

Plusieurs séries de travaux empiriques apportent des éléments de confirmation de ce lien. Ainsi, une littérature déjà ancienne indique que les banques de petite taille apparaissent consacrer une plus grande partie de leur actif au crédit à destination des PME (Nakamura, 1994 ; Berger et Udell, 1996 ; Strahan et Weston, 1998). Cela peut à la fois s'expliquer par une meilleure efficacité de ce type d'agent dans le traitement de ce type de client et par la nécessité de diversification de leur portefeuille leur interdisant de s'engager de manière trop importante avec une entreprise de grande taille. Plus récemment, les travaux portant sur les marchés locaux du crédit montrent que les banques décentralisées occupent une part de marché plus importante dans les zones rurales (Brickley, Linck et Smith, 2003) et que cette présence améliore significativement l'accès au financement des PME

(Berger, Rosen et Udell, 2007). Les travaux sur l'impact de l'entrée de banques étrangères sur les marchés bancaires de pays émergents apportent encore un élément. Ils montrent que compte tenu de la faible capacité de ces banques à gérer de l'information qualitative en provenance du pays d'installation, leur action se centre sur les grandes entreprises nationales, fermant l'accès des banques locales à ce type de clients. Ces dernières se tournent alors vers les PME mais de manière plus restrictive de manière à ne pas surpondérer leur portefeuille vis-à-vis de ce type de risques. Par conséquent, cette entrée se révèle à terme préjudiciable pour l'accès au financement des entreprises les plus opaques, faute de gestion adéquate de l'information au sein des organisations (Berger, Klapper et Udell, 2001 ; Clarke, Cull, Martinez Peria et Sanchez, 2005).

Toutes ces études ne présentent que des tests indirects du lien organisation de la banque et accès au financement relationnel bancaire pour les entreprises les plus opaques. Des travaux plus récents s'attachent à fournir des éléments plus probants. Ainsi, par exemple, Berger, Miller, Petersen, Rajan et Stein (2005) proposent une évaluation empirique d'un modèle du choix simultané de mise en relation des banques et des entreprises. Ils relèvent alors clairement que les clients vont sélectionner leurs prêteurs en fonction de leur capacité supposée à traiter l'information qu'ils génèrent et inversement les banques vont chercher à traiter avec des clients qui produisent le type d'information qu'elles traitent efficacement. Dans les situations d'inadéquation, les auteurs notent que les entreprises concernées subissent un rationnement du crédit plus important. D'autres études, centrées sur la relation entretenue entre le chef d'entreprise et le personnel de la banque en charge du dossier de l'entreprise, montrent qu'il existe un lien négatif entre le rythme de rotation des chargés d'affaires dans l'organisation et l'accès au crédit des clients (Scott et Dunkelberg, 2005 ; Scott, 2006 et Uchida, Berger et Yamori, 2006). Liberti et Mian (2006), pour leur part, à l'occasion d'un travail plus centré sur la nature de l'information circulant à l'occasion du processus de décision, constatent qu'à mesure qu'un message franchit les niveaux hiérarchiques, l'information qualitative y occupe de moins en moins de place, au profit d'une information quantitative. Cerquero, Degryse et Ongena (2008) s'attachent à expliquer, à l'aide d'un modèle de régression hétéroscédastique, l'importance de la part non justifiée par des informations objectives, quantitatives, des différences de taux au sein du

portefeuille d'une grande banque belge. Ils relèvent alors que cette part est bien plus importante pour les entreprises clientes de petite taille. Leurs conditions de financement apparaissent alors plus tributaires d'une information privée qualitative. Cette différence est d'autant plus marquée que les marchés sont de plus grande taille et plus concentrés.

Dans l'ensemble, ces travaux laissent à penser que le recours à une banque décentralisée améliore l'accès au financement des entreprises les plus opaques, améliorant d'autant l'efficacité allocative globale du système. Cependant, il serait trompeur de limiter là l'analyse. Si les asymétries d'information sont ainsi surmontées par l'accumulation d'informations privées qualitatives, la décision de crédit prise dans ce contexte, puisque difficilement contrôlable par la hiérarchie, n'en revêt pas moins un aspect discrétionnaire. Elle permet la mise en place de comportements discriminatoires. Becker (1957) décrit ceux-ci comme le fait pour le prêteur de baser ses décisions d'attribution et de tarification sur des préférences à base non économique. Il en résulte que des projets moins rentables peuvent être mieux accueillis que des projets à meilleures perspectives portés par des individus discriminés. Ceci conduit à une allocation des ressources inefficace préjudiciable à l'ensemble de l'économie. A notre connaissance, aucune étude spécifiquement dédiée au financement de la PME n'a été réalisée en France. En revanche, aux Etats-Unis, les travaux se multiplient sur le thème. Tout d'abord menés sur le marché des crédits hypothécaires, ils se centrent progressivement sur le financement de l'activité. Ainsi, Cavalluzo, Cavalluzo (1998) et Cavalluzo, Cavalluzo et Wolken (2002) relèvent qu'un demandeur de crédit afro-américain présente toutes choses étant égales par ailleurs en terme de perspective de réussite de projet, moins de chances d'obtenir un prêt et le paiera, s'il l'obtient, en moyenne plus cher. Cette différence de traitement diminue sur les marchés les plus concurrentiels, ceux où les grandes banques sont le plus fréquemment présentes.

## **B/ Eloignement du client et mise en place d'un financement relationnel bancaire**

Les modèles de concurrence spatiale ont depuis longtemps mis en évidence la distance entre offreurs et demandeurs comme source d'inefficiences qui sont causes de coûts significatifs pour les un comme pour les autre (Hotelling, 1929 ; Salop, 1979). Dans le domaine bancaire, ces coûts apparaissent particulièrement importants. Ils prennent à la fois la forme d'une augmentation des frais de recherche de crédit pour les emprunteurs et des frais liés à la sélection et à la surveillance des débiteurs pour les prêteurs. Ce faisant, la situation géographique des différents acteurs introduit une distorsion dans l'environnement concurrentiel. Elle fait évoluer les pouvoirs de marché des banques les plus proches de leurs clients en leur faveur, tandis qu'elle contraint les plus éloignés d'entre elles à plus d'effort pour accéder aux clients. La littérature identifie deux voies par lesquelles la distance influe sur les équilibres de marché : les coûts de transport et le renforcement de ceux liés aux asymétries d'information.

Cerquiere, Degryse et Ongena (2007) définissent les coûts de transport dans ce contexte comme le temps, les efforts et les frais engagés par un emprunteur qui recherche à interagir avec un potentiel prêteur. Chiappori, Perez-Castillo et Verdier (1995) en analysent les effets. Leur modèle montre que dans ce contexte les banques procèdent à une tarification uniforme. Elles ne diminuent pas leurs prix de manière à internaliser les coûts de transport de leurs clients. La justification en est la suivante. Si les banques connaissent l'adresse des candidats au financement, elles peuvent s'engager dans une politique de discrimination spatiale basée sur leurs monopoles locaux. En effet, plus le client est proche, plus le coût d'opportunité pour lui d'une recherche d'un prêteur concurrent est important. Cela permet à la banque du voisinage d'augmenter le taux d'intérêt des crédits accordés d'un montant équivalent sans craindre qu'une offre concurrente soit préférée. Il en résulte à la fois un alignement des tarifs et une rente de situation pour les banques dans leur sphère de proximité. Sussman et Zeira (1995), de leur côté, formalisent les coûts de transport dans le cadre des activités de sélection et de contrôle des emprunteurs réalisés par

les banques. Leur analyse se construit autour de la notion de coûts de vérification des résultats. Aussi, montrent-ils que les banques géographiquement les plus proches de leurs clients, subissant moins de coûts de transport lors des activités de contrôle, sont en mesure de facturer leur crédit à des taux supérieurs à leurs coûts réels prenant en compte en leur lieux et place les coûts de leur consœur éloignée. De fait, elles extraient également sur cette base une rente qui à pour source la distance qui les sépare des clients.

Peu d'études empiriques ont testé l'hypothèse de rente spatiale. En effet, les données nécessaires apparaissent particulièrement difficiles à réunir. Néanmoins, à notre connaissance, trois études se sont spécifiquement penchées sur la question. Petersen et Rajan (2002), aux Etats-Unis, sur la base de la NSSBF de 1993, notent que les débiteurs les plus proches de leurs banques créancières paient en moyenne 126 points de base plus cher leur crédit que ceux situés à la distance médiane de l'échantillon. Degryse et Ongena (2005) de leur côté sur le marché belge obtiennent un résultat équivalent. Une augmentation du temps de trajet entre la banque et l'entreprise de 4 minutes (médiane de l'échantillon) fait chuter le coût des crédits obtenu de 14 points de base. Agarwal et Hauswald (2006), sur un nouvel échantillon américain, confirment le coût plus élevé des crédits obtenus auprès de banques géographiquement proches. Cependant, ils relèvent également que l'introduction dans l'analyse d'éléments susceptibles de contrôler l'effet de l'avantage informationnel détenu par la banque quant au risque spécifique de son client réduit fortement l'action de la distance sur le coût du crédit. Ils en concluent que la distance est plus une mesure du monopole informationnel que les banques détiennent sur leurs clients que la résultante des coûts de transport.

Hauswald et Marquez (2006) développent un modèle allant dans ce sens. Ils considèrent l'éloignement entre la banque et son client comme un facteur de baisse d'efficacité du processus générateur d'informations sur ce dernier. Plus une banque est proche de l'entreprise financée, plus précise est sa connaissance de son activité et inversement. Aussi, les banques concurrentes situées à une distance plus importante voient leur risque de sélection adverse fortement augmenter. En effet, celles-ci souffrant d'un désavantage informationnel fort sur le risque des clients démarchés subissent un phénomène de malédiction du vainqueur. La banque en place ne laisse

partir à la concurrence que les clients les plus risqués. Pour les autres, elle aligne ses tarifs sur les nouvelles offres. Ainsi, les entreprises opaques se trouvent prisonnières, et les banques proches bénéficiaires d'un pouvoir de monopole duquel elles peuvent extraire une rente. Ceci réduit d'autant l'incitation de ces banques à investir dans la production d'informations, puisqu'elles bénéficient déjà naturellement d'un avantage sur leurs homologues. La probabilité de mise en place d'un financement relationnel en est d'autant diminué et le financement transactionnel découragé puisque l'asymétrie d'information est forte. Par conséquent, l'équilibre obtenu fait ressortir un rationnement du crédit croissant avec la distance avec les financeurs potentiels. Carling et Lundberg (2005) arrivent à la même conclusion en postulant que la précision des signaux émis par les candidats au financement diminue avec l'augmentation de la distance entre emprunteurs et prêteurs potentiels.

Il n'y a cependant pas de consensus empirique clair sur l'hypothèse de l'existence d'un rationnement du crédit sur base géographique. Petersen et Rajan (2002) relèvent que les demandes des débiteurs les plus éloignés sont plus souvent refusées que les autres. Néanmoins, ils notent également une forte diminution du phénomène avec le temps. Agarwald et Hauswald (2006), pour leur part, notent un effet quasi nul de la distance sur l'attribution de crédit si l'on contrôle correctement la qualité du débiteur dans l'analyse. Carling et Lundberg (2005) et Uchida, Udell et Watanabe (2007), sur des tests moins directs portant respectivement sur des échantillons suédois et japonais, ne constatent aucun lien. Les explications de ce manque de résultats peuvent trouver trois sources. D'une part, comme l'ont énoncé Petersen et Rajan, les progrès des technologies liées à l'information peuvent avoir réduit, voire fait disparaître, les problèmes liés à la distance. D'autre part, il est également possible que les coûts associés à la distance, ne soient que des coûts fixes de transport et non des coûts liés à l'information (Degryse et Ongena, 2005). Pour finir, on note que ces études dans leur globalité ont ignoré l'organisation des banques considérées. Or, comme nous l'avons vu dans la sous-partie précédente, celle-ci apparaît cruciale lorsque l'on juge de la capacité des établissements à fournir du financement relationnel. Ce problème apparaît d'autant plus important que les banques décentralisées sont bien souvent des banques locales, par définition géographiquement peu éloignées de leurs clients.

### **III/ Les facteurs institutionnels**

Les études<sup>19</sup> incluant le nombre de banques avec lesquelles travaillent régulièrement l'entreprise comme mesure du degré d'exclusivité des relations bancaires révèlent des situations non homogènes. Ainsi, par exemple, Harhöff et Korting (1998), dans un travail portant sur les PME allemandes, relèvent un nombre moyen de 2 partenaires bancaires ; De Bodt, Lobez et Statnik (2005), sur un échantillon belge, 2,4 ; Petersen et Rajan (1995), aux Etats-Unis, 1,4 ; Ziane (2004), en France, 2,7 ; Guiso (2003), en Italie, 6,1. Peu d'investigations empiriques transnationales ont été menées afin d'identifier les causes de ces disparités. Ongena et Smith (2001) proposent néanmoins les premiers éléments de réponse. Au terme d'une enquête réalisée auprès de 1079 grandes entreprises issues de 20 pays européens, ils font plusieurs remarques intéressantes. Tout d'abord, les situations de monobancarité sont assez rares. 15% seulement des entreprises de leur échantillon travaillent avec une seule banque. Ensuite, les situations de forte multibancarité se répartissent fort différemment dans les pays du nord et du sud de l'Europe. Les premiers, à l'image de la Suède ou de la Norvège, n'affichent quasiment aucune entreprise travaillant avec plus de six banques tandis que les seconds, comme l'Italie, le Portugal et l'Espagnoles, voient leurs entreprises maintenir en majorité des relations avec plus de six banques. Ils concluent, finalement, que les entreprises travaillent avec plus de banques dans les pays bénéficiant d'un système bancaire décentralisé et en bonne santé, de même que d'un système judiciaire inefficace et d'une législation moins protectrice des créanciers. Ces résultats montrent l'importance du contexte institutionnel dans le développement du financement relationnel bancaire au sein d'une économie. Celui-ci apparaît jouer à la fois d'un point de vue statique, en conditionnant l'incitation des apporteurs de capitaux à contrôler leurs débiteurs, et d'un point de vue dynamique, au travers de son évolution qui vient modifier les équilibres en place en faveur d'un environnement soit plus transactionnel, soit plus relationnel.

---

<sup>19</sup> Pour une revue des différentes études voir la thèse d'Ydriss Ziane « Structure financière, relations bancaires et financement interentreprises des PME françaises », 2004.



## **A/ Incitations à contrôler le débiteur**

L'établissement d'un financement relationnel entre une entreprise et sa banque est fondamentalement lié à la décision prise par cette dernière d'investir dans la production d'informations privées, qu'elles soient de nature qualitative ou quantitative. Ce choix dépend des possibilités qui sont offertes à l'intermédiaire financier de rentabiliser ses actions d'investigation au travers de l'exploitation de la situation de monopole informationnel créée durant la relation. La littérature identifie trois facteurs externes dépendant du contexte institutionnel qui influencent directement l'opportunité de la mise en place d'actions de sélection et de contrôle avancées, coûteuses dans le processus d'attribution de crédit et a fortiori de contrats implicites de long terme : la taille des clients, l'importance de la pression concurrentielle sur le marché du financement bancaire et la nature du droit, qu'il s'agisse de la législation associée au défaut de paiement des emprunteurs ou de la réglementation prudentielle propre aux banques.

Concernant le premier facteur, le raisonnement est le suivant. Les coûts engagés par la banque dans ses actions de collecte et de traitement d'informations ne peuvent être amortis que si le volume d'affaires assuré par la relation avec le client est suffisant. Ceci sera d'autant plus facile que ce dernier est de taille importante. Deux effets jouent alors à ce niveau. D'une part, les entreprises les plus grandes présentent des projets de plus grande envergure, plus facilement observables et ce à moindre frais. L'asymétrie d'information est ainsi d'autant plus faible, ce qui réduit les coûts d'investigation mais aussi l'intérêt d'un financement intermédié (Diamond, 1984). D'autre part, une quantité de fond mobilisée plus importante permet de réunir un volume d'intérêts et de frais également plus important rendant plus facile à atteindre les seuils de rentabilité. De fait, le financement relationnel bancaire ne trouvera à se mettre en place que sur un segment d'entreprises ni trop petites, ni trop grandes. Si elles sont trop petites, la rentabilité sera insuffisante pour la banque qui rationnera son intervention, poussant ce type de client à se tourner vers d'autres types de financement : transactionnel bancaire comme le prêt sur base de *scoring*, de garanties fortes voire le crédit-bail ou relationnel dépendant d'un autre type de

partenaire, principalement les fournisseurs (Berger et Udell, 2006). Si elles sont trop grandes, les entreprises bénéficient d'un niveau de transparence suffisant pour ne pas dépendre du financement bancaire, et opteront soit pour un financement de marché soit pour un financement mixte (Besanko et Kanatas, 1993). Si l'on considère pour simplifier une croissance linéaire des entreprises, les plus jeunes, trop petites, n'accéderont pas au financement relationnel bancaire faute d'une rentabilité suffisante pour le partenaire. Les plus anciennes l'éviteront de manière à ne pas subir le pouvoir de monopole informationnel que leur imposerait leur banque. Seules les entreprises de taille intermédiaire recourront effectivement à cette formule.

Pour ce qui est de l'effet du niveau de concurrence régnant sur le marché du crédit bancaire sur la mise en place de financements relationnels deux analyses s'affrontent. La première, classique, postule que la concentration du marché aboutit à y faire augmenter les prix et donc relève de même, en contexte d'asymétrie d'information, mécaniquement le niveau de rationnement du crédit. Un plus petit nombre d'offres conduit à la négociation de taux plus défavorables pour les emprunteurs qui devront, pour faire face aux échéances, s'engager sur des projets plus risqués, ce qui conduit les banques à rendre leur financement moins disponible pour circonvenir à la substitution d'actifs (Stiglitz et Weiss, 1981). La relation est ainsi d'autant plus rare. La seconde, plus récente, part du principe que, pour pouvoir mettre en place un financement relationnel, il est nécessaire d'assurer à la banque un niveau de rémunération suffisant pour amortir son investissement en collecte d'informations. Une concurrence trop forte réduisant sa marge décourage son implication dans la réduction des asymétries d'information ce qui augmente les situations de rationnement du crédit (Dell'Ariccia et Marquez, 2005). Les travaux empiriques peinent à mettre en évidence la supériorité d'une approche vis-à-vis de l'autre. Ainsi, Jayaratne et Wolken (1999), Boot et Thakor (2000), Ongena et Smith (2001), Scott et Dunkelberg (2003) et Elsas (2005) apportent des éléments tendant à appuyer l'existence d'un lien positif entre concurrence et accès au crédit conformément à l'analyse classique tandis que Petersen et Rajan (1995), Zarutokie (2003), Berger, Rosen et Udell (2007) présentent des résultats signes d'une relation inverse. Cette divergence dans les conclusions paraît liée à la faible consistance et au peu de robustesse des indicateurs de concentration classique pour rendre compte des

phénomènes de concurrence dans le domaine bancaire (Berger, 1995 ; Rhoades, 1995 ; Jackson, 1997 ; Hannan, 1997 ; Dick, 2005). Cabro-Valverde, Rodriguez-Fernandez et Udell (2006) proposent d'utiliser un autre type d'indicateurs pour mesurer le pouvoir de marché basés sur cette fois sur les prix et les coûts marginaux : l'indice de Lerner<sup>20</sup>. Celui-ci a notamment la propriété d'être fréquemment non corrélé avec les indices de concentration et peut donc être utilisé en complément (Shaffer, 1993 ; Ribon et Yosha, 1999 ; Maudos et Fernandez de Guevara, 2004). Sur des données espagnoles, Cabro-Valverde, Rodriguez-Fernandez et Udell relèvent alors un lien négatif entre le pouvoir de marché mesuré par l'indice de Lerner et la disponibilité du crédit, et un lien positif entre les indices de concentration et la disponibilité du crédit. Ils concluent néanmoins en faveur de la seconde analyse compte tenu des problèmes soulevés précédemment par les mesures classiques de concentration.

La nature du droit conditionne également la mise en place de financements relationnels au sein d'une économie. Les travaux précurseurs de La Porta, Lopez, Shleifer et Vishny (1998, 1999 et 2000) mettent ainsi en évidence un lien entre l'origine du système juridique (anglo-saxon, français, allemand ou scandinave), dont dépendent à la fois les règles qui le composent et leur mode d'application, et le développement des marchés financiers. Les pays proposant une plus faible protection institutionnelle des investisseurs ont des systèmes financiers dans lesquels les banques jouent un rôle plus important. Rajan et Zingales (1998) attribuent cette différence à la capacité des banques à contenir les comportements opportunistes des débiteurs en l'absence de protection juridique de qualité. La relation avec le client et la souplesse qu'elle permet dans pour la gestion des asymétries d'information se pose en solution aux imperfections du droit que Pistor et Xu (2002) définissent comme l'absence d'application pertinente de la loi ou la présence d'applications

---

<sup>20</sup> L'indice de Lerner mesure le pouvoir de marché détenu par une entreprise. Il part du principe que celui-ci apparaît lorsque l'un des offreurs est en mesure d'imposer un prix supérieur à son coût marginal de production dans son secteur. Aussi, l'indice est calculé comme le rapport existant entre l'écart entre le prix fixé par l'offreur et son coût marginal de production. Soit  $L_j$  l'indice de Lerner ;  $P_j$  le Prix fixé par une entreprise dominante ;  $C_{mj}$  son coût marginal de production du produit en cause. On a :  $L_j = (P_j - C_{mj}) / P_j$

ambigües de celle-ci. Il résulte, de cette situation, en effet, qu'aucun acteur économique ne peut par anticipation savoir avec certitude si une action particulière tombera ou non sous le coup de sanctions juridiques. Ceci conduit les parties en affaire à adopter une approche plus intégrée de leurs relations, préférant les accords implicites de long terme aux contrats formels, faute de se voir garantir de manière crédible la bonne application de ceux-ci par les autorités. Ainsi, Erungor (2004) relève que, dans les systèmes issus de la « *common law* », compte tenu d'une application plus pragmatique du droit, les marchés financiers articulés sur une vision plus transactionnelle des rapports entreprises-investisseurs se sont plus développés que dans les pays à tradition de droit civil, dans lesquels les financements relationnels bancaires jouent un rôle plus important. Manove, Padilla et Pagano (2001), de leur côté, montrent que la mise en place d'un système de garantie trop efficace au sein d'une économie décourage les prêteurs à investir dans la production d'informations sur leur débiteur et donc contraint fortement l'établissement des financements relationnels. Ceci a pour conséquence d'augmenter les situations de rationnement du crédit en contexte d'asymétrie d'information.

## **B/ Les restructurations bancaires et les règles prudentielles**

### **1/ les restructurations bancaires**

Depuis la fin des années 80, l'industrie bancaire connaît un mouvement de concentration des plus importants tant aux Etats-Unis et au Japon qu'en Europe. Celui-ci continue d'ailleurs d'accélérer, avec des opérations de plus en plus importantes dont le but affiché est de créer des géants mondiaux du secteur en la personne de « champions nationaux »<sup>21</sup>. Par nature, ces fusions et acquisitions conduisent à réduire le nombre de banques sur les marchés locaux tout en augmentant la taille de celles qui subsistent. Ainsi, par exemple, Peek et Rosengren (1998) notent qu'aux USA, entre 1985 et 1995, le nombre de banques commerciales a diminué de 30%. Ceci pose une question majeure quand à l'approvisionnement en fonds des PME. En effet, comme nous l'avons vu précédemment, ce dernier dépend

---

<sup>21</sup> Voir Berger, Demsetz et Strahan (1999) pour une revue des causes et principales conséquences du mouvement de consolidation au Etats-Unis.

fortement de la mise en place possible de financements relationnels bancaires propres à surmonter leurs problèmes d'opacité. Or cette mise en place, basée sur l'accumulation d'informations qualitatives, apparaît d'une part plus facile pour des banques à la structure organisationnelle décentralisée, par définition plus petites, et d'autre part difficilement transmise aux nouveaux superviseurs de l'établissement issu de la fusion. La réduction du nombre d'intermédiaires aptes à traiter l'information spécifique aux PME, de même que les déperditions de cette dernière du fait de la restructuration mise en œuvre de manière à réaliser les économies d'échelle et d'autres gains de synergie, pourrait avoir pour effet d'augmenter le nombre des situations de rationnement du crédit pour les entreprises opaques.

Une série d'études s'est penchée sur la question. Elles touchent, à notre connaissance, principalement les marchés bancaires des Etats-Unis et de l'Italie et parviennent à des conclusions équivalentes.

Berger, Saunders, Scalise et Udell (1998), sur un échantillon de six mille fusions réalisées entre la fin des années 70 et le début des années 90 entre banques américaines, relèvent ainsi que l'augmentation de la taille des banques en résultant conduit bien sur le moment à une réduction de la quantité de crédit accordé aux PME. Cependant, ils notent que cet effet est rapidement annulé par les réactions des banques concurrentes, et parfois même par les efforts réalisés par la nouvelle structure qui vient se substituer à la structure disparue. Dans le même ordre d'idée, Peek et Rosengren (1998), dans une étude partant sur la période 1993-1996, mettent en évidence la tendance des acquéreurs à reformater le portefeuille de leur cible à l'image du leur. Ainsi ils alignent la part d'actifs consacrés au financement de PME de la nouvelle structure sur leur propre politique. Il peut donc résulter de l'opération tant une augmentation qu'une diminution de ce financement. Plus de la moitié des fusions impliquant exclusivement des banques de petite taille, ils notent une augmentation des crédits aux PME sur les périodes suivant la fusion. Strahan et Weston (1998) arrivent à des conclusions équivalentes. Ils relèvent que la quantité de prêts aux petites structures par dollar d'actif des banques est non-linéairement liée à la taille de ces dernières, croissante jusqu'à un certain seuil et décroissante ensuite. Ainsi, la majorité des opérations ne conduisant pas les nouvelles structures à

atteindre la taille critique, le bilan des restructurations apparaît positif en termes de crédit octroyé aux PME.

Si dans leur globalité, ces travaux s'accordent sur l'absence d'effets restrictifs des opérations de fusion sur le marché américain, ils ne testent aucunement l'effet direct sur la mise en placement de financement relationnel. En effet, la perte de relation durant la période de restructuration peut être compensée par des engagements transactionnels. Pour tester cette assertion, un nouveau type de données doit être mobilisé : des informations contractuelles individuelles. Erel (2006) s'intéresse à l'effet des fusions bancaires sur le coût du crédit. Il teste deux effets opposés. D'une part, les primes de taux peuvent se trouver augmentées du fait de la réduction de la concurrence. D'autre part, les primes de taux peuvent se trouver réduite du fait de gains de productivité réalisés. Les deux tendances se retrouvent dans un contexte post-fusion. Par ailleurs, l'auteur fait apparaître que les intérêts payés par les entreprises entrées en relation moins de cinq ans avant la fusion sont significativement moins importants après l'opération. Ce résultat est compatible avec l'hypothèse d'une destruction de la relation lors de l'opération suivie d'une reconstruction sur la période qui suit. La nouvelle structure propose un taux faible de manière à attirer le consommateur, puis à accumuler de l'information privée sur lui et exploiter à terme un monopole informationnel (Sharpe, 1990).

Sur le marché italien des résultats comparables ont été mis en évidence. Focarelli, Panetta et Salleo (2002) et Sapienza (2002) relèvent ainsi que les relations sont plus probablement interrompues quand la banque partenaire de l'entreprise est cible d'une OPA. Bonaccorsi-di-Patti et Goddi (2007) complètent l'analyse en constatant que l'effet négatif de la structuration est compensé par l'action à moyen terme des banques concurrentes. Degryse, Masschelein et Mitchell (2005), dans une étude portant sur le marché belge, relèvent de même que les clients de l'acquéreur sont moins susceptibles de voir leur relation bancaire prendre fin et souffre par conséquent de difficultés de financement plus fréquentes. Néanmoins, ils notent que lorsque l'entreprise travaillait avec les deux établissements avant leur fusion, les liens se maintiennent avec la nouvelle entité. Dans ce cas, l'entreprise ne connaissait pas de difficultés d'approvisionnement en crédit.

Tous ces éléments vont dans le sens d'une remise en cause des financements relationnels conférés par les cibles à l'occasion de restructuration du marché bancaire, même s'il apparaît que de nouveaux financements relationnels peuvent être alors mis en place tant avec les banques concurrentes qu'avec l'ancien partenaire transformé. Une série d'études d'événements réalisée sur les Etats-Unis (Carow, Kane et Naranan, 2006), et la Norvège (Karceski, Ongena et Smith, 2005) renforce la crédibilité de ce scénario. En effet, elles constatent la présence de rendements anormaux négatifs significatifs lors de l'annonce d'une fusion bancaire sur les titres des clients de la cible. Il apparaît que le marché anticipe les difficultés à venir provoquées par la perte de relation causée par l'opération. Il répercute alors sur le prix de l'action du client la valeur de l'investissement en informations que la nouvelle entité bancaire devra réaliser pour parvenir à une transparence équivalente à la situation antérieure.

Ogura et Uchida (2007) vont plus loin et proposent un test direct de la modification de l'utilisation de la *soft information*, information qualitative, à l'occasion d'une fusion bancaire. Leur étude est réalisée à partir de la même base de données qu'Uchida, Berger et Yamori (2006), constituée à partir d'une enquête conduite sur la région japonaise de Kansai. Ils mettent alors en évidence que les fusions bancaires ont clairement un impact négatif sur l'acquisition d'informations non standards par les banques de petite taille, tandis qu'elles n'ont aucun impact sur les grandes. Les restructurations opérées après la fusion conduisent généralement à une augmentation de la complexité organisationnelle, réduisant l'accumulation de *soft information*. Les réductions de coûts de traitement obtenues au travers d'économies d'échelle, de leur côté, n'affectent en rien cette accumulation.

## **2/ Fragilité bancaire et évolution des règles prudentielles**

Les études d'événements pratiquées afin de mesurer l'effet de l'annonce de difficultés de banques sur le cours des titres de leurs clients, décrites dans la section 2, relèvent dans l'ensemble la présence de rendements anormaux significatifs lors de l'information du marché. Ces résultats sont attribués à l'anticipation faite par les investisseurs de la destruction de valeur subie par l'entreprise du fait de la perte du

bénéfice des financements relationnels bancaires en cours. Aussi, dans un contexte d'incertitude sur la solvabilité des établissements de crédit, des stratégies de gestion de ce risque vont-elles être développées. Compte tenu des coûts sociaux que représentent potentiellement les faillites bancaires, elles sont de deux ordres : individuelles, c'est-à-dire initiées au niveau de l'entreprise, et globales, encadrées par les pouvoirs publics. Les premières consistent à diversifier les sources de crédits. Les secondes, quand à elles, reposent sur l'édification de règles prudentielles dont l'objet est de brider les banques dans leur prise de risque. Néanmoins, les unes comme les autres affectent la mise en place de financements relationnels.

Detragiache, Garrella et Guiso (2000) développent ainsi un modèle proposant une rationalité du nombre optimal de relations bancaires. Ils considèrent une entreprise ayant un projet de bonne qualité à financer sur deux périodes. Les financeurs potentiels ne peuvent néanmoins pas en observer, en dehors de liens de long terme, les chances de réussite. La solution classique pour lever le problème d'asymétrie d'information est alors l'entrée dans un financement relationnel avec une banque particulière. Les auteurs introduisent alors le risque de voir celle-ci subir en début de seconde période un choc de liquidité l'empêchant de financer la poursuite du projet rentable. L'entreprise est alors contrainte de liquider prématurément le projet, perdant ainsi une bonne partie de sa valeur. En effet, les autres banques, celles qui n'ont pas financé le projet en première période, se refusent à prendre la place de la banque relationnelle. Elles interprètent le refus de financer de la banque en place comme un signe de mauvaise qualité du projet. La solution proposée est alors de travailler, dès la première période, avec plusieurs banques de manière à pouvoir reporter le financement de la seconde période sur l'une d'entre elles au cas où certaines subiraient des chocs de liquidité. Cependant, ceci conduit nécessairement l'entreprise à multiplier les coûts dans la gestion de ses relations avec ses financeurs. Aussi, le nombre de banques optimales dépend de l'équilibre trouvé entre ces deux dimensions : l'assurance contre l'illiquidité des banques relationnelles et la multiplication de coûts d'information de celles-ci.



Dans la même contribution, Detragiache, Garrella et Guiso (2000) proposent un test empirique des principales conclusions de leur analyse théorique. Sur un échantillon d'entreprises italiennes<sup>22</sup>, ils estiment un modèle à deux étages analysant séquentiellement le choix de l'entreprise de travailler avec une ou plusieurs banques puis le nombre de celles-ci. Un effort particulier est réalisé à ce stade pour tenir compte de l'endogénéité des décisions. Ils relèvent alors deux éléments tendant à conforter l'hypothèse d'une multiplication des relations bancaires associée au risque d'illiquidité du financeur lors d'un renouvellement de crédit. D'une part, la taille moyenne des banques avec lesquelles l'entreprise travaille a un impact négatif et significatif à la fois sur la probabilité de relations multiples et sur le nombre de celles-ci. Les banques les plus petites étant considérées comme les plus fragiles, ce résultat conforte bien l'hypothèse testée. D'autre part, les variables de liquidité moyenne et de part moyenne de prêts non performants dans les bilans des banques avec lesquelles l'entreprise travaille présentent toutes deux des signes positifs et significatifs pour les deux étages du modèle, confirmant ainsi le lien entre nombre de banques et fragilité bancaire.

La plupart des études réalisées sur la multibancarité ont, jusqu'à maintenant, principalement considéré les problèmes de faible contrainte budgétaire (*soft budgeting*) et d'extraction de rente informationnelle de la part de la banque informée (*hold-up*), laissant de côté la dimension offre du problème. Ongena, Tümer-Alkan et Westernhagen (2007) proposent un test de l'hypothèse de fragilité bancaire. Sur un échantillon d'entreprises allemandes, ils reprennent le cadre du modèle à deux étages proposé précédemment. Cependant, en lieu et place du nombre de banques, ils utilisent une variable représentative de la concentration du financement bancaire<sup>23</sup> de l'entreprise. Ce faisant, les auteurs lèvent l'hypothèse d'un financement strictement partagé au sein du pool et en considère explicitement les variations. Ils font alors le même constat que Detragiache, Garrella et Guiso (2000) concernant le lien entre provisions pour risque et probabilité de travailler avec

---

<sup>22</sup> Le choix d'un échantillon italien est ici intéressant dans la mesure où le marché bancaire de ce pays comprend de nombreuses banques de petite taille, donc plus fragiles et susceptibles de connaître individuellement des problèmes périodiques de liquidité.

<sup>23</sup> Leur variable SII (Share of inequality index) est construite sur le modèle de l'indice de Herfindhal Hirschmann de concentration de marché.

plusieurs banques, confortant ainsi leurs résultats. Cependant, ils n'obtiennent pas de relation significative entre cette variable et la dimension concentration du financement.

En parallèle à ces stratégies individuelles, les pouvoirs publics se sont saisis du problème. Ainsi, afin de limiter l'occurrence d'épisodes d'illiquidité des banques, le comité de Bâle<sup>24</sup> s'est réuni en 1988 afin de mettre en place une réglementation permettant de limiter la prise de risque des banques et ainsi d'assurer la solvabilité du système en cas de difficulté. Il publie alors un accord reposant sur la mise en place d'une exigence minimale de fonds propres relative au montant de crédits accordés : le ratio international de solvabilité ou ratio *Cook*. Transposé en Europe par le biais d'une directive, le système est alors basé sur des pondérations forfaitaires par type de produit et ne reflète en aucun cas les risques réels des portefeuilles de crédit : maturités des engagements, solidités financières des bénéficiaires et effets de diversification. Sa mise en place, en parallèle avec le renforcement de la solidité financière des institutions, a eu deux conséquences involontaires. Tout d'abord, il apparaît aux vues de certains travaux empiriques (Wagster, 1999 ; Berger et Udell, 1995), que son entrée en application a provoqué entre 1989 et 1992 un rétrécissement temporaire de l'offre de crédit, un « *credit crunch* », renforçant les cas de rationnement. Le mécanisme apparaît alors être le suivant : comme le souligne Fama (1985), les réserves de fonds propres imposées par la réglementation constitue un manque à gagner pour les banques qui est répercuté sur leurs clients. Le renchérissement des taux des crédits ainsi généré augmente l'exigence de performance que doivent rencontrer les entreprises pour faire face à leurs échéances. Par conséquent, elles augmentent le risque moyen de leurs projets, ce qui, dans un contexte d'asymétrie d'information, a pour conséquence d'augmenter le niveau de rationnement du crédit dans l'économie (Stiglitz et Weis, 1981). D'autres travaux plus récents marquent l'apparition d'une seconde difficulté plus durable. Jones (2000) et Dietsch (2003) soulignent ainsi les dangers que constituent la mise en place par les banques de stratégies d'arbitrages réglementaires leur permettant de réaliser des économies de fonds propres. Les opérations de titrisation et autres innovations financières fournissent aux

---

<sup>24</sup> Une émanation des banques centrales des pays du G 10.

établissements soumis aux réserves obligatoires les moyens de sortir de leur bilan un certain nombre d'engagements et ainsi éviter une immobilisation de ressources. Ceci tend à limiter l'efficacité du dispositif.

Pour pallier cette difficulté, mais surtout pour permettre de réduire le coût du dispositif en le rendant plus efficace, le comité de Bâle a décidé de faire évoluer le système. L'idée est de mieux prendre en compte les particularités des risques bancaires en intégrant les outils modernes de mesure et de gestion au dispositif. En juin 2004, il produit de nouvelles recommandations : Bâle II. Elles reposent sur trois piliers. Le premier prévoit une pondération des réserves prenant en compte les risques spécifiques des différents éléments des portefeuilles bancaires mobilisant pour ce faire les principaux instruments de notation développés. En proposant une valorisation plus juste des engagements, ce pilier devrait limiter les phénomènes d'arbitrage réglementaire. Le second pilier comprend pour sa part une surveillance prudentielle et un contrôle interne renforcé. Le troisième pilier s'attache à une amélioration de la transparence des établissements de crédit par l'amélioration de la qualité de l'information fournie aux marchés. La directive européenne CRD (*Capital Requirement Directive*) de 2006 prévoit l'entrée en vigueur progressive de cette nouvelle réglementation à compter de janvier 2008.

Cependant, là encore, des difficultés apparaissent quant aux effets potentiels de la nouvelle réglementation. Au-delà des interrogations sur l'aspect potentiellement pro-cyclique du dispositif, mis en évidence notamment par Dietsch et Garabiol (2004) sur le marché français, Berger et Udell (2002) mettent en avant le fait que la standardisation de l'information imposée pour le calcul du ratio de fonds propres nuit à l'accumulation d'information qualitative (*soft information*) sur les emprunteurs et donc devrait réduire la quantité de financement relationnel bancaire offert. Les études pratiquées sur le « *credit crunch* » du début des années 90 le laissent penser. Berger et Udell (1995) relèvent ainsi par exemple, aux Etats-Unis, sur la période 1989-1992, une chute de 38% des crédits au PME contre une chute de 23% pour l'ensemble de l'économie. Bâle II devrait selon les prévisions réalisées par la banque des règlements internationaux réduire les exigences de fonds propres de près de 15%, permettant ainsi aux banques de prêter plus largement. Cependant, il est à craindre que cette amélioration ne profite principalement aux grandes

entreprises, ou tout du moins à celles à même de fournir une information quantitative suffisante pour satisfaire aux exigences de transparence du dispositif. Néanmoins, le développement de financements standardisés, qualifiés de transactionnels, adaptés aux risques des entreprises plus opaques, tels que le crédit-bail pourrait limiter partiellement cet effet.

## **Conclusion**

Les banques accomplissent, au même titre que les marchés financiers, une action d'intermédiation entre agents à capacité de financement et agents à besoin de financement. Elles se différencient, cependant, de ceux-ci par une habileté particulière à traiter de manière efficace les problèmes liés à la présence d'asymétries d'information entre entrepreneurs et investisseurs (Allen, 1990). Les investisseurs délèguent à la fois le choix et le contrôle de leurs engagements aux banques de manière à bénéficier des économies d'échelle et des savoir-faire spécifiques de ces organisations dans ces domaines (Diamond, 1984). Les banques utilisent alors deux types de stratégies pour gérer le risque de crédit associé aux prêts qu'elles accordent : une stratégie transactionnelle ou une stratégie relationnelle (Boot, 2000). La première consiste à investir un minimum dans la production d'informations et à diversifier au maximum leur portefeuille. La seconde procède dans le sens inverse. Elle consiste pour la banque à fournir des services financiers à ses clients en investissant fortement afin d'obtenir à leur sujet une information privée. Celle-ci lui confère alors un avantage sur ses concurrentes au financement de l'entreprise et lui permet d'amortir les dépenses supplémentaires engagées au travers de multiples opérations étalées dans le temps.

Le financement relationnel bancaire trouve sa valeur particulière dans la garantie de confidentialité des échanges d'informations qu'il offre aux parties qui le concluent. Celle-ci crée les conditions d'incitations nécessaires à la création et à la transmission d'informations en circonvenant les problèmes de double audience des signaux et de passagers clandestins (Bhattachaya et Chiesa, 1995). Les asymétries d'information réduites et la perspective de long terme de l'engagement conclu permettent aux emprunteurs et aux prêteurs de mettre en place des contrats formels,

garanties ou clauses de gestion, plus efficaces car plus souples. Le contrôle exercé par le créancier sur son débiteur en est alors d'autant meilleur puisque information et pouvoir de renégociation sont réunis (Boot, Greenbaum et Thakor, 1993 ; Rajan et Winton, 1998). Les problèmes de coûts d'agence de la dette sont ainsi réduits. Les tiers à la relation peuvent alors observer sur une longue période l'évolution du crédit de l'entreprise et en inférer de l'information. Ils vont alors progressivement attribuer une réputation de bonne gestion à l'entreprise emprunteuse et lui ouvrir la voix d'autres sources de financement moins coûteuses (Diamond, 1991).

La mise en place d'un financement relationnel bancaire est ainsi une clé de l'amélioration des conditions de financement des entreprises souffrant d'asymétries d'information, et donc des PME. Les marchés financiers valorisent ainsi la relation liant l'entreprise à sa banque (James, 1987). Cette valorisation est d'autant plus importante que l'entreprise présente des caractéristiques d'opacité telle que la jeunesse ou la petite taille (Slovin, Sushka et Polonchek, 1993). L'action du financement relationnel se matérialise par une amélioration claire de l'accès aux fonds au travers, d'une diminution du rationnement du crédit, ainsi que d'une réduction de la demande de garanties. Par contre, son effet sur les taux d'intérêt demandés sur les prêts consentis est, lui, ambigu (Degryse et Ongena, 2008).

Les conditions de mise en place d'un tel financement sont multiples.

Tout d'abord, en distordant les conditions de concurrence sur le marché du crédit au travers du report des asymétries d'information en-dehors de la relation, le financement relationnel bancaire peut influencer les choix d'investissements de l'entreprise. D'un côté, la banque va pouvoir extraire de sa position de monopole informationnel une rente grevant les bénéfices tirés par l'entreprise de son activité. Celle-ci sera alors désincitée à réaliser des efforts conséquents pour investir dans des projets rentables nouveaux dans la mesure où elle serait dans l'incapacité d'en bénéficier pleinement (Sharpe, 1990 ; Rajan, 1992 ; Von Thadden, 1995). D'un autre côté, le prolongement de la relation peut conduire à rendre peu crédible le refus de financement de la part de la banque relationnel et donc conduire l'entreprise à investir dans des projets facilement accessibles mais non rentables faute de discipline budgétaire suffisante imposée par sa banque (Dewatripont et Maskin,

1995 ; Bolton et Scharfstein, 1996). Ainsi, l'entreprise comme la banque chercheront à limiter l'exclusivité de la relation en introduisant d'autres banques dans le financement de l'activité considérée, de manière à rétablir les incitations. Cependant, cela se fera au prix d'une certaine perte d'efficacité vis-à-vis du traitement des asymétries d'information.

Ensuite, la distance existant entre le client, la banque et ses concurrentes potentielles va influencer la mise en place d'un financement relationnel bancaire, et cela de deux manières. D'une part, sur un plan strictement interne, le nombre de niveaux hiérarchiques que doit traverser l'information nécessaire à la prise de décision d'octroi de crédit pour être contrôlée et validée va, compte tenu de sa nature spécifique, qualitative, dans le cadre relationnel, décourager le chargé d'affaires directement en lien avec l'entreprise de la collecter (Stein, 2002). D'autre part, la proximité géographique banque/client procure déjà à celle-ci un avantage sur ces concurrentes du fait de la faiblesse des coûts de déplacement subis par le client pour travailler avec elle, comparativement à ceux qui seraient encourus s'il travaillait avec une concurrente. Aussi la banque sera-t-elle d'autant plus désincitée à investir dans la production d'un nouvel avantage associé à la mise en place d'un financement relationnel (Hauswald et Marquez, 2006).

Pour finir, l'environnement institutionnel pourra être plus ou moins favorable au financement relationnel bancaire. Un système juridique moins efficace dans la protection des droits des créanciers apparaît ainsi plus propice à la mise en place de contrats implicites. L'incertitude portant sur l'issue d'un conflit devant une juridiction conduit les parties à utiliser des conventions moins formelles basées à la fois sur un contrôle et une confiance accrues entre les parties (Rajan et Zingales, 1998 ; Erunger, 2004). Le niveau de concurrence sur le marché du crédit apparaît comme incitatif à utiliser l'établissement de financement relationnel comme barrière à l'entrée (Cabro-Valverde, Rodriguez-Fernandez et Udell, 2006). La réglementation prudentielle propre aux banques va également conditionner l'usage du financement relationnel bancaire. En effet, l'existence de risques de faillite de la banque réduit l'incitation de l'entreprise à s'investir dans un lien important avec une banque unique (Detragiache, Garella et Guiso, 2000). La faiblesse ou la force des filets de sécurité réglementaires peut aussi conditionner la structure de l'offre de

financement bancaire. La forme du système n'est pas neutre non plus. Ainsi, la standardisation de l'information financière au sein des banques destinée à permettre au régulateur un contrôle plus efficace peut être source de distorsions dans l'incitation qu'ont ces structures à offrir des relations de long terme basées sur une information qualitative (Berger et Udell, 2002).

# **Chapitre 1**

## **Financement relationnel bancaire et rationnement du crédit**





Nous étudions dans ce chapitre les conséquences de la mise en place d'un financement relationnel bancaire sur le mode de financement des PME. En effet, la théorie financière, comme nous l'avons vu précédemment, s'accorde sur l'existence de difficultés d'accès aux financements particulièrement importantes chez les entreprises les plus petites et les plus jeunes (Ang, 1991 ; 1992). Celles-ci souffrent de la situation d'asymétries d'information dans laquelle se trouvent leurs apporteurs de fonds potentiels qui vont en conséquence limiter leurs interventions de manière à éviter les déconvenues associées à un défaut de paiement. Les créanciers bancaires n'échappent pas à ce phénomène (Stiglitz et Weis, 1981). Aussi, les entreprises les plus opaques doivent-elles régulièrement faire appel à des modes de financement alternatifs pour compenser le désagrégement dû au rationnement des apports en crédit bancaire classique qu'elles subissent (Berger et Udell, 1998). Elles utilisent alors de manière plus importante des substituts coûteux à celui-ci que sont le crédit fournisseur (Petersen et Rajan, 1994), la dette auprès de l'Etat (De Bodt, Lobe et Statnik, 2000) et le crédit-bail (Sharpe et Nguyen, 1995).

L'utilisation par les banques de stratégies différenciées dans la gestion de leur risque client, transactionnelles ou relationnelles (Boot, 2000), est susceptible d'induire chez elles des comportements différents en termes de rationnement du crédit. A la suite de Stein (2002), nous considérons la forme de la banque centralisée ou décentralisée pour approcher l'option de cette dernière pour l'une ou l'autre de ces stratégies et donc la fourniture plus ou moins probablement de financement relationnel bancaire. Les banques centralisées, plus à même de traiter une information standardisée, utilisent plus fréquemment un mode de gestion transactionnel du risque client. Cela leur permet de tirer un profit maximum des économies d'échelle associées à leur organisation hiérarchique. Elles vont donc faiblement investir dans l'information sur leur client et diversifier un maximum leur portefeuille de manière à compenser les pertes en cas d'issue défavorable de certaines opérations financées. Elles devraient donc rationner de manière plus importante les entreprises les plus opaques, celles qui ne peuvent pas fournir suffisamment d'informations standardisées pour documenter une décision de crédit. Les banques décentralisées sont, pour leur part, incapables de tirer profit de l'information standardisée à un niveau comparable faute de pouvoir générer des

économies d'échelle équivalentes. Néanmoins, elles bénéficient d'avantages particulièrement importants dans le traitement de l'information non standardisée du fait du faible nombre de niveaux hiérarchiques que cette dernière doit traverser pour atteindre les niveaux de décision au sein de leurs organisations. Elles utilisent ainsi plus fréquemment un mode de gestion relationnelle du risque client. Elles investissent dans la production d'informations spécifiques sur leurs clients moins nombreux au travers de financements relationnels afin de prévenir les risques de défauts. Elles devraient donc moins fréquemment rationner les entreprises les plus opaques.

Les études empiriques antérieures, à la suite de Petersen et Rajan (1994), mettent en évidence une réduction des difficultés d'accès au crédit bancaire pour les entreprises les plus opaques avec l'instauration d'un financement relationnel bancaire. Ces travaux utilisent des données d'enquêtes et suivent le même modèle. On y régresse un indicateur de rationnement du crédit sur une série de variables représentatives de la relation entretenue par la banque et son client, durée, exclusivité et intensité, ainsi que de multiples facteurs de contrôle prenant en compte le risque apparent et le degré d'opacité des entreprises clientes. Leurs résultats ont été répliqués sur de nombreux pays ce qui confirme l'existence du phénomène indépendamment du contexte institutionnel (voir tableau 2 du chapitre introductif). Nous adoptons le même schéma de recherche sur données comptables à la différence près que nous utilisons la forme de la banque comme unique indicateur de l'établissement d'un financement relationnel bancaire. En cela, nous nous rapprochons de Berger, Miller, Petersen, Rajan et Stein (2005) qui dans une étude portant sur le choix de banque réalisée par les PME aux Etats-Unis relèvent que les entreprises ayant choisi une banque principale décentralisée, plus à même de fournir un financement relationnel selon Stein (2002), paient moins fréquemment leur crédit fournisseur en retard et donc apparaissent moins fréquemment rationnées que leurs homologues ayant réalisé le choix opposé.

A partir d'un échantillon de 5 401 relations banque principale/PME identifiées grâce au champs banque principale de la base de données DIANE<sup>25</sup>, nous

---

<sup>25</sup> DIANE : DIaque pour l'ANalyse Economique, édité par le Bureau van Dijk (92, rue de Richelieu 75002 PARIS)

examinons le recours que les PME sont susceptibles d'avoir à des financements de remplacement du crédit bancaire classique dans le cadre d'une relations avec une banque principale qui de part sa forme centralisée ou décentralisée est à même ou non d'adopter une gestion relationnelle. Nous relevons alors que la mise en place d'un financement relationnelle bancaire, le fait de travailler avec une banque principale décentralisée, permet bien de limiter le recours aux alternatives de financement coûteuses que sont le crédit fournisseur, la dette auprès de l'Etat et le crédit-bail, et donc de réduire les problèmes de rationnement du crédit liés à l'existence d'asymétries d'information. Ces effets apparaissent d'autant plus marqués que l'opacité informationnelle initiale de l'entreprise cliente apparaît importante. Par ailleurs, nous notons également que les entreprises travaillant avec une banque principale centralisée se voient plus fréquemment proposer du crédit-bail pour le financement de leurs investissements à moyen long terme.

Dans la prochaine section, nous présenterons rapidement les théories afférentes au sujet de même que les principaux résultats empiriques disponibles. Nous en tirons un jeu d'hypothèses que nous nous attacherons à tester. La section 3 décrit les données utilisées ainsi que les variables mobilisées. La section 4 traite des différents résultats obtenus. La dernière section résume les principales conclusions.

## **Section 1 : Littérature**

La vision classique du marché sur lequel le mécanisme des prix permet d'ajuster l'offre et la demande<sup>26</sup>, et ainsi de satisfaire l'ensemble des agents, connaît dans le domaine du crédit bancaire d'importantes contradictions. Ainsi, Stiglitz et Weiss (1981) montrent que, dans le cadre d'une asymétrie d'information entre prêteur et emprunteur, une augmentation du taux d'intérêt ne fera pas que réduire la demande de crédit mais influera également sur le risque des projets soumis à financement. Le poids des charges d'intérêts supplémentaires rendent d'une part les remboursements plus difficiles (sélection adverse) et d'autre part incite les

---

<sup>26</sup> Une diminution du prix est associée à la fois à une augmentation de la demande et à une diminution de l'offre, tandis qu'une augmentation l'est avec une diminution de la demande et une augmentation de l'offre. Le tout permet un ajustement constant des quantités échangées de manière à maximiser en concurrence l'utilité des participants au marché.

emprunteurs à entreprendre à l'avenir des activités plus risquées (hasard moral). Ceci conduit les banques à préférer limiter leurs encours de financement plutôt que de procéder à une augmentation de taux. Certains projets rentables se trouvent ainsi privés de financement faute d'ajustement du marché du crédit. Ce phénomène de rationnement du crédit touche tout particulièrement les PME. En effet, celles-ci représentent, à la fois, la fraction du tissu productif la plus opaque, celle pour laquelle les asymétries d'information sont les plus importantes, et la plus tributaire du financement bancaire (Berger et Udell, 1998).

Néanmoins, sur le plan empirique le phénomène reste difficile à appréhender. En effet, comme le soulignent Petersen et Rajan (1994), toutes mesures directes du rationnement du crédit s'avèrent impossibles. Ainsi, l'étude des ratios d'endettement bancaire présente à cet effet d'importantes limites. Le faible recours au crédit bancaire peut à la fois être le fruit d'une limite d'offre expliquée par un faible enthousiasme des banques à prêter, compatible avec l'hypothèse d'un rationnement, et d'une limitation de la demande exprimée par l'absence de besoins formulés. C'est pourquoi, il est généralement admis de recourir à des mesures alternatives indirectes. L'idée est la suivante : si l'accès au crédit bancaire est limité, l'entreprise, si elle en a l'occasion, se tournera vers d'autres solutions de financement plus coûteuses mais plus facilement accessibles. Le degré d'utilisation de ces ressources reflète alors l'intensité des problèmes de rationnement subit par le demandeur de crédit (la contrainte d'offre).

La première variable de ce type retenue dans la littérature fut le recours au crédit fournisseur (Petersen et Rajan, 1994, 1997). Les entreprises rationnées en crédit bancaire ont tendance à retarder le paiement de leurs fournisseurs et ainsi renoncent à bénéficier d'éventuelles ristournes pour paiement en avance, voire acceptent de subir le cas échéant des pénalités. Le coût d'un tel comportement peut se révéler important. Rapporté en base annuelle, le rendement procuré par l'utilisation de la faculté de paiement en avance afin de profiter de la ristourne associée surpasse très largement le coût de tout crédit engagé afin de saisir la

remise<sup>27</sup>. Les entreprises ne pratiquant pas cet arbitrage sont donc nécessairement celles dont l'accès au financement bancaire est le plus limité. Néanmoins, comme le soulignent Danielson et Scott (2000), l'ensemble des entreprises ne bénéficie pas nécessairement de la possibilité d'obtenir ce type de ristourne. Les petites entreprises se voient ainsi moins souvent proposer cette possibilité. Cependant, des théories alternatives présentent le crédit fournisseur comme une solution au rationnement en crédit bancaire. Ainsi, Biais et Gollier (1997) montrent-ils qu'en début de vie, une entreprise opaque peut utiliser dans un premier temps une grande quantité de crédit fournisseur de manière à se signaler vis-à-vis d'éventuels futurs prêteurs externes. Dans un contexte de sélection adverse, le surcoût associé à l'utilisation du crédit fournisseur est engagé par les entreprises de bonne qualité et ne peut être imité par celles de mauvaise qualité dans la mesure où le fournisseur disposant d'une connaissance approfondie du secteur du fait de son activité ne s'engagera qu'en connaissance de cause. Dans le même ordre d'idée, Bukart et Ellingsen (2004) proposent le recours au crédit fournisseur comme solution au rationnement pour les entreprises pour lesquelles les risques de hasard moral sont les plus importants. En effet, le détournement des marchandises livrées étant moins facile que celui des liquidités plus flexible dans leur utilisation, celles-ci trouveront plus facilement à emprunter auprès de leurs fournisseurs que des banques.

De Bodt, Lobez et Statnik (2000), pour leur part, dans une étude portant sur les stratégies mises en place par les banques pour gérer les problèmes de sélection adverse auxquels elles sont confrontées dans le financement des PME, proposent d'utiliser la fraction des dettes fiscales et sociales dans le financement total de l'entreprise comme approximation de l'intensité du rationnement. Le principe de cette variable est le même que celui de l'utilisation du crédit fournisseur. Faute de financement bancaire disponible, les entreprises rationnées retardent le règlement de leurs créances auprès l'Etat de manière à assurer un temps la liquidité de leur cycle d'exploitation quitte à subir les lourdes pénalités associées à un tel comportement. Cette mesure nécessite cependant de nombreuses précautions de manière à pouvoir

---

<sup>27</sup> L'opération, par exemple, pour une remise de 2% obtenue en contrepartie d'un règlement anticipé de vingt jours procure un rendement équivalent sur la période à un placement rapportant en base annuelle  $\left(1 + \frac{2}{100-2}\right)^{365/20} - 1$  soit 44,56%.

clairement distinguer à la fois les situations de rationnement du crédit de celles de forte pression des prélèvements obligatoires (différence de taux de TVA en fonction de l'activité, différence de taux IS en fonction de la taille de l'entreprises...) ou de dispositifs mis en place par les pouvoirs publiques pour aider les entreprises (étalement de charges, crédits s'impôts...).

Le recours au crédit-bail a également été mis en avant comme une alternative au financement bancaire classique dans le cadre d'une limitation d'offre. La garantie procurée par la réserve de propriété sur l'actif financé au bénéfice du crédit-bailleur limite fortement la possibilité de voir se développer chez l'entrepreneur un comportement déviant. Le risque de hasard moral en est réduit. Sharpe et Nguyen (1995) relèvent ainsi que l'utilisation du crédit-bail permet aux entreprises souffrant le plus des coûts liés à l'existence d'asymétries d'information de diminuer leur coût moyen pondéré du capital. Les plus opaques d'entre elles souscrivent ainsi le plus souvent à ce type de financement. En extension de ce résultat, Filareto (2001) et De Bodt, Filareto et Lobeze (2001) proposent un modèle de structure de financement externe des entreprises prenant à la fois en compte la diminution des coûts d'agence de la dette, les coûts associés à la rétrogradation de la dette bancaire, et la perte de flexibilité de l'actif générés par l'usage du crédit-bail. Ils montrent ainsi l'existence de politiques de financement marquées. Les entreprises recourent majoritairement soit au crédit-bail, soit à la dette bancaire classique, les situations intermédiaires étant rares. Celles qui font le plus de crédit-bail voient leur financement bancaire se renchérir en proportion. En effet, les créanciers voient par l'usage de crédit-bail la base de garantie sur laquelle est assise leur engagement se réduire. Ils vont donc demander plus d'intérêts de manière à compenser le surcroît de risque. Ceci va alors conduire l'entreprise à réduire de manière marquée son usage du crédit bancaire.

Nous tirons de ces considérations notre première hypothèse. « *Les entreprises les plus opaques, celles qui en théorie sont les plus fréquemment rationnées en crédit bancaire, utilisent de manière plus importante les financements alternatifs que sont : le crédit fournisseur, le crédit auprès de l'Etat et le crédit-bail (HI) ».*

Les banques ne demeurent cependant pas inactives face aux situations d'asymétries d'information pouvant conduire à un rationnement de leurs engagements et les privant de fait d'opportunités de prêts rentables. Aussi, vont-elles par le biais de structures contractuelles particulières chercher à diminuer l'importance des problèmes informationnels de leur clients. La mise en place de financements relationnels bancaires se présente comme la plus importante de celles-ci. Sharpe (1990) montre ainsi qu'une banque est susceptible d'entrer dans un premier temps dans le financement d'une entreprise opaque, d'investir dans la réduction de son désavantage informationnel, afin de pouvoir, dans un second temps, en en apprenant plus que ses concurrentes sur elle, bénéficier de conditions tarifaires monopolistiques. Cette banque accorde ainsi tout d'abord des crédits à taux faibles, investit dans l'information, puis augmente ses taux relativement aux risques réels de l'entreprise. Celle-ci lui reste alors fidèle pour deux raisons. D'une part, si elle s'adresse à une nouvelle banque, elle doit à nouveau faire face aux problèmes d'asymétries d'information et au rationnement associé. Et d'autre part, les banques concurrentes ne font pas d'offres alternatives, car dans le cas où elles l'emporteraient, elles seraient face à un phénomène de malédiction du vainqueur. En effet, la banque en relation laissera uniquement partir ses clients de mauvaise qualité et renchérra jusqu'à sa limite de rentabilité pour les autres (Von Thadden, 1995, 2004). Cette configuration contractuelle particulière favorise ainsi les échanges d'informations entre prêteur et emprunteur en en garantissant la confidentialité vis-à-vis de la concurrence (Bhattacharya et Chiesa, 1995). Ceci génère des économies de coûts de vérification des résultats sur les prêts accordés (Eber, 1999) et permet de faciliter d'éventuelles renégociations rendant l'utilisation de certains instruments plus efficace: clauses de gestion, garanties personnelles (Rajan et Winton, 1995).

De nombreuses études empiriques confirment l'action positive de la mise en place d'un financement relationnel bancaire sur les problèmes de rationnement du crédit dont souffre les PME et ce pour de nombreux pays. Elles relèvent, ainsi, que les entreprises opaques travaillant avec un nombre plus réduit de banques et travaillant depuis plus longtemps avec une banque particulière obtiennent plus facilement du crédit que leurs homologues (Petersen et Rajan, 1994 ; Cole, 1998, pour les Etats-Unis ; Angelini, Di Salvo et Ferri, 1998 ; pour l'Italie ; Harhoff et Korting, 1998 ; Elsas et Krahn, 1998 ; Lehman et Neuberger, 2001 ; pour



l'Allemagne ; De Bodt, Lobe et Statnik, 2005 ; pour la Belgique ; Ziane, 2003 ; pour la France).

Stein (2002) montre que si l'ensemble des banques est susceptible d'offrir un financement relationnel certaines détiennent en raison de leur organisation un avantage comparatif dans le domaine. Les entreprises tributaires de ce type de financement ne disposent par nature que d'informations difficilement transmissibles et vérifiables (*soft*) à communiquer à d'éventuels prêteurs relationnels. Celles-ci sont donc difficiles à faire circuler de manière efficace au sein des différents niveaux hiérarchiques des banques s'engageant dans leur financement. Aussi, les plus décentralisées d'entre elles seront-elles nécessairement plus à même d'utiliser ces informations et donc d'accorder un crédit dans ces conditions. Au sein de banques centralisées, les chargés d'affaires sont clairement découragés à entreprendre les démarches de mise en place de financements relationnels dans la mesure où ils éprouveront les plus grandes difficultés à justifier leurs décisions de crédit vis-à-vis de leur direction et ainsi n'en tireront que rarement bénéfice.

Ceci nous permet de formuler une nouvelle série d'hypothèses. Dans l'ensemble, elles reposent sur la même base. Le fait de travailler avec une banque principale à la structure organisationnelle décentralisée, et donc a fortiori la mise en place plus probable d'un financement relationnel bancaire, doit réduire les problèmes de rationnement du crédit subis par les entreprises les plus opaques. Ainsi, « *les entreprises travaillant avec une banque principale décentralisée utilisent moins de crédit fournisseur (H2), moins de dettes fiscales et sociales (H3) et moins de crédit-bail (H4)* ».

Les éléments empiriques tendant à appuyer les résultats de Stein (2002) et donc nos hypothèses se multiplient. Ainsi, Nakamura (1994), Berger et Udell (1996), Strahan et Weston (1996) relèvent que les banques de petite taille, comptant donc le moins de niveaux hiérarchiques, investissent une plus grande partie de leurs actifs dans le crédit aux PME que leur homologues de plus grande taille. Berger, Klapper et Udell (2001) réalisent un constat équivalent concernant les banques étrangères, au sein desquels les niveaux de décisions sont plus éloignés de la base. Ces dernières prêtent moins fréquemment aux petites structures que leurs

homologues locales. Berger, Miller, Petersen, Rajan et Stein (2005) de leur côté relèvent que les entreprises opaques ayant pour banque principale une banque centralisée paient plus tard leur crédit fournisseur. Elles se trouvent donc plus souvent rationnées que les autres.

Si les grandes banques apparaissent se détourner en théorie du financement relationnel lui préférant une forme d'intervention plus temporaire, transactionnelle, de nouvelles études montrent qu'elles n'abandonnent pas pour autant le financement des entreprises opaques. Berger, Rosen et Udell (2007) et Cole, Goldberg et White (2004) relèvent ainsi qu'elles proposent à ces clientes particulières des formules spécifiques alternatives limitant les problèmes associés aux asymétries d'information : emploi de *scoring*, crédit-bail, crédits hypothécaires...

Nous formulons à partir de ces considérations nouvelles notre dernière hypothèse. Prenant à contre-pied les précédentes, nous nous intéressons au comportement des entreprises travaillant avec des banques centralisées et à leur utilisation des contrats standardisés, transactionnels, qui leur sont offerts. Faute de données détaillées sur le recours à l'ensemble de ces mécanismes, nous nous limitons à l'étude du seul crédit-bail. Notre cinquième hypothèse est alors formulée de la manière suivante : « *les entreprises travaillant avec une banque principale à la structure centralisée recourent de manière plus importante au crédit-bail (H5)* ».

## **Section 2 : Données et Tests**

### **I/ L'échantillon**

Nous avons tiré aléatoirement au sein de la base DIANE un échantillon d'entreprises pour lesquelles il a été possible de déterminer la banque principale à partir des données enregistrées pour l'année 2004. Dans le but d'assurer la comparabilité de nos résultats avec les études précédentes notamment réalisées aux Etats-Unis grâce à l'enquête NSSBF, les entités de plus de 500 ainsi que celles de moins de 10 salariés ont été exclues de nos traitements. Classiquement, les filiales de groupes ont de même été écartées afin d'isoler les comportements financiers individuels des dynamiques éventuellement induites par la présence et l'intervention

possible d'une maison mère. Ont également été également rejetées les entreprises travaillant dans les secteurs d'activité agricoles, financiers et immobiliers du fait de leurs particularités bilancielle (Petersen et Rajan, 1994). Au total, nous obtenons 5 401 relations banques entreprises identifiées sur la base des comptes de l'année 2004. Notre échantillon comprend ainsi une très grande diversité de tailles d'entreprises ce qui nous permet d'appréhender différents degrés d'opacité. Le tableau 1 reprend les caractéristiques de ces dernières tant en termes de taille que d'âge pour l'ensemble des secteurs d'activité retenus.

**Tableau 1 : Distribution des entreprises de l'échantillon par secteur**

<i>Secteur</i>	<i>Nbre d'ent et %</i>	<i>Total du Bilan (en Euros)</i>				<i>Age (en années)</i>	
		<i>Min</i>	<i>Moy</i>	<i>Méd</i>	<i>Max</i>	<i>Moy</i>	<i>Méd</i>
Industrie	1506 28%	109 153	5 154 169	1 527 531	322 101 317	25,20	19,56
Commerce	1493 28%	43 979	8 015 141	1 651 681	513 332 000	22,43	17,99
Construction	1181 22%	73 473	2 195 681	890 563	218 527 568	20,00	16,50
Service	881 16%	29 176	8 711 773	1 525 576	687 030 000	17,94	14,95
Transport	340 6%	48 527	9 948 247	1 068 006	2 605 432 000	20,60	17,90

Les entreprises, les plus petites en moyenne, sont issues du secteur de la construction qui constitue 22% de notre échantillon. Les plus jeunes travaillent dans les services. Les plus grandes en moyenne sont dans les transports, 6% de l'échantillon. Néanmoins, on constate une importante asymétrie dans la distribution des tailles. Ainsi, le total du bilan médian le plus important se trouve dans le secteur du commerce, qui constitue 28% de l'échantillon, tandis que le moins important se trouve dans celui de la construction. Par ailleurs, l'entreprise la plus grande se trouve de manière surprenante dans les transports et la plus petite de manière bien moins atypique dans la construction. Ceci montre la grande hétérogénéité de notre échantillon qui nécessitera lors des traitements économétriques qui suivront la prise en compte de la présence de valeurs extrêmes.

## II/ Modélisation empirique

### A/ Les variables expliquées

Nos tests reposent fondamentalement sur trois catégories de variables explicatives : les substituts au financement bancaire qui doivent être plus fortement utilisés en cas de rationnement du crédit, que sont le crédit fournisseur, les dettes auprès de l'Etat et le crédit-bail.

#### 1/ Crédit Fournisseur

Pour mesurer le recours au crédit fournisseur, nous mobilisons deux éléments complémentaires : la part des fournisseurs dans le financement à court terme de l'entreprise avec la variable CREDF, mais aussi le délai de paiement en nombre de jours de chiffre d'affaires avec la variable DLPF. Ce double test permet à la fois d'assurer la robustesse de nos résultats et d'appréhender sous deux angles complémentaires le phénomène d'arbitrage entre crédit bancaire et crédit commercial. Dans le premier cas, nous obtenons une évaluation brute de l'importance de ce mode de financement pour la liquidité de l'entreprise. Dans le second, nous développons une évaluation nette puisque normée par le niveau d'activité. La spécification des modèles qui en sont tirés reprend les bases suivantes :

$$\text{CREDF} = \alpha + \beta_1 \text{Opacité} + \beta_2 \text{Dette bancaire} + \beta_3 \text{Banque principale décent} + \beta_4 \text{Facteurs de contrôle} + \varepsilon$$

$$\text{DLPF} = \alpha + \beta_1 \text{Opacité} + \beta_2 \text{Dette bancaire} + \beta_3 \text{Banque principale décent} + \beta_4 \text{Facteurs de contrôle} + \varepsilon$$

Ils sont estimés à partir des moindres carrés ordinaires sur la coupe transversale de notre échantillon. Nous nous attendons à voir au travers de nos deux variables le recours au crédit fournisseur croître avec l'opacité de l'entreprise et diminuer en cas d'association avec une banque principale à même de fournir un financement relationnel.

## 2/ Dettes fiscales et sociales

Pour mesurer le recours à la dette auprès de l'Etat, nous utilisons un seul indicateur : la variable DFS, le ratio du poste de bilan dettes fiscales et sociales sur l'endettement à court terme de l'entreprise. Cette dernière est clairement croissante avec l'importance des pouvoirs publics dans la liquidité de l'entreprise. La spécification du modèle qui en est tirés reprend la base suivante :

$$DFS = \alpha + \beta_1 \text{Opacité} + \beta_2 \text{Dette bancaire} + \beta_3 \text{Banque principale décent} + \beta_4 \text{Facteurs de contrôle} + \varepsilon$$

Il est également estimés à partir de moindres carrés ordinaires sur la coupe transversale de notre échantillon. Nous nous attendons de même à voir le recours à ce type de financement croître avec l'opacité de l'entreprise et diminuer en cas d'association avec une banque principale à même de fournir un financement relationnel.

## 3/ Crédit-bail

Pour mesurer le recours au crédit-bail, nous mobilisons à nouveau deux éléments complémentaires. Tout d'abord, nous utilisons une variable binaire, CREDBIN, prenant la valeur 1 si l'entreprise utilise le crédit-bail pour tout ou partie du financement de son investissement à moyen long terme, 0 si non, puis une variable continue tronquée, CREDB, le ratio du total du financement par crédit-bail de l'entreprise sur le total de son endettement à moyen long terme après réintégration du crédit-bail. Cette dernière trouve sa troncature en 0, ce qui correspond aux cas dans lesquelles les entreprises ne recourent pas au crédit-bail. Encore une fois le double test permettra d'assurer la robustesse des conclusions qui en seront tirées. La spécification des modèles qui sont construits à partir de ces deux variables reprend la base suivante :

$$y_i = \text{Prob}(\text{CREDBIN} = 1 | x_i) = \frac{e^{\beta'x_i}}{1 + e^{\beta'x_i}}$$

$$\beta' = \alpha + \beta_1 \text{Opacité} + \beta_2 \text{Dette bancaire} + \beta_3 \text{Banque principale décent} + \beta_4 \text{Facteurs de contrôle} + \varepsilon$$

$$\text{CREDB} = \alpha + \beta_1 \text{Opacité} + \beta_2 \text{Dette bancaire} + \beta_3 \text{Banque principale décent} + \beta_4 \text{Facteurs de contrôle} + \varepsilon$$

Ils sont estimés tous deux sur la base du maximum de vraisemblance toujours sur la coupe transversale de notre échantillon. Nous nous attendons encore une fois à voir le recours au crédit-bail croître avec l'opacité de l'entreprise et diminuer en cas d'association avec une banque principale décentralisée et donc à même de fournir un financement relationnel, mais aussi augmenter si la banque associée est centralisée.

## **B/ Les variables explicatives**

### **1/ Opacité**

Le premier élément de nos modélisations repose sur la mesure de la qualité de l'information sur l'entreprise disponible aux investisseurs extérieurs. Autrement dit, nous cherchons à distinguer au travers d'une série de variables si l'entreprise peut être qualifiée de transparente ou d'opaque. Pour cela, trois facteurs distincts sont mobilisés : la taille, la structure juridique et l'âge. Ce choix fort classique donne une image de l'importance des problèmes d'asymétries d'information grevant l'accès au financement de l'entreprise.

La taille est mesurée au travers de la variable EFF, le logarithme népérien de l'effectif moyen des salariés de l'entreprise sur l'année de prélèvement de l'échantillon. Nous avons préféré cette spécification à l'utilisation directe du total de l'actif dans nos régressions afin de limiter les problèmes de colinéarité notamment avec l'introduction de certaines variables de contrôle. L'idée est la suivante plus une entreprise est grande, plus elle a d'employés, plus ses actions sont d'envergure et donc faciles à observer pour un investisseur extérieur. L'information la concernant est ainsi plus disponible. Par ailleurs, une entreprise de taille importante génère des projets plus grands nécessitant de fait des crédits suffisamment conséquents pour permettre aux prêteurs au travers des frais et autres intérêts facturés d'amortir leurs coûts d'informations.

Nous nous attendons donc à constater un lien négatif entre EFF et les marqueurs de rationnement du crédit, que sont le recours important au crédit

fournisseur ou à la dette fiscale et sociale pour le financement des besoins à court terme et celui au crédit-bail dans le financement des besoins à moyen long terme. Les entreprises les plus grandes, les moins opaques selon ce critère, subissent moins fréquemment que leurs homologues de petite taille les effets néfastes du déficit informationnel que connaissent leurs apporteurs de fond.

La structure juridique de son côté est prise en compte au travers d'une variable binaire SA prenant la valeur 1 lorsque l'entreprise a la forme d'une société anonyme, 0 dans le cas contraire. Ce choix repose sur l'importance des obligations de publicité incombant aux entités ayant opté pour ce type d'organisation et plus particulièrement l'impératif de faire régulièrement certifier leurs états comptables. L'intervention d'un tiers informé engageant sa responsabilité sur la véracité des informations financières transmises au public réduit l'incertitude associée à l'appréhension des projets soumis à financement.

Nous nous attendons comme pour EFF à constater un lien négatif entre SA et les variables représentatives du rationnement du crédit. Les sociétés anonymes sont moins souvent confrontées à la limitation de leur accès au financement que les entreprises ayant adopté une autre forme juridique en raison de leurs obligations d'information plus importantes.

Pour compléter notre prise en compte de l'opacité, l'âge est mesuré par le biais d'AGE, le logarithme népérien du nombre d'années écoulées entre la création de l'entreprise et la date d'échantillonnage. Elle fournit un indicateur de la possibilité pour d'éventuels investisseurs externes de se référer pour l'évaluation des demandes de fonds à l'historique d'affaires de l'entreprise et atteste de la capacité qu'a eu celle-ci à surmonter jusqu'ici les difficultés. Elle apparaît ainsi comme le vecteur de sa réputation en tant qu'emprunteur.

Encore une fois, nous nous attendons à constater une relation négative entre AGE et les mesures des difficultés d'accès aux crédits bancaires retenues dans notre analyse. Les entreprises les plus anciennement établies obtenant plus facilement un engagement de leurs banques tandis que les plus jeunes se retrouvent plus fréquemment confrontées à des partenaires rétifs. Néanmoins, notre analyse ne

s'arrête pas là. Nous pensons que l'effet de l'âge dans l'amélioration de l'accès au crédit de l'entreprise diffère dans le temps. Celle-ci serait dans un premier temps importante puis deviendrait, passé un seuil, mineur. Le lien entre AGE et nos indicateurs de rationnement pourrait donc être non linéaire. Aussi, procéderons-nous à un test de cette spécification particulière en introduisant conjointement à AGE son carré dans nos régressions. Les coefficients obtenus, s'ils sont significatifs et de signes opposés, confirmeraient cette hypothèse.

## **2/ Substitution au crédit bancaire**

Le second élément de nos modélisations repose sur la mesure du potentiel effet de substitution existant entre le crédit bancaire et les modes de financement alternatifs testés : dette fournisseur, dettes fiscales et sociales et crédit-bail. Il permet d'évaluer notre première série d'hypothèses. Il se subdivise en deux items.

Le premier est réservé à l'étude du financement à court terme de l'entreprise. Il prend la forme du ratio de la part de la dette bancaire à court terme dans le financement court de l'entreprise que nous nommons DBCT. Nous nous attendons, si nos variables expliquées sont bien des substituts au crédit bancaire dans le cadre d'un phénomène de rationnement, à constater un lien négatif entre l'importance du crédit fournisseur et des dettes fiscales et sociales, et la variable DBCT. Les entreprises éprouvant le plus de difficultés à obtenir des fonds auprès des banques se tournent vers d'autres solutions, que ce soit leurs fournisseurs ou l'Etat, de manière à pouvoir financer leur cycle d'activité.

Le second item lui est utilisé pour l'analyse du financement à long terme de l'entreprise. Nous le mesurons au travers de la variable DBLT, le ratio du total de la dette à moyen long terme auprès des établissements de crédit sur le total des dettes financières auxquelles on a réintégré le montant du crédit-bail engagé. A l'instar de la situation à court terme, nous nous attendons à constater un lien négatif entre DBLT et le recours au crédit-bail. Les entreprises se voyant refuser un crédit d'investissement classique pour des raisons d'opacité informationnelle se verraient en lieu et place proposer un contrat de crédit-bail dans le lequel les possibilités de comportements opportunistes sont moins importantes.



### **3/ Banque principale**

Le troisième élément nous permet de matérialiser dans notre analyse les conditions d'accès des entreprises à un financement de type relationnel. Il est ainsi central dans le test de notre seconde série d'hypothèses postulant que les entreprises opaques disposant d'une relation avec une banque à même de leur procurer ce type de financement se trouvent moins souvent rationnées en crédit bancaire que les autres. Pour mesurer l'impact du phénomène, nous utilisons une variable binaire, DECENT, prenant la valeur 1 si la banque principale de l'entreprise est classifiée comme ayant une structure de décision décentralisée pour l'attribution de crédit. Nous classons dans cette catégorie les banques mutualistes, les caisses d'épargne, ainsi que les banques AFB<sup>28</sup> de dimensions locales. Les statistiques associées au codage de cette variable sont reportées dans l'annexe 1. Nous pensons donc constater un lien négatif entre le recours aux financements alternatifs au crédit bancaire classique et DECENT. Les entreprises travaillant avec une banque principale décentralisée ont une probabilité moins importante de souffrir de problèmes liés à l'asymétrie d'information puisque leur banque possède une structure organisationnelle ne désincitant pas les niveaux hiérarchiques directement en contact avec le client à la production d'informations difficilement transmissibles à leur supérieur. Les tests liés à cette question sont pratiqués à la fois sur l'échantillon global et sur les sous-échantillons des entreprises ayant une banque principale décentralisée, DECENT = 1, et de celles travaillant avec une structure centralisée, DECENT = 0. Ceci nous permet de mettre à jour les différences entre régimes de financement des entreprises travaillant avec une banque relationnelle et les autres de même que les facteurs influant sur ces différences.

---

<sup>28</sup> Association Française des Banques : il s'agit de banques ayant adopté la forme juridique d'une SA. Elles sont également connues sous le nom de «banques commerciales».

#### 4/ Variables de contrôle

Nous décomposons nos variables de contrôle en deux groupes en fonctions de leur utilisation dans l'ensemble des analyses ou uniquement dans celles de variables expliquées particulières.

Le premier groupe comprend une mesure du risque financier apparent des entreprises financées de même que la prise en compte de leur appartenance sectorielle. Nous utilisons ainsi RISQ, le score de Conan-Holder (1979)<sup>29</sup> calculé à partir des états comptables. Cet indicateur est décroissant avec le risque. Les entreprises à la probabilité de faillite la plus importante affichent des scores plus faibles. Nous nous attendons à constater un lien positif entre RISQ et les variables représentatives du recours aux financements alternatifs au crédit bancaire. Les entreprises les plus risquées se voient, en effet, plus souvent refuser ce type de financement. Pour ce qui est de la prise en compte de la nature de l'activité exercée, nous recourons à une série de variables binaires codées sur la base du premier élément du code NAF. Aussi, obtenons-nous IND prenant la valeur 1 lorsque l'entreprise considérée opère dans le domaine de l'industrie 0 si ce n'est pas le cas, de même que COM, CONST, SERV et TRANS construites sur le même modèle pour respectivement le commerce, la construction, les services et les transports.

Le second groupe de variables de contrôle se subdivise entre celles mobilisées dans le cadre de l'analyse du recours à la dette auprès de l'Etat DFS et celles mobilisées dans le cadre de l'examen du recours au crédit-bail CREDBIN et CREDB.

Le niveau de DFS dépend fondamentalement de la quantité de prélèvements obligatoires dont l'entreprise doit s'acquitter. Ceux-ci comprennent à titre principal : l'impôt sur le résultat, la taxe sur la valeur ajoutée et les différentes charges sociales. Afin de prendre en compte le premier élément, nous introduisons RESULTB, une

---

<sup>29</sup> Le score de Conan-Holder (1979) se mesure par la formule suivante :

$$N = 24 \frac{EBE}{DetteGlobale} + 22 \frac{CapitauxPermanents}{TotalBilan} + 16 \frac{RéeletDisponibilité}{TotalBilan} - 87 \frac{FraisFinanciers}{CAnet} - 10 \frac{FraisdePersonnel}{VA}$$

variable binaire prenant la valeur 1 si l'entreprise considérée a réalisé un bénéfice pour l'exercice 2004. Nous nous attendons à constater un lien positif entre DFS et RESULTB. La différence de taux de TVA en fonction de l'activité est contrôlée au travers des variables sectorielles. Pour le reste, le niveau des charges sociales est pris en compte pour partie par EFF même si vis-à-vis de cette variable nous sommes confrontés à deux effets concurrents : la mesure inverse de l'opacité et le poids des cotisations associées aux salaires.

Concernant le crédit-bail, les modèles de structure de capital considèrent qu'il existe une incitation décroissante à son utilisation avec l'augmentation du taux marginal d'imposition (Modigliani et Miller, 1963 ; De Angelo et Masulis, 1980). Celui-ci permet un transfert du crédit-preneur, entreprise faiblement imposée ayant un investissement à financer, au crédit-bailleur, un établissement financier fortement imposée, de la possibilité de déduire les charges associées au financement par dette d'un nouvel équipement (Smith et Wakeman, 1985). Du fait de la déductibilité des charges d'intérêt, les entreprises bénéficiant d'une faible imposition emploient relativement plus de crédit-bail que les entreprises au taux marginal d'imposition important. Les récents tests de cette relation confirment ce lien négatif entre recours au crédit-bail et taux d'imposition (Barclay et Smith, 1995 ; Sharpe et Nguyen , 1995, Graham, Lemmon et Schallheim, 1998). Nous introduisons TAX le ratio entre l'impôt sur les sociétés de l'exercice et le résultat de ce dernier. Nous nous attendons donc à constater un lien négatif entre TAX et le recours au crédit-bail.

Le tableau 2 reprend de manière synthétique l'ensemble de ces considérations : description des variables et liens attendus.

**Tableau 2 : Définition des variables**

<i>Nom de variable</i>	<i>Concept</i>	<i>Mesures</i>	<i>Lien attendu</i>
<i>Rationnement du crédit bancaire (variables expliquées)</i>			
CREDF	Recours au crédit fournisseur	Le ratio du montant du crédit fournisseur sur le total de la dette à court terme	
DLPF	Délai de paiement aux fournisseurs	Le nombre de jours moyens écoulés pour le paiement des fournisseurs	
DFS	Recours au crédit auprès de l'Etat	Le ratio de la dette auprès de l'Etat sur le total de la dette à court terme de l'entreprise	
CREDB	Recours au crédit-bail	Le ratio du total du financement par crédit-bail de l'entreprise sur le total de son endettement à moyen long terme après réintégration du crédit-bail	
CREDBBIN	Recours au crédit-bail	Variables binaires prenant la valeur 1 si l'entreprise recours au crédit-bail 0 dans le cas contraire	
<i>Opacité</i>			
EFF	Effectif	Logarithme népérien du nombre de salariés de l'entreprise	-
SA	Société anonyme	Variable binaire prenant la valeur 1 lorsque l'entreprise a la forme d'une société anonyme 0 dans le cas contraire	-
AGE	Age	Logarithme népérien du nombre d'années écoulées depuis la création de l'entreprise	-
<i>Substitution</i>			
DBCT	Utilisation de la dette bancaire à court terme	Ratio dette bancaire à court terme sur dette à court terme totale	-
DBLT	Utilisation du crédit bancaire à moyenne long terme	Ratio dette auprès des établissements de crédit moins dette bancaire à court terme sur dette financière plus crédit-bail	-
<i>Banque</i>			
DECENT	Banque principale	Variable binaire prenant la valeur 1 lorsque l'entreprise travaille avec une banque principale décentralisée	-

Contrôle			
RISQ	Risque Financier	Score de Conan Holder	+
IND	Industrie	Variable binaire prenant la valeur 1 lorsque l'entreprise opère dans le secteur de l'industrie 0 sinon	ND
COM	Commerce	Variable binaire prenant la valeur 1 lorsque l'entreprise opère dans le secteur du commerce 0 si non	ND
CONST	Construction	Variable binaire prenant la valeur 1 lorsque l'entreprise opère dans le secteur de la construction 0 si non	ND
SERV	Service	Variable binaire prenant la valeur 1 lorsque l'entreprise opère dans le secteur des services 0 si non	ND
TRANS	Transport	Variable binaire prenant la valeur 1 lorsque l'entreprise opère dans le secteur des transports 0 si non	ND
RESULTB	Résultat	Variable binaire prenant la valeur 1 si l'entreprise a réalisé un bénéfice pour l'exercice considéré 0 si non	+
TAX	Imposition	Ratio entre le montant de l'impôt sur les sociétés dû par l'entreprise pour l'exercice considéré sur le résultat de cette même année	-

Le tableau 3 présente les caractéristiques statistiques des différentes variables continues de l'étude sur l'ensemble de notre échantillon : moyenne, médiane, écart type, minimum et maximum. Les cinq premières lignes sont consacrées aux éléments expliqués. On peut remarquer pour CREDB à la fois un minimum et une médiane égale à 0. Une forte proportion des entreprises n'utilise pas le crédit-bail. Il est donc nécessaire de considérer cet état de fait dans notre modélisation ce qui justifie le recours à un Tobit avec une troncature à ce niveau. La variable n'est par ailleurs pas tronquée en 1 puisqu'une partie trop restreinte de l'échantillon se finance à moyen long terme sur ce seul mode. Concernant les variables explicatives, on remarque des minimums négatifs sur les deux dernières variables. Pour RISQ, de telles valeurs mettent en avant pour les entreprises en question des frais financiers et de personnel très importants et donc un risque de faillite conséquent. Pour TAX, les valeurs négatives correspondent aux reports et crédit d'impôts liquidés l'année d'échantillonnage. Plus généralement, l'examen de

ces distributions révèle la présence de valeurs aberrantes sur certaines variables dont nous devons tenir compte dans nos analyses.

**Tableau 3 : caractéristiques de l'échantillon**

	<i>Moyenne</i>	<i>Médiane</i>	<i>Ecart type</i>	<i>Minimum</i>	<i>Maximum</i>
CREDF	0,5328	0,54579	0,2095	0	1,4576
DLPF	65,0064	58,5806	60,3152	0,0333	2120,728
DFS	0,4251	0,40487	0,2135	0	0,9999
CREDB	0,1352	0	0,2565	0	1
EFF	3,1524	2,9957	0,8011	2,3025	6,2146
AGE	2,8849	2,8622	0,6416	1,2188	5,4161
DBCT	0,0420	0	0,1040	0	0,8723
DBLT	0,3525	0,2654	0,3457	0	1
RISQ	17,7168	16,3539	13,2410	-388,3612	238,6237
TAX	0,24052	0,2718	0,5382	-13,6861	23,6570

## **Section 3 : Résultats**

Nos tests se décomposent en deux parties. Tout d'abord, nous dressons un panorama des différents modes d'endettement mobilisés par les entreprises et explorons leurs associations avec différentes mesures d'opacité. Puis, dans un second temps, nous nous intéressons plus particulièrement à l'évolution des marqueurs de rationnement en crédit bancaire identifiés en fonction du choix de banque principale réalisée.

### **I/ Opacité et structure de financement**

La première partie de notre analyse porte sur les liaisons existantes entre la taille et l'âge des entreprises, deux mesures inverses de l'opacité, et l'utilisation plus ou moins importante des différentes formes de financement : dette totale, dette bancaire, crédit fournisseur, dette auprès de l'Etat, et crédit-bail. Pour ce faire, nous découpons l'échantillon en percentiles. Puis sur chaque groupe, nous calculons la

part moyenne des différents types de financements dans le passif, ainsi que le pourcentage des entreprises y ayant recours lorsqu'elles ne le font pas toutes. L'ensemble des résultats obtenus est repris dans le tableau 4.

**Tableau 4 : analyse bi-variée liant la taille et l'âge avec les différents ratios**

Le tableau est décomposé en deux éléments : le panel A qui présente l'utilisation et les ratios d'utilisation moyenne par les entreprises des différents types d'endettement disponibles sur les percentiles de total du bilan de l'échantillon (N=5401), le panel B qui présente les mêmes éléments mais sur les percentiles d'âge des entreprises de l'échantillon. Les moyennes des ratios d'endettement sont calculées uniquement à partir des firmes ayant de la dette correspondant au type étudié. Le total des pourcentages n'est pas égal à 100% pour cette raison ainsi que du fait de la non prise en compte des « autres dettes » indiquées au bilan. Les tests de Fisher testent l'égalité des moyennes dans chaque colonne.

Panel A : Sources d'endettement par Total du Bilan										
Total du bilan	%tile	Dette sur total passif	% d'entreprise ayant des dettes bancaires	Dette bancaire sur total passif	% d'entreprise ayant dette bancaire à court terme	Part dette bancaire dans dette court terme	Crédit fournisseur sur total du passif	Dette fiscale et sociale sur passif total	% d'entreprise utilisant du crédit-bail	Crédit-Bail sur total dette après réintégration du crédit-bail
Moins de 408 377	0-10	0,660	80	0,122	36	0,121	0,199	0,248	31	0,165
408 377-677 087	10-25	0,636	89	0,123	42	0,118	0,220	0,215	35	0,153
677 087-1 326 448	25-50	0,614	87	0,113	44	0,082	0,239	0,192	39	0,136
1 326 448-3 027 073	50-75	0,598	88	0,106	46	0,103	0,251	0,160	40	0,111
3 027 073-8 506 039	75-90	0,604	86	0,118	47	0,073	0,251	0,129	41	0,091
Plus de 8 506 039	90-100	0,573	84	0,108	43	0,076	0,234	0,099	28	0,059
Fisher		15,45***		2,41**		7,76***	13,06***	179,49***		14,67***
P-value		0,00		0,03		0,00	0,00	0,00		0,00
Panel B : Sources d'endettement par Age										
Moins de 7 ans	0-10	0,682	86	0,129	41	0,077	0,257	0,193	37	0,139
7-11	10-25	0,647	86	0,120	46	0,087	0,249	0,191	36	0,122
11-17	25-50	0,617	88	0,112	44	0,089	0,240	0,183	38	0,121
17-28	50-75	0,599	85	0,112	44	0,101	0,232	0,170	40	0,117
28-41	75-90	0,579	86	0,108	44	0,100	0,223	0,162	35	0,118
Plus de 41	90-100	0,563	86	0,108	46	0,123	0,220	0,133	34	0,113
Fisher		33,79***		2,21**		3,58***	6,12***	25,77***		0,726
P-value		0,00		0,05		0,00	0,00	0,00		0,60

Les astérisques portés en vis-à-vis des coefficients correspondent aux seuils de significativité des tests statistiques respectivement \*\*\* 99%, \*\* 95% et \* 90%.



Il apparaît, tout d'abord, que l'importance de la dette dans le passif de l'entreprise est décroissante tant avec la taille de celle-ci qu'avec son âge. Les plus petites et les plus jeunes sont aussi les plus endettées. Sous un autre angle, ceci peut également être analysé comme une augmentation de la part des fonds propres dans le financement à mesure que l'opacité diminue. Néanmoins, une interprétation strictement en termes de rationnement de la dette, peut être hâtive. En effet, la simple préférence pour les réinvestissements des bénéficiaires, l'autofinancement, peut également expliquer le phénomène. Myers et Majluf (1984), dans leur théorie du financement hiérarchique, mettent d'ailleurs en évidence la primauté de ces derniers sur toutes autres modes. Cette forme de financement n'est en effet pas grevée des coûts liés à la diminution des asymétries d'information nécessaire pour accéder à toutes formes de crédits. Il en découle alors qu'une part relativement plus importante du cumul de ces réinvestissements puisse se retrouver chez des entreprises qui ont eu notamment plus de temps pour en accumuler.

Ensuite, concernant plus spécifiquement le recours à la dette bancaire, on constate une fréquence d'utilisation quasi équivalente pour les différentes classes de taille et d'âge. La fraction des entreprises ayant contracté un prêt auprès d'une institution financière tourne autour de 85%. Néanmoins les plus petites, celles qui ont moins de 408 377 Euros d'actifs, ne l'ont fait qu'à 80%. A côté de ceci, on note que celles qui l'utilisent, le font de manière plus importante avec l'ancienneté et l'importance du bilan. Ce constat va dans le sens d'un accès plus facile au crédit bancaire pour celles qui le décident à mesure que l'asymétrie d'information diminue. Cependant, le lien transparence/disponibilité des fonds n'apparaît pas uniforme. Aussi, retrouve-t-on des comportements différenciés vis-à-vis de la dette bancaire à court terme selon que l'on considère l'effet de l'âge de l'entreprise ou sa taille. D'une part, on constate une absence de liaisons fortes entre l'ancienneté de la structure et la probabilité d'utiliser ce type de financement et ceci malgré une importance croissante de la part de la dette bancaire dans la dette à court terme des entreprises. D'autre part, nous relevons un lien décroissant entre le total du bilan et la probabilité d'utiliser le découvert néanmoins l'importance de celui-ci dans la dette à court terme croît avec la taille de l'entreprise pour celles qui y recourent. Ainsi, à mesure que l'entreprise grandit, on constate une fréquence moins importante de

l'utilisation du crédit bancaire à court terme néanmoins celles qui le font le font de manière plus importante.

Pour ce qui est de la part du crédit fournisseur dans le financement total du passif de l'entreprise, on trouve le schéma inverse. On voit l'importance de ce mode de financement croître avec la taille mais décroître avec l'âge de l'entreprise. Il semble donc bien y avoir un effet de substitution entre dette bancaire et dette commerciale. Par ailleurs, l'évolution du ratio avec l'ancienneté de l'entreprise s'accorde avec le modèle de Biais et Gollier (1997), qui veut, que dans un premier temps, les entreprises signalent leur qualité au travers d'une utilisation importante et coûteuse du crédit fournisseur afin que les banques les distinguent et leur apportent leur concours, dans un second temps. Pour ce qui est de l'augmentation du ratio avec la taille de l'entreprise, nous y voyons le reflet de l'effet du chiffre d'affaires et du pouvoir de négociation. En effet, les entreprises les plus grandes ont la possibilité de générer un volume d'activité plus important et donc de peser plus fortement sur leurs partenaires pour obtenir des délais de règlements.

L'importance de la dette auprès de l'Etat, de son côté, apparaît comme négativement corrélée à la taille et l'âge de l'entreprise, nos proxy inverses de l'opacité. Néanmoins, il serait fallacieux de considérer que ceci soit le fruit d'un effet strictement informationnel, la dette bancaire devenant plus disponible parce que moins rationnée à mesure que la structure devient plus transparente. En effet, la réglementation fiscale et sociale française comprend énormément d'effets de seuils assurant la progressivité des prélèvements obligatoires. Ainsi, il est relativement plus facile en début de vie et pour les entreprises les plus petites de reporter leur financement sur cette dimension.

Finalement, l'analyse du recours au crédit-bail fait ressortir, d'une part une probabilité d'utiliser ce type de financement atteignant un maximum sur les percentiles centraux de tailles et d'âges des entreprises, et d'autre part, pour celles qui y font appel, un lien décroissant entre ces deux dimensions et le volume de celui-ci. Ainsi, les PME les plus jeunes et les plus petites utilisent une proportion plus importante de contrat de leasing lorsqu'elles le font. Ceci semble s'accorder avec le postulat d'une utilisation de ce type de contrat dans le but de combler au moins

partiellement au travers de la garantie implicite qu'il inclut les problèmes de hasard moral. Néanmoins, l'absence de significativité du test de différences de moyennes vis-à-vis de l'âge amène à être réservé sur ce point.

Cette première analyse bi-variée vient, dans son ensemble, confirmer notre hypothèse 1. En effet, les entreprises les plus opaques, les plus jeunes et les plus petites, utilisent proportionnellement moins de crédit bancaire. Elles apparaissent de plus recourir plus fréquemment aux autres formes de financements disponibles : crédits fournisseurs, dettes fiscales et sociales, et crédit-bail. Néanmoins, nos tests excluent nombre de facteurs de contrôle. Il serait hâtif à ce stade de conclure. Aussi, recourons-nous par la suite à une série de tests multi variés permettant à la fois de mieux appréhender le phénomène de rationnement du crédit et de déterminer comment le fait de travailler avec une banque pourvoyeuse de financement relationnel agit sur ce point.

## **II/ Banque Principale et Rationnement du crédit**

La seconde partie de notre analyse se focalise sur l'effet du choix de banque principale sur le rationnement du crédit. Elle se décompose en deux éléments. Tout d'abord, nous procédons à une exploration préalable des caractéristiques des clients des banques centralisées et décentralisées de manière à clairement les distinguer relativement à nos variables. Enfin, nous poursuivons en testant, au travers des modèles empiriques précédemment détaillés, l'effet du choix de partenaire financier effectué sur le rationnement du crédit et ceci au travers des trois indicateurs que nous avons identifiés : l'importance du crédit fournisseur, du crédit auprès de l'Etat et le recours au crédit-bail.

**Tableau 5 : Etude bi-variée de la nature de la banque et des ratios et facteur d'opacité**

Le tableau se décompose en deux parties. La première reprend les résultats de tests de différence de moyenne pour l'ensemble de nos variables quantitatives sur les sous-échantillons des entreprises ayant respectivement une banque principale centralisée ou décentralisée. Les colonnes 2 et 3 présentent les valeurs moyennes des variables sur les sous-groupes, les deux dernières les *t* de Student et les *P*-value s'y rapportant. Concernant EFF et AGE, nous indiquons à la fois pour chacune d'elles classiquement le logarithme népérien mais aussi sur la ligne suivante la valeur absolue (le nombre de salariés et l'âge de l'entreprise). La seconde partie du tableau présente les tests de différence de proportion sur les sous-échantillons des entreprises à banque principale centralisée ou non mais pour nos variables qualitatives. Les colonnes 2 et 3 reprennent ainsi les pourcentages des entreprises pour lesquels la variable est égale à un, les deux suivantes les valeurs de *Khi 2* et les *P*-value s'y rapportant.

	<b>Banque principale Centralisée</b>	<b>Banque principale Décentralisée</b>	<b><i>t</i> de Student</b>	<b><i>P</i>-value</b>
EFF	3,287	3,072	7,915***	0,000
	45,438	31,306	8,758***	0,000
AGE	2,962	2,839	6,160***	0,000
	24,007	20,902	6,514***	0,000
DBCT	0,042	0,041	0,317	0,751
DBLT	0,385	0,297	8,736***	0,000
RISQ	17,863	17,469	0,942	0,346
TAX	0,242	0,239	0,104	0,91
CREDF	0,531	0,534	0,456	0,648
DLPF	63,100	68,231	2,536**	0,011
DFS	0,425	0,423	0,297	0,766
CREDB	0,139	0,127	1,621	0,105
	<b>% de Banque principale Centralisée</b>	<b>% de Banque principale Décentralisée</b>	<b><i>Khi 2</i></b>	
SA	0,6082	0,4732	9,210***	0,000
IND	0,2929	0,2738	1,440	0,149
COM	0,2743	0,2813	0,530	0,594
CONST	0,2376	0,1888	4,010***	0,000
SERV	0,1247	0,1996	7,100***	0,000
TRANS	0,0703	0,0562	1,940*	0,052
CREDBIN	0,3899	0,3647	1,760*	0,078
RESULTB	0,8909	0,8502	4,220***	0,000

Les astérisques portés en vis-à-vis des coefficients correspondent aux seuils de significativité des tests statistiques respectivement \*\*\* 99%, \*\* 95% et \* 90%.

La lecture du tableau 5 nous montre que les entreprises qui travaillent avec une banque principale décentralisée ont en moyenne un effectif moins important,

31,3 salariés, que leurs consoeurs travaillant avec un intermédiaire centralisé, 45,43. Elles sont de plus également en moyenne plus jeunes, 21 (20,9) ans, contre 24 ans, utilisent une proportion de dette bancaire à court terme moins importante, en moyenne 29,7% contre 38,5%, bénéficient de délais de paiement de la part de leurs fournisseurs plus longs 68 jours en moyenne contre 63 pour leurs homologues travaillant avec une banque centralisée. Concernant la part du crédit-bail dans le financement de l'investissement, la différence est moins nette. Les entreprises travaillant avec des banques décentralisées semblent moins utiliser cette formule. Ce constat va dans le sens de notre hypothèse 4 : les banques centralisées ont tendance à privilégier le crédit-bail pour leur client opaque. Néanmoins, la *P-value* du test associé, 10,5% trop importante pour asseoir cette conclusion. Par ailleurs, lorsque l'on se penche sur les variables qualitatives, on relève que les entreprises dont la banque principale est décentralisée sont moins fréquemment des sociétés anonymes, 47% contre 60%, elles travaillent moins fréquemment dans la construction, 18,88% contre 23%, et les transports, 5,62% contre 7%, mais plus dans les services, 19,96% contre 23%. Pour les autres secteurs, les différences n'apparaissent pas significatives. Sur le plan du financement, on note qu'elles recourent moins facilement au crédit-bail, 36,47% le font contre 38,99%, ce qui confirme ce que nous avons pu voir sur dans la première partie du tableau. Finalement, elles sont moins nombreuses à réaliser un bénéfice l'année d'échantillonnage 85,02% contre 89,09% pour leurs homologues.

### **A/ Le recours au crédit fournisseur**

Les premiers modèles du phénomène de rationnement du crédit lié aux problèmes d'asymétrie d'information évalués portent sur l'utilisation que fait l'entreprise du crédit fournisseur. Celui-ci est alors présenté comme un substitut coûteux au financement bancaire. Notre test se décompose en deux phases de manière à renforcer la robustesse de nos conclusions. Le tableau 6 reprend, ainsi, l'estimation de la part du crédit fournisseur dans le financement à court terme de l'entreprise tandis que le tableau 7 se focalise sur le délai de paiement moyen accordé à l'entreprise par ses fournisseurs. Dans les deux cas, nous avons utilisé les

moindres carrés ordinaires, et traité les valeurs aberrantes par l'exclusion des observations distantes de plus de trois écart-types de la moyenne.

**Tableau 6 : Recours au crédit fournisseur pour le financement à court terme**

Le tableau ci-contre reprend les résultats de l'estimation par les moindres carrés ordinaires d'un modèle explicatif du recours au crédit fournisseur pour l'échantillon total dans les régressions 1, 2 et 3, pour les entreprises ayant une banque décentralisée comme banque principale dans les régressions 4, 5 et 6, pour les entreprises ayant une banque centralisée comme banque principale dans les régressions 7, 8 et 9. La spécification en est la suivante :

$$\text{CREDF} = \alpha + \beta_1 \text{EFF} + \beta_2 \text{SA} + \beta_3 \text{AGE} + \beta_4 \text{DBCT} + \beta_5 \text{DECENT} + \beta_6 \text{RISQ} + \beta_7 \text{Secteurs} + \varepsilon$$

La variable dépendante en est CREDF, le ratio du montant du crédit fournisseur sur le total de la dette à court terme. Les variables indépendantes sont : EFF, le logarithme népérien de l'effectif total de l'entreprise considérée ; SA, une variable binaire prenant la valeur 1 si l'entreprise prend la forme d'une société anonyme 0 si non ; AGE, le logarithme népérien du nombre d'années écoulées depuis la création de l'entreprise ; DBCT, le ratio de la dette bancaire à court terme sur le total de la dette à court terme de l'entreprise ; DECENT, une variable binaire prenant la valeur 1 quand la banque principale de l'entreprise est une banque décentralisée 0 si non ; RISQ, la valeur du score de Conan Holder obtenue par l'entreprise ; Secteurs, une série de variables binaires représentatives du secteur d'activité de l'entreprise : IND, pour l'industrie, COM, pour le commerce, CONST, pour la construction, SERV, pour le secteur des services.

	CREDF								
	Rég 1	Rég 2	Rég 3	Rég 4	Rég 5	Rég 6	Rég 7	Rég 8	Rég 9
Constante	0,495*** 27,657 0,000	0,552*** 13,497 0,000	0,518*** 12,653 0,000	0,489*** 15,822 0,000	0,490*** 7,032 0,000	0,487*** 6,940 0,000	0,517*** 22,870 0,000	0,612*** 11,907 0,000	0,564*** 10,988 0,000
EFF	0,004 0,002 0,126	-0,000 0,016 0,987	0,009*** 2,820 0,005	0,004 0,900 0,368	0,004 0,899 0,374	0,011** 2,345 0,019	-0,003 0,758 0,448	-0,004 0,950 0,342	0,006 1,571 0,116
SA	0,047*** 8,431 0,000	0,047*** 8,429 0,000		0,046*** 4,934 0,000	0,046*** 4,922 0,000		0,047*** 6,876 0,000	0,048*** 6,908 0,000	
AGE	-0,010*** 2,628 0,009	-0,050* 1,932 0,053	-0,043* 1,653 0,098	-0,015*** 2,193 0,000	-0,018 0,435 0,663	-0,023*** 0,592 0,000	-0,007 1,515 0,130	-0,075*** 2,270 0,000	-0,063* 1,900 0,058
AGE <sup>2</sup>		0,006 1,535 0,125	0,006 1,544 0,123		0,000 0,089 0,929	0,002 0,321 0,748		0,011** 2,059 0,040	0,011** 1,945 0,021
DBCT	-0,576*** 23,375 0,000	-0,576*** 23,387 0,000	-0,578*** 23,296 0,000	-0,569*** 13,906 0,000	-0,569*** 13,886 0,000	-0,574*** 13,942 0,000	-0,592*** 19,150 0,000	-0,591*** 19,115 0,000	-0,591*** 18,976 0,000
DECENT	0,009* 1,876 0,061	0,097* 1,857 0,063	0,012** 2,422 0,015						
RISQ	-0,002*** 15,287 0,000	-0,002*** 15,268 0,000	-0,002*** 14,764 0,000	-0,002*** 7,778 0,000	-0,002*** 7,776 0,000	-0,002*** 7,508 0,000	-0,003*** 14,008 0,000	-0,003*** 13,958 0,000	-0,003*** 13,510 0,000
IND	0,141*** 12,975 0,000	0,141*** 12,889 0,000	0,141*** 13,399 0,000	0,139*** 7,040 0,000	0,139*** 7,024 0,000	0,146*** 7,350 0,000	0,143*** 11,062 0,000	0,142*** 10,955 0,000	0,148*** 11,352 0,000
COM	0,205*** 18,694 0,000	0,204*** 18,643 0,000	0,211*** 19,228 0,000	0,223*** 11,269 0,000	0,222*** 11,257 0,000	0,230*** 11,606 0,000	0,195*** 14,877 0,000	0,194*** 14,814 0,000	0,201*** 15,303 0,000
CONST	0,139*** 12,455 0,000	0,139*** 12,418 0,000	0,140*** 12,405 0,000	0,138*** 6,728 0,000	0,138*** 6,721 0,000	0,137*** 6,632 0,000	0,141*** 10,615 0,000	0,140*** 10,566 0,000	0,142*** 10,628 0,000
SERV	-0,078*** 6,648 0,000	-0,078*** 6,656 0,000	-0,071*** 6,021 0,000	-0,074*** 3,650 0,000	-0,074*** 3,650 0,000	-0,006*** 3,276 0,001	-0,079*** 5,473 0,000	-0,079*** 5,478 0,000	-0,073*** 4,993 0,000
R2 adj.	0,293	0,293	0,283	0,309	0,309	0,300	0,285	0,286	0,275
Fisher	206,64***	188,12***	197,05***	92,78***	83,46***	88,91***	139,41***	126,02***	132,73***
Indice de Cond.	19,99	98,696	94,02	19,315	94,98	89,66	19,79	97,99	93,32
Nbre	4974	4974	4974	1848	1848	1848	3127	3127	3127

Les astérisques portés en vis-à-vis des coefficients correspondent aux seuils de significativité des tests statistiques respectivement \*\*\* 99%, \*\* 95% et \* 90%.

Les régressions 1 à 3 portent sur la globalité de l'échantillon, elles montrent des résultats contrastés relativement aux prédictions issues de notre hypothèse 1 et ceci tout particulièrement vis-à-vis des variables représentatives des difficultés informationnelles.

Ainsi, nous notons que les sociétés anonymes utilisent de manière plus importante le crédit fournisseur pour leur financement à court terme. Ces entreprises moins opaques que les autres accèdent plus largement au crédit commercial. Une des explications possibles de ce constat repose sur un éventuel effet de taille. Les SA, requérant un capital de création minimum supérieur à toutes les autres formes juridiques, présentent en moyenne un bilan plus important. De fait, elles peuvent, sur la base de leur masse d'activité, négocier avec leur fournisseur des conditions de paiement plus favorables. L'exclusion de la variable SA dans la régression 3 produit un résultat allant dans ce sens. EFF jusqu'ici non significatif apparaît alors comme un facteur renforçant l'utilisation de ce type de financement. Les entreprises les plus importantes, celles employant un plus grand nombre de salariés, obtiennent de leurs fournisseurs plus de facilités en raison de leur pouvoir de négociation et de leur surface financière.

Nous relevons également que les entreprises les plus jeunes présentent un comportement analogue. Conformément à la prédiction, les structures les plus opaques se rabattent, faute d'alternatives, sur le crédit fournisseur. Biais et Gollier (1997) attribuent ceci à une volonté de se signaler vis-à-vis des financeurs externes afin de pouvoir à terme se soustraire aux asymétries d'information. La régression 2 propose un test de la non linéarité du lien crédit fournisseur âge de l'entreprise. Pour cela, nous introduisons  $AGE^2$  dans l'équation. Les deux variables d'ancienneté présentent alors bien des signes opposés conformément à l'hypothèse de non linéarité et à la présence d'un mécanisme de signal. Cependant, le coefficient associé à la variable au carré n'affichant pas un test de significativité acceptable avec une *P-value* 12,5%, ces conclusions doivent être formulées avec prudence.

Tout ceci, nous indique la présence d'un comportement séquentiel des entreprises vis-à-vis du crédit fournisseur. Dans un premier temps, frappées d'opacité, elles vont chercher à réduire le déficit informationnel en signalant leur

qualité à d'éventuels partenaires financiers extérieurs par une utilisation importante de ce type de financement. Puis, une fois dégagées des contingences informationnelles dans les cas où elles atteignent une importance suffisante dans leurs filières, elles vont pouvoir imposer à leurs partenaires commerciaux des conditions de paiement telles qu'il sera pour elles plus intéressant de recourir au crédit fournisseur qu'au crédit bancaire.

DBCT, de son côté, apparaît clairement négativement liée avec CREDF confirmant encore une fois notre hypothèse 1. La dette bancaire à court terme est moins utilisée à mesure que le crédit fournisseur l'est plus. Ainsi, l'effet de substitution entre ces deux formes d'emprunt est mis en évidence. On trouve ici la confirmation des éléments d'analyse tirés du tableau 5.

Concernant le choix de banque principale et donc l'éventualité de la mise en place d'un financement relationnel, on note un résultat contraire à notre hypothèse 2. Ainsi, la variable de DECENT présente un lien positif et significatif avec l'importance du crédit fournisseur pour la liquidité de l'entreprise. Autrement dit, les entreprises travaillant avec une banque à la structure décentralisée utilisent plus le crédit commercial que leurs homologues. Ceci apparaît en opposition avec les conclusions de Petersen et Rajan (1994) et des articles qui lui ont succédés. Néanmoins, notre variable expliquée est quelque peu différente. En effet, leur analyse reposait sur une mesure de l'utilisation de la faculté de paiement en avance des fournisseurs et non sur l'importance générale de ce financement. Ainsi, les entreprises les moins rationnées utilisent moins de crédit commercial puisqu'elles préfèrent le rembourser pour bénéficier de la ristourne assortie. Le lien constaté sur ce point pose problème. Il pourrait être le fruit de l'implantation locale des banques et par là même de leur client. Cependant, en l'état, il nous paraît difficile d'interpréter correctement cette relation.

Nous constatons par ailleurs un lien négatif entre le risque et l'utilisation du crédit fournisseur. Les entreprises les plus risquées affichent ainsi des difficultés à obtenir des financements y compris auprès de leurs partenaires commerciaux. Enfin, les structures opérant dans les secteurs d'activité de l'industrie, du commerce, de la construction utilisent une plus grande proportion de crédit fournisseur que celles



travaillant dans les transports tandis que les entreprises de services moins ce qui n'a rien de surprenant.

Les trois régressions suivantes portent sur le sous-échantillon des entreprises ayant une banque principale décentralisée et donc susceptibles de bénéficier d'un financement de type relationnel. Les trois dernières sont réalisées sur les entreprises travaillant avec des banques centralisées fournissant donc principalement un financement transactionnel. Globalement, nous retrouvons les mêmes tendances sur les deux sous-groupes que dans le cadre général à la seule exception près de l'évolution du recours au crédit commercial avec l'âge. Les entreprises pour qui  $DECENT=1$  affichent clairement une diminution uniforme de CREDF avec l'ancienneté tandis que leurs homologues pour qui  $DECENT=0$  le voient dans un premier temps baissé pour augmenter dans un second. C'est-à-dire que les individus bénéficiant d'une relation bancaire privilégiée, bien qu'utilisant en moyenne plus de financements tirés de leurs fournisseurs, voient leur accès au crédit bancaire s'améliorer au fil du temps et donc leur usage de ce type de crédit initialement plus cher se réduire. Ceci apparaît, cette fois, conforter notre hypothèse 2. Par ailleurs, il semble que leur incapacité à se détourner du financement bancaire une fois les problèmes d'opacité levés puisse être la marque du phénomène de *hold-up* mise en évidence par Sharpe (1990), Von Thadden (1995), mais surtout dans la forme actuelle par Weinstien et Yafeh (1998). Ces derniers montrent, en effet, comment la banque relationnelle va modifier par son intervention les choix de ses clients de manière à privilégier son intervention pour tout nouveau projet.

**Tableau 7 : Recours au crédit fournisseur pour le financement à court terme**

Le tableau ci-contre reprend les résultats de l'estimation par les moindres carrés ordinaires d'un modèle explicatif du délai de paiement fournisseurs pour l'échantillon total dans les régressions 1, 2 et 3, pour les entreprises ayant une banque décentralisée comme banque principale dans les régressions 4, 5 et 6, pour les entreprises ayant une banque centralisée comme banque principale dans les régressions 7, 8 et 9. La spécification en est la suivante :

$$DLPF = \alpha + \beta_1 EFF + \beta_2 SA + \beta_3 AGE + \beta_4 DBCT + \beta_5 DECENT + \beta_6 RISQ + \beta_7 Secteurs + \varepsilon$$

La variable dépendante en est DLPF, le nombre moyen de jours écoulés pour le paiement des fournisseurs. Les variables indépendantes sont : EFF, le logarithme népérien de l'effectif total de l'entreprise considérée ; SA, une variable binaire prenant la valeur 1 si l'entreprise prend la forme d'une société anonyme 0 si non ; AGE, le logarithme népérien du nombre d'années écoulées depuis la création de l'entreprise ; DBCT, le ratio de la dette bancaire à court terme sur le total de la dette à court terme de l'entreprise ; DECENT, une variable binaire prenant la valeur 1 quand la banque principale de l'entreprise est une banque décentralisée 0 si non ; RISQ, la valeur du score de Conan Holder obtenue par l'entreprise ; Secteurs, une série de variables binaires représentatives du secteur d'activité de l'entreprise : IND, pour l'industrie, COM, pour le commerce, CONST, pour la construction, SERV, pour le secteur des services.

	DLPF								
	Rég 1	Rég 2	Rég 3	Rég 4	Rég 5	Rég 6	Rég 7	Rég 8	Rég 9
Constante	66,378*** 11,059 0,000	67,904*** 4,955 0,000	63,590*** 4,658 0,000	69,334*** 12,282 0,000	63,262*** 4,925 0,000	56,656*** 4,443 0,000	68,135*** 5,134 0,000	80,590*** 2,668 0,008	80,211*** 2,656 0,008
EFF	0,365 0,315 0,752	0,351 0,303 0,762	1,565 1,422 0,155	0,116 0,099 0,921	0,175 0,149 0,882	1,741 1,577 0,115	0,662 0,297 0,766	0,574 0,257 0,798	1,366 0,636 0,525
SA	6,116*** 3,257 0,001	6,116*** 3,256 0,001		6,593*** 3,789 0,000	6,580*** 3,781 0,000		5,293 1,290 0,197	5,203 1,266 0,206	
AGE	-2,249* 1,624 0,100	-3,319 0,379 0,704	-2,414 0,276 0,783	-2,678** 2,065 0,039	1,659 0,199 0,842	3,296 0,395 0,693	-1,765 0,597 0,551	-10,230 0,548 0,584	-10,727 0,575 0,566
AGE <sup>2</sup>		0,185 0,124 0,901	0,196 0,131 0,895		-0,762 0,526 0,599	-0,841 0,580 0,580		1,425 0,459 0,646	1,612 0,520 0,603
DBCT	-37,756*** 4,589 0,000	-37,762*** 4,570 0,000	-37,991*** 4,593 0,000	-32,750*** 4,239 0,000	-32,832*** 4,249 0,000	-32,843*** 4,241 0,000	-47,105*** 2,660 0,008	-47,554*** 2,681 0,007	-48,184*** 2,717 0,007
DECENT	4,327** 2,449 0,014	4,325** 2,447 0,014	4,718*** 2,673 0,008						
RISQ	-0,668*** 10,289 0,000	-0,668*** 10,286 0,000	-0,657*** 10,127 0,000	-0,771*** 11,334 0,000	-0,722*** 11,342 0,000	-0,759*** 11,134 0,000	-0,569*** 4,717 0,000	-0,569*** 4,715 0,000	-0,562*** 4,660 0,000
IND	17,112*** 4,685 0,000	17,090*** 4,673 0,000	17,899*** 4,901 0,000	19,266*** 5,954 0,000	19,348*** 5,972 0,000	20,159*** 6,223 0,000	13,391 1,562 0,118	13,182 1,536 0,125	13,963 1,630 0,103
COM	1,910 0,520 0,603	1,896 0,516 0,606	2,833 0,773 0,440	-0,872 0,267 0,790	-0,819 0,251 0,802	0,172 0,053 0,958	6,484 0,758 0,448	6,356 0,743 0,458	7,207 0,845 0,398
CONST	21,237*** 5,663 0,000	21,227*** 5,658 0,000	21,334*** 5,681 0,000	22,75***1 6,876 0,000	22,795*** 6,886 0,000	23,048*** 6,950 0,000	18,333** 2,066 0,039	18,225** 2,052 0,040	18,117** 2,040 0,042
SERV	16,363*** 4,138 0,000	16,361*** 4,137 0,000	17,291*** 4,380 0,000	18,043*** 4,964 0,000	18,045*** 4,964 0,000	18,958*** 5,216 0,000	14,400* 1,624 0,100	14,316 1,614 0,107	15,142* 1,712 0,087
R2 adj.	0,041	0,041	0,039	0,087	0,087	0,083	0,014	0,014	0,013
Fisher	22,24***	20,22***	21,14***	34,261***	30,855***	32,557***	3,947***	3,571***	3,789***
Indice de Cond.	19,99	98,69	94,02	19,797	97,996	93,326	19,315	94,980	89,660
Nbre	4975	4975	4975	3127	3127	3127	1848	1848	1848

Les astérisques portés en vis-à-vis des coefficients correspondent aux seuils de significativité des tests statistiques respectivement \*\*\* 99%, \*\* 95% et \* 90%.

Le tableau 7 vient doubler le test précédent en retenant non plus CREDF, la part de crédit fournisseur dans le financement à court terme de l'entreprise, mais DLPF, le nombre de jours moyen écoulé avant leur règlement. Comme auparavant les trois premières régressions portent sur l'échantillon total tandis que les six suivantes portent alternativement sur les sous-groupes des entreprises travaillant avec une banque principale décentralisée et centralisée.

Les premières évaluations montrent des résultats comparables à ceux du tableau précédent. Les SA et les plus jeunes des entreprises règlent leurs fournisseurs plus tard que les autres. Néanmoins, à la fois l'exclusion de la première variable ainsi que l'élévation au carré de la seconde ne permet de manière satisfaisante de conclure au lien taille/SA et à la non linéarité de l'effet âge. Cependant, les signes opposés des indicateurs vont dans le sens de la présence du comportement séquentiel vis-à-vis du crédit commercial soulevé dans notre première analyse. Encore une fois, la relation affichée avec DBCT confirme la validité de notre hypothèse 1 même si les facteurs d'opacité n'opèrent pas de façon univoque sur l'usage de ce financement. Par ailleurs, concernant notre hypothèse 2, nous relevons ici aussi un lien positif avec le fait de travailler avec une banque décentralisée. Il est donc de nouveau nécessaire de se pencher sur les différences de comportement sur les deux sous-échantillons pour réellement conclure. Sur le plan des variables de contrôle, nous relevons une nouvelle fois que les entreprises les plus risquées se voient accorder moins de financement. En fait, seul l'impact du secteur d'activité diverge de l'étude du ratio CREDF. Les entreprises qui interviennent dans les domaines de l'industrie, de la construction et des services apparaissent comme disposant de plus de délais fournisseurs.

Les principales différences dans l'utilisation du délai de paiement fournisseur, entre les entreprises ayant ou non pour banque principale une banque décentralisée, reposent sur les variables représentatives de l'asymétrie d'information. Ainsi, sur le sous-échantillon pour lesquels  $DECENT=1$ , on relève des résultats comparables au cadre général à la fois vis-à-vis de la forme juridique et de l'âge. Par contre, lorsque  $DECENT=0$ , aucun des coefficients n'apparaît significativement différent de 0 à un niveau de confiance acceptable. Dans les deux cas, DBCT et RISQ restent négatifs et significatifs. Pour le reste, nous ne notons

qu'une légère différence quant à l'effet sectoriel du recours à ce type de financement. L'effet de la mise en place d'un financement relationnel se retrouve bien dans le comportement des entreprises ayant pour banque principale une banque décentralisée. Néanmoins, concernant leurs homologues au partenaire centralisé, le test apparaît peu concluant.

Pour résumer, les tableaux 6 et 7 présentent des résultats conformes à l'hypothèse 1 particulièrement quant au signe de la variable représentative de l'utilisation du crédit bancaire. Concernant l'hypothèse 2, le diagnostic est moins clair. En effet, les entreprises à banque principale décentralisée utilisent en moyenne plus de crédit fournisseur que leurs homologues. Cependant, nous constatons un comportement clairement différencié dans le temps vis-à-vis de ce type de financement. Les entreprises en relation de clientèle de long terme avec leur banque, celles qui ont une banque décentralisée, diminuent progressivement leur recours au crédit commercial, tandis que celles travaillant avec un partenaire centralisé, une fois un certain âge atteint en augmente l'utilisation.

## **B/ Le crédit auprès de l'Etat**

Le second type de modèle de rationnement du crédit basé sur des contingences informationnelles mobilisées fait référence à l'utilisation par l'entreprise de la dette auprès de l'Etat. Rappelons-le, l'idée est la suivante : les entreprises éprouvant des difficultés à mobiliser de l'emprunt bancaire vont retarder la liquidation de leur créances auprès des pouvoirs publics afin de maintenir leur liquidité quitte à subir les fortes pénalités liées à un tel comportement. Nos tests portent alors sur la part de ce financement dans le passif à court terme de l'entreprise. Dans leur ensemble, leurs résultats sont repris dans le tableau 8. Comme précédemment, les estimations ont été réalisées sur la base des moindres carrés ordinaires avec exclusion des valeurs aberrantes se situant à plus de trois écarts types de la moyenne.

**Tableau 8 : Recours à la dette auprès de l'Etat pour le financement à court terme**

Le tableau ci-contre reprend les résultats de l'estimation par les moindres carrés ordinaires d'un modèle explicatif du recours à la dette fiscale et sociale pour l'échantillon total dans les régressions 1, 2 et 3, pour les entreprises ayant une banque décentralisée comme banque principale dans les régressions 4, 5 et 6, pour les entreprises ayant une banque centralisée comme banque principale dans les régressions 7, 8 et 9. La spécification en est la suivante :

$$DFS = \alpha + \beta_1 EFF + \beta_2 SA + \beta_3 AGE + \beta_4 DBCT + \beta_5 DECENT + \beta_6 RISQ + \beta_7 RESULTB + \beta_8 Secteurs + \varepsilon$$

La variable dépendante en est DFS, le ratio de la dette auprès de l'Etat sur le total de la dette à court terme de l'entreprise. Les variables indépendantes sont : EFF, le logarithme népérien de l'effectif total de l'entreprise considérée ; SA, une variable binaire prenant la valeur 1 si l'entreprise prend la forme d'une société anonyme 0 si non ; AGE, le logarithme népérien du nombre d'années écoulées depuis la création de l'entreprise ; DBCT, le ratio de la dette bancaire à court terme sur le total de la dette à court terme de l'entreprise ; DECENT, une variable binaire prenant la valeur 1 quand la banque principale de l'entreprise est une banque décentralisée 0 si non ; RISQ, la valeur du score de Conan Holder obtenue par l'entreprise ; RESULTB, une variable binaire prenant la valeur 1 si l'entreprise a réalisé un bénéfice pour l'exercice considéré 0 si non ; Secteurs, une série de variables binaires représentatives du secteur d'activité de l'entreprise : IND, pour l'industrie, COM, pour le commerce, CONST, pour la construction, SERV, pour le secteur des services.

	DFS								
	Rég 1	Rég 2	Rég 3	Rég 4	Rég 5	Rég 6	Rég 7	Rég 8	Rég 9
Constante	<b>0,515***</b> 27,156 0,000	<b>0,458***</b> 11,107 0,000	<b>0,491***</b> 11,864 0,000	<b>0,526***</b> 16,378 0,000	<b>0,520***</b> 7,405 0,000	<b>0,524***</b> 7,406 0,000	<b>0,493***</b> 20,594 0,000	<b>0,397***</b> 7,659 0,000	<b>0,444</b> 8,575 0,000
EFF	-0,000 0,109 0,912	0,000 0,034 0,972	<b>-0,009***</b> 2,813 0,004	-0,004 0,905 0,365	-0,004 0,893 0,371	<b>-0,011**</b> 2,352 0,018	0,003 0,785 0,432	0,004 0,980 0,326	-0,006 1,556 0,119
SA	<b>-0,047***</b> 8,465 0,000	<b>-0,047***</b> 8,463 0,000		<b>-0,046***</b> 4,942 0,000	<b>-0,046***</b> 4,930 0,000		<b>-0,048***</b> 6,910 0,000	<b>-0,048***</b> 6,944 0,000	
AGE	<b>0,010**</b> 2,576 0,010	<b>0,050**</b> 1,942 0,052	<b>0,043*</b> 1,661 0,096	<b>0,014**</b> 2,152 0,031	0,018 0,433 0,664	0,023 0,533 0,593	0,007 1,478 0,139	<b>0,076**</b> 2,284 0,022	<b>0,064*</b> 1,910 0,056
AGE <sup>2</sup>		-0,006 1,554 0,120	-0,006 1,561 0,118		-0,000 0,093 0,925	-0,002 0,326 0,744		<b>-0,012**</b> 2,080 0,037	<b>-0,011**</b> 1,962 0,049
DBCT	<b>-0,427***</b> 17,274 0,000	<b>-0,427***</b> 17,269 0,000	<b>-0,425***</b> 17,064 0,000	<b>-0,435***</b> 10,613 0,000	<b>-0,435***</b> 10,589 0,000	<b>-0,429***</b> 10,389 0,000	<b>-0,411***</b> 13,246 0,000	<b>-0,412***</b> 13,294 0,000	<b>-0,412</b> 13,174 0,000
DECENT	<b>-0,010**</b> 1,968 0,049	<b>-0,010*</b> 1,950 0,051	<b>-0,013***</b> 2,508 0,012						
RISQ	<b>0,003***</b> 15,117 0,000	<b>0,003***</b> 15,106 0,000	<b>0,002***</b> 14,577 0,000	<b>0,002***</b> 7,762 0,000	<b>0,002***</b> 7,760 0,000	<b>0,002***</b> 7,500 0,000	<b>0,003***</b> 13,795 0,000	<b>0,003***</b> 13,758 0,000	<b>0,003***</b> 13,270 0,000
RESULTB	<b>-0,013*</b> 1,702 0,088	<b>-0,013*</b> 1,722 0,084	-0,012 1,563 0,117	-0,014 1,168 0,242	-0,014 1,169 0,242	-0,014 1,156 0,247	-0,013 1,259 0,207	-0,013 1,293 0,195	-0,011 1,080 0,279
IND	<b>-0,141***</b> 12,991 0,000	<b>-0,140***</b> 12,905 0,000	<b>-0,146***</b> 13,415 0,000	<b>-0,139***</b> 7,059 0,000	<b>-0,139***</b> 7,042 0,000	<b>-0,146***</b> 7,369 0,000	<b>-0,143***</b> 11,066 0,000	<b>-0,142***</b> 10,958 0,000	<b>-0,147***</b> 11,357 0,000
COM	<b>-0,204***</b> 18,639 0,000	<b>-0,203***</b> 18,587 0,000	<b>-0,210***</b> 19,178 0,000	<b>-0,221***</b> 11,223 0,000	<b>-0,221***</b> 11,211 0,000	<b>-0,229***</b> 11,561 0,000	<b>-0,194***</b> 14,839 0,000	<b>-0,193***</b> 14,775 0,000	<b>-0,200***</b> 15,272 0,000
CONST	<b>-0,138***</b> 12,369 0,000	<b>-0,138***</b> 12,331 0,000	<b>-0,139***</b> 12,325 0,000	<b>-0,136***</b> 6,663 0,000	<b>-0,136***</b> 6,656 0,000	<b>-0,135***</b> 6,567 0,000	<b>-0,139***</b> 10,552 0,000	<b>-0,139***</b> 10,501 0,000	<b>-0,141***</b> 10,573 0,000
SERV	<b>0,078***</b> 6,667 0,000	<b>0,078***</b> 6,676 0,000	<b>0,071***</b> 6,036 0,000	<b>0,074***</b> 3,649 0,000	<b>0,074***</b> 3,649 0,000	<b>0,067***</b> 3,274 0,000	<b>0,080***</b> 5,502 0,000	<b>0,080***</b> 5,508 0,000	<b>0,073***</b> 5,016 0,000
R2 adj.	0,319	0,319	0,309	0,329	0,328	0,320	0,315	0,316	0,306
Fisher	<b>213,01***</b>	<b>195,51***</b>	<b>203,87***</b>	<b>91,66***</b>	<b>83,29***</b>	<b>88,07***</b>	<b>145,33***</b>	<b>132,65***</b>	<b>138,99***</b>
Indice de Cond.	22,27	104,89	100,58	21,47	101,30	96,40	22,17	104,67	100,39
Nbre	4975	4975	4975	3127	3127	3127	1848	1848	1848

Les astérisques portés en vis-à-vis des coefficients correspondent aux seuils de significativité des tests statistiques respectivement \*\*\* 99%, \*\* 95% et \* 90%.

Comme précédemment les trois premières régressions portent sur la totalité de l'échantillon. Nous notons que, conformément à nos prévisions, il apparaît bien un lien négatif entre le fait d'être une SA et le recours à la dette auprès de l'Etat. Les entreprises les plus opaques utilisent plus ce financement de substitution. Cette tendance est confirmée par l'exclusion de la variable dans la régression 3. En effet, elle permet de mettre en évidence une relation également négative entre la taille de l'entreprise mesurée par EFF et DFS. Ces résultats confortent notre hypothèse 1. Les tests pratiqués sur l'âge de leur côté vont, une fois encore, dans le sens d'un comportement séquentiel mais cette fois inverse par rapport au crédit fournisseur. Ainsi, les structures les plus jeunes ont un usage croissant du financement étatique, puis une fois la maturité atteinte, elles le diminuent progressivement. Lorsqu'elles sont victimes d'une trop forte asymétrie d'information, les entreprises augmentent leur utilisation de DFS à mesure que leurs besoins augmentent puis, cette difficulté levée, la diminue progressivement puisqu'ils accèdent plus facilement à d'autres sources de fonds moins coûteuses : crédit fournisseur ou crédit bancaire. Néanmoins, les *P-values* de AGE<sup>2</sup>, trop importantes, nous commandent la prudence vis-à-vis de cette conclusion. Enfin, la relation clairement négative entre DFS et DBCT, parachève la validation de l'hypothèse 1. Les candidats au crédit bancaire les plus opaques se voient plus fréquemment refuser un concours et donc doivent utiliser le crédit auprès de l'Etat. L'hypothèse 3 trouve également sa validation dans le tableau 9. Le coefficient négatif associé à DECENT montre clairement que les entreprises ayant pour banque principale une banque décentralisée, et donc pouvant bénéficier plus facilement d'un financement relationnel, utilisent significativement moins de dettes fiscales et sociales. Sur le plan des variables de contrôle, nous notons au passage que les entreprises les plus risquées semblent éprouver plus de difficultés de financement et donc recours plus aux substituts au crédit bancaire. Par ailleurs, les individus réalisant un bénéfice l'utilisent bien moins. Il apparaît ainsi que l'effet performance prime sur la possibilité de mobilisation de ce type de financement. Notons, pour finir, que les entreprises opérant dans les domaines de l'industrie, du commerce et de la construction apparaissent utiliser moins de DFS que celles opérant dans les transports tandis que celles opérant dans les services plus.

L'étude des deux sous-échantillons des structures opérant avec une banque décentralisée ou centralisée vient affiner l'analyse. Nous relevons alors les mêmes relations entre la taille de l'entreprise et l'utilisation du financement par les dettes fiscales et sociales allant dans le sens de notre hypothèse 1 que dans le cadre général. SA est négativement liée à DFS dans les deux cas. De plus, son exclusion permet de mettre en évidence un effet négatif de la variable EFF de manière bien plus convaincante pour les clients d'intermédiaire décentralisé que les autres. En fait, seul le comportement des deux groupes vis-à-vis de l'âge diffère clairement des trois premières régressions. Ainsi, les entreprises pour lesquelles DECENT=1 voient leur usage de la dette auprès de l'Etat croître avec l'âge tandis que celles pour qui DECENT=0 connaissent dans un premier temps un pic d'utilisation puis une réduction progressive. On retrouve le comportement inverse de celui relevé sur le crédit fournisseur. L'usage croissant en début de vie pourrait être lié à la décroissance du crédit fournisseur. Par ailleurs, l'aspect de substitut au crédit bancaire est encore une fois renforcé sur les deux sous-échantillons DBCT est négatif et significativement différent de 0. Cependant, il apparaît plus important pour les entreprises à banque principale décentralisée que les autres, qui rappelons le, utilisent bien moins la dette auprès de l'Etat et donc semblent souffrir moins de rationnement en crédit bancaire. Ceci confirme une nouvelle fois notre hypothèse 3. Concernant les variables de contrôle, nous retrouvons exactement les mêmes tendances que dans le cadre général.

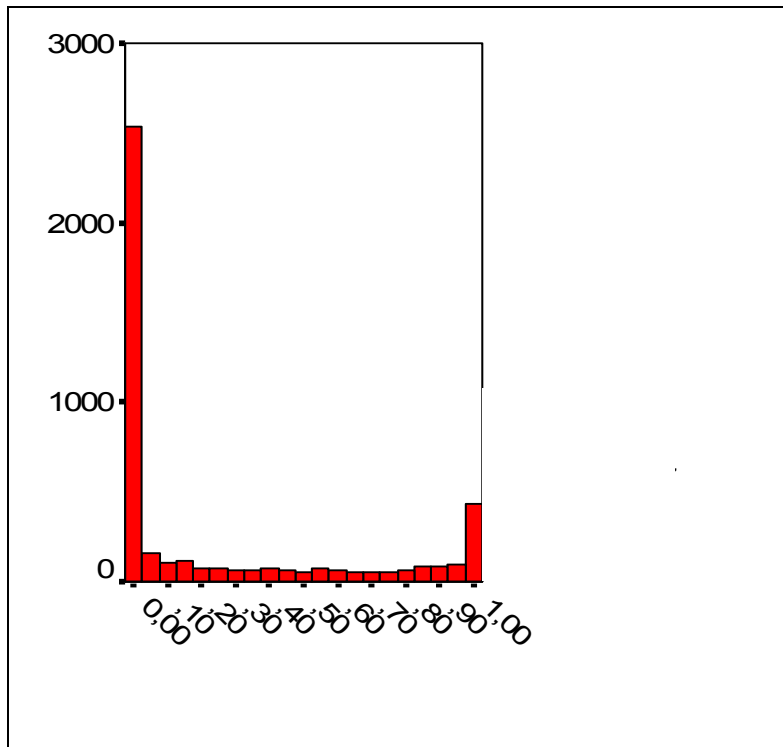
En conclusion, le tableau 8 présente de nouveaux des résultats en conformité avec notre hypothèse 1. Les entreprises les plus opaques doivent recourir plus fréquemment aux financements de substitution au crédit bancaire considéré. Ainsi, les plus petites et les plus jeunes utilisent une plus grande proportion de crédit auprès de l'Etat pour leurs besoins à court terme. D'ailleurs, contrairement à ce qui fut constaté sur le crédit fournisseur, l'utilisation de celui-ci diminue passé un certain âge. Les résultats sont ici plus marqués. Par ailleurs notre hypothèse 3 est également confortée. Les entreprises en relation avec une banque principale décentralisée affichent une utilisation bien moins importante de la dette fiscale et sociale que leurs homologues travaillant avec une banque centralisée. La réduction de l'asymétrie d'information permise par la mise en place d'une relation de clientèle

avec un intermédiaire financier de proximité ouvre un meilleur accès au crédit bancaire et donc une utilisation moindre de substituts coûteux.

### **C/ Le recours au crédit-bail**

La dernière série de modèles de rationnement du crédit bancaire sur base informationnelle estimée repose sur l'utilisation du crédit-bail faite par l'entreprise. Ce type de financement, par la garantie implicite qu'il inclut, permet de surmonter plus facilement les difficultés en cas d'échec du projet, la propriété de l'objet de l'investissement restant quoiqu'il arrive au financeur. Les problèmes de hasard moral et de sélection adverse sont ainsi grandement minorés. Notre test se décompose à nouveau en deux phases. Tout d'abord, nous nous focalisons sur la probabilité de recourir au crédit-bail pour financer un actif de l'entreprise. Les estimations correspondantes sont intégralement reprises dans le tableau 9. Elles sont obtenues au travers d'un modèle LOGIT. Puis, nous revenons, dans le tableau 10, sur la relation sous le prisme de la part de crédit-bail utilisée pour le financement à moyen long terme de l'entreprise. Le modèle estimé est alors un TOBIT tronqué à 0, celui-ci correspondant aux cas où les entreprises n'utiliseraient pas ce montage particulier. Les deux séries de résultats produits sont obtenues au travers du maximum de vraisemblance. Nous leur appliquons par ailleurs le même traitement des valeurs aberrantes que précédemment.





**Figure 1. Diagramme de la politique d'utilisation du crédit-bail sur l'échantillon**

L'intérêt de cette double approche est mis en avant par la figure 1. L'histogramme représenté reprend les fréquences du ratio d'utilisation du crédit-bail pour le financement des investissements à moyen long terme de l'entreprise sur notre échantillon. On y retrouve les mêmes politiques d'utilisation du crédit-bail que celles décrites dans De Bodt, Filareto et Lobezi (2001). D'un côté, nous notons une forte proportion de clients n'y recourant jamais et de l'autre une proportion ici moins importante finançant à 100% ses investissements par crédit-bail. Les situations intermédiaires occupent elles, pour leur part, une aire restreinte. Ainsi, deux politiques types semblent se dégager. Notre premier test porte ainsi sur l'option pour l'une d'entre elles, tandis que notre second vient contrôler si l'importance du recours ne vient pas modifier les relations identifiées.

**Tableau 9 : Recours au crédit-bail dans le financement à moyen long terme**

Le tableau ci-contre reprend les résultats de l'estimation par le maximum de vraisemblance d'un modèle Logit explicatif du recours au crédit-bail pour l'échantillon total dans les régressions 1, 2 et 3, pour les entreprises ayant une banque décentralisée comme banque principale dans les régressions 4, 5 et 6, pour les entreprises ayant une banque centralisée comme banque principale dans les régressions 7, 8 et 9. La spécification en est la suivante :

$$\text{CREDBIN} = \alpha + \beta_1 \text{EFF} + \beta_2 \text{SA} + \beta_3 \text{AGE} + \beta_4 \text{DBLT} + \beta_5 \text{DECENT} + \beta_6 \text{RISQ} + \beta_7 \text{TAX} + \beta_8 \text{Secteurs} + \varepsilon$$

La variable dépendante en est CREDBIN, une variable binaire prenant la valeur 1 si l'entreprise recourt au crédit-bail. Les variables indépendantes sont : EFF, le logarithme népérien de l'effectif total de l'entreprise considérée ; SA, une variable binaire prenant la valeur 1 si l'entreprise prend la forme d'une société anonyme 0 si non ; AGE, le logarithme népérien du nombre d'années écoulées depuis la création de l'entreprise ; DBLT, le ratio de la dette bancaire à moyen long terme sur la dette totale à moyen long terme de l'entreprise avec réintégration du crédit-bail ; DECENT, une variable binaire prenant la valeur 1 quand la banque principale de l'entreprise est une banque décentralisée 0 si non ; RISQ, la valeur du score de Conan Holder obtenue par l'entreprise ; TAX, Ratio entre le montant de l'impôt sur les sociétés dû par l'entreprise pour l'exercice considéré sur le résultat de cette même année ; Secteurs, une série de variables binaires représentatives du secteur d'activité de l'entreprise : IND, pour l'industrie, COM, pour le commerce, CONST, pour la construction, SERV, pour le secteur des services.

	CREDBIN								
	Rég 1	Rég 2	Rég 3	Rég 4	Rég 5	Rég 6	Rég 7	Rég 8	Rég 9
Constante	<b>0,704***</b> 3,230 0,001	-0,423 0,850 0,398	-0,435 0,870 0,382	0,330 0,930 0,354	-0,330 0,400 0,688	-0,322 0,390 0,695	<b>0,800***</b> 2,830 0,005	-0,812 1,250 0,210	-0,865 1,350 0,178
EFF	<b>0,103**</b> 2,520 0,012	<b>0,113***</b> 2,750 0,006	<b>0,117***</b> 3,000 0,003	0,012 0,220 0,828	0,017 0,300 0,764	0,006 0,110 0,910	<b>0,194***</b> 3,390 0,001	<b>0,210***</b> 3,640 0,000	<b>0,223***</b> 4,140 0,000
SA	0,018 0,270 0,788	0,018 0,270 0,787		-0,078 0,720 0,473	-0,074 0,680 0,497		0,058 0,670 0,501	0,055 0,640 0,525	
AGE	<b>-0,090*</b> 1,840 0,066	<b>0,703**</b> 2,190 0,029	<b>0,706**</b> 2,200 0,028	-0,008 0,110 0,915	0,441 0,860 0,388	0,447 0,870 0,382	<b>-0,159**</b> 2,490 0,013	<b>0,999**</b> 2,360 0,019	<b>1,012**</b> 2,390 0,017
AGE <sup>2</sup>		<b>-0,137**</b> 2,490 0,013	<b>-0,137***</b> 2,490 0,013		-0,075 0,890 0,373	-0,078 0,920 0,358		<b>-0,204***</b> 2,760 0,006	<b>-0,204***</b> 2,770 0,006
DBLT	<b>-0,575***</b> 6,430 0,000	<b>-0,578***</b> 6,460 0,000	<b>-0,579***</b> 6,480 0,000	-0,057 0,390 0,697	-0,057 0,390 0,695	-0,053 0,360 0,717	<b>-0,880***</b> 7,780 0,000	<b>-0,888***</b> 7,840 0,000	<b>-0,892***</b> 7,890 0,000
DECENT	<b>-0,134**</b> 2,110 0,035	<b>-0,133**</b> 2,100 0,036	<b>-0,132**</b> 2,080 0,037						
RISQ	<b>-0,019***</b> 6,910 0,000	<b>-0,019***</b> 6,970 0,000	<b>-0,019***</b> 6,970 0,000	<b>-0,015***</b> 3,540 0,000	<b>-0,015***</b> 3,550 0,000	<b>-0,015***</b> 3,600 0,000	<b>-0,023***</b> 6,030 0,000	<b>-0,023***</b> 6,120 0,000	<b>-0,023***</b> 6,090 0,000
TAX	0,015 0,28 0,779	0,014 0,260 0,795	0,014 0,270 0,787	-0,009 0,080 0,934	-0,012 0,110 0,914	-0,013 0,120 0,905	0,021 0,340 0,735	0,021 0,330 0,738	0,0228 0,360 0,716
IND	<b>-0,422***</b> 3,330 0,001	<b>-0,407***</b> 3,210 0,001	<b>-0,404***</b> 3,200 0,001	-0,232 1,070 0,285	-0,221 1,020 0,309	-0,232 1,070 0,285	<b>-0,491***</b> 3,130 0,002	<b>-0,470***</b> 2,990 0,003	<b>-0,463***</b> 2,950 0,003
COM	<b>-1,018***</b> 7,890 0,000	<b>-1,009***</b> 7,820 0,000	<b>-1,007***</b> 7,820 0,000	<b>-0,886***</b> 4,030 0,000	<b>-0,878***</b> 3,990 0,000	<b>-0,890***</b> 4,060 0,000	<b>-1,045***</b> 6,490 0,000	<b>-1,033***</b> 6,420 0,000	<b>-1,024***</b> 6,380 0,000
CONST	<b>-0,604***</b> 4,630 0,000	<b>-0,596***</b> 4,580 0,000	<b>-0,596***</b> 4,570 0,000	<b>-0,518**</b> 2,290 0,022	<b>-0,512**</b> 2,260 0,024	<b>-0,510**</b> 2,250 0,024	<b>-0,622***</b> 3,870 0,000	<b>-0,611***</b> 3,800 0,000	<b>-0,609***</b> 3,790 0,000
SERV	<b>-0,998***</b> 7,130 0,000	<b>-0,998***</b> 7,130 0,000	<b>-0,995***</b> 7,130 0,000	<b>-0,877***</b> 3,810 0,000	<b>-0,874***</b> 3,790 0,000	<b>-0,885***</b> 3,850 0,000	<b>-1,023***</b> 5,690 0,000	<b>-1,025***</b> 5,700 0,000	<b>-1,017***</b> 5,670 0,000
Pseudo R2	0,033	0,034	0,034	0,023	0,023	0,023	0,047	0,049	0,049
LR	<b>222,05***</b>	<b>228,42**</b>	<b>228,35***</b>	<b>55,89***</b>	<b>56,70***</b>	<b>56,24***</b>	<b>196,48***</b>	<b>204,31***</b>	<b>203,91***</b>
Nbre	4947	4947	4947	1834	1834	1834	3113	3113	3113

Les astérisques portés en vis-à-vis des coefficients correspondent aux seuils de significativité des tests statistiques respectivement \*\*\* 99%, \*\* 95% et \* 90%.

La lecture des trois premières régressions montre des résultats mitigés vis-à-vis de notre hypothèse 1. Ainsi, nous relevons un lien positif et significatif entre la probabilité d'utiliser le crédit-bail et la taille de l'entreprise mesurée par son effectif EFF. Les entreprises les plus grandes utilisent plus fréquemment la location financière. Ceci contredit la théorie d'une utilisation liée aux problèmes d'opacité. Néanmoins, les résultats obtenus sur l'âge de l'entreprise, nous commande de nuancer l'analyse. En effet, les plus jeunes apparaissent clairement faire un usage plus important de ce financement. La spécification non linéaire du test montre ainsi, comme pour les dettes fiscales et sociales, que, dans un premier temps, l'usage de crédit-bail augmente, pour, dans un second, une fois un âge limite atteint, diminuer au fil du temps. Par ailleurs, le signe négatif associé à DBLT confirme ici l'existence, quel que soit le degré d'opacité, d'une forme de substitution entre le crédit-bail et le crédit bancaire à moyen long terme et ce, même si l'explication informationnelle reste uniquement validée par la dimension de l'âge de nos variables.

Concernant l'hypothèse 4, les résultats sont plus clairs. DECENT est négative et significative. Les entreprises travaillant avec une banque principale décentralisée utilisent moins fréquemment le crédit-bail. Elles semblent lui préférer la dette bancaire qui apparaît souffrir de manière moins intense de rationnement puisque pouvant prendre la forme d'un financement relationnel. Cependant, une explication à la fois alternative et complémentaire doit être envisagée. En effet, notre hypothèse 5 veut que ce soit non plus le fait de travailler avec une banque décentralisée, relationnelle, qui diminue l'usage du crédit-bail, mais plutôt celui de travailler avec une banque centralisée, transactionnelle, qui favorise l'usage de ce financement standardisé à même de gérer les problèmes d'informations différemment que par le biais d'un lien de long terme. Cependant, cette différenciation ne peut qu'être approchée par la comparaison des comportements des entreprises sur les sous-échantillons des entreprises ayant des banques de différents types.

Sur le plan des variables de contrôle peu de choses sont à noter. Les entreprises les plus risquées obtiennent moins fréquemment un crédit-bail et

pourrait-on dire à la lecture des résultats précédents de financement tout court. Le taux d'imposition ne semble pas influencer la décision. TAX est non significatif. Ceci peut être dû à l'existence de l'effet décalé mise en avant notamment par Graham, Lemmon et Schallheim (1998) non pris en compte de manière formel dans notre test. Vis-à-vis de la répartition sectoriel du crédit-bail, nous relevons que les entreprises travaillant dans les secteurs de l'industrie, du commerce, de la construction et des services recourent moins souvent au crédit-bail que notre secteur de référence les transports.

Lorsque l'on compare les résultats obtenus sur les deux sous-échantillons, DECENT=1 et DECENT=0, on constate pour les premières, qui rappelons-le utilisent moins fréquemment le crédit-bail, que seules certaines variables de contrôle apparaissent avoir un effet sur CREDBIN. L'absence de significativité de DBLT, dans ce contexte, marque la différence entre les politiques de financement des entreprises qui travaillent avec une banque principale décentralisée et celles travaillant avec des partenaires centralisés. Le crédit-bail n'apparaît comme substitut au crédit bancaire uniquement dans le deuxième cas confortant ainsi notre hypothèse 5. Cette différence est d'autant plus marquée que les variables représentatives de l'asymétrie d'information ne sont significatives que dans le contexte d'une banque centralisée avec un effet clairement non linéaire pour la variable âge. Ainsi, il apparaît clairement que ce type de partenaires financiers utilise le crédit-bail pour gérer les problèmes de sélection adverse et de hasard moral.

**Tableau 10 : Recours au crédit-bail dans le financement à moyen long terme**

Le tableau ci-contre reprend les résultats de l'estimation par le maximum de vraisemblance d'un modèle Tobit explicatif du recours au crédit-bail pour l'échantillon total dans les régressions 1, 2 et 3, pour les entreprises ayant une banque décentralisée comme banque principale dans les régressions 4, 5 et 6, pour les entreprises ayant une banque centralisée comme banque principale dans les régressions 7, 8 et 9. La spécification en est la suivante :

$$\text{CREDB} = \alpha + \beta_1 \text{EFF} + \beta_2 \text{SA} + \beta_3 \text{AGE} + \beta_4 \text{DBLT} + \beta_5 \text{DECENT} + \beta_6 \text{RISQ} + \beta_7 \text{TAX} + \beta_8 \text{Secteurs} + \varepsilon$$

La variable dépendante en est CREDB, le ratio du total du financement par crédit-bail de l'entreprise sur le total de son endettement à moyen long terme après réintégration du crédit-bail. Les variables indépendantes sont : EFF, le logarithme népérien de l'effectif total de l'entreprise considérée ; SA, une variable binaire prenant la valeur 1 si l'entreprise prend la forme d'une société anonyme 0 si non ; AGE, le logarithme népérien du nombre d'années écoulées depuis la création de l'entreprise ; DBCT, le ratio de la dette bancaire à moyen long terme sur la dette total à moyen long terme de l'entreprise avec réintégration du crédit-bail ; DECENT, une variable binaire prenant la valeur 1 quand la banque principale de l'entreprise est une banque décentralisée 0 si non ; RISQ, la valeur du score de Conan Holder obtenue par l'entreprise ; TAX, Ratio entre le montant de l'impôt sur les sociétés dû par l'entreprise pour l'exercice considéré sur le résultat de cette même année ; Secteurs, une série de variables binaires représentatives du secteur d'activité de l'entreprise : IND, pour l'industrie, COM, pour le commerce, CONST, pour la construction, SERV, pour le secteur des services.

	CREDB								
	Rég 1	Rég 2	Rég 3	Rég 4	Rég 5	Rég 6	Rég 7	Rég 8	Rég 9
Constante	0,419*** 7,210 0,000	0,100 0,750 0,453	0,099 0,750 0,456	0,355*** 3,560 0,000	0,141 0,610 0,542	0,142 0,610 0,541	0,433*** 5,920 0,000	0,003 0,020 0,984	0,001 0,010 0,993
EFF	0,005 0,520 0,603	0,008 0,780 0,438	0,009 0,850 0,397	-0,027 -0,026 0,110	-0,026 1,500 0,135	-0,027 1,600 0,105	0,034** 2,290 0,022	0,038** 2,560 0,011	0,039*** 2,760 0,006
SA	0,001 0,080 0,934	0,001 0,080 0,936		-0,008 0,260 0,794	-0,006 0,220 0,829		0,002 0,130 0,897	0,001 0,080 0,935	
AGE	-0,037*** 2,770 0,006	0,187** 2,170 0,030	0,187** 2,170 0,030	-0,016 0,740 0,462	0,128 0,890 0,372	0,129 0,900 0,370	-0,053*** 3,180 0,001	0,256** 2,350 0,019	0,256** 2,350 0,019
AGE <sup>2</sup>		-0,038*** 2,630 0,008	-0,038*** 2,630 0,008		-0,024 1,020 0,308	-0,024 1,030 0,303		-0,054*** 2,870 0,004	-0,054*** 2,870 0,004
DBLT	-0,375*** 14,730 0,000	-0,376*** 14,770 0,000	-0,376*** 14,790 0,000	-0,221*** 5,080 0,000	-0,221*** 5,080 0,000	-0,221*** 5,080 0,000	-0,462*** 14,750 0,000	-0,464*** 14,820 0,000	-0,464*** 14,850 0,000
DECENT	-0,0408** 2,360 0,018	-0,040** 2,340 0,020	-0,040** 2,340 0,020						
RISQ	-0,003*** 5,170 0,000	-0,003*** 5,210 0,000	-0,003*** 5,210 0,000	-0,002*** 2,580 0,010	-0,002*** 2,590 0,010	-0,002*** 2,600 0,009	-0,004*** 5,000 0,000	-0,005*** 5,100 0,000	-0,005*** 5,100 0,000
TAX	0,004 0,300 0,762	0,003 0,290 0,775	0,004 0,290 0,773	-0,003 0,110 0,915	-0,004 0,140 0,891	-0,004 0,140 0,889	0,006 0,420 0,676	0,006 0,430 0,670	0,006 0,430 0,667
IND	-0,198*** -6,040 0,000	-0,194*** 5,920 0,000	-0,194*** 5,930 0,000	-0,181*** 3,020 0,003	-0,177*** 2,960 0,003	-0,178*** 2,980 0,003	-0,194*** 4,980 0,000	-0,189*** 4,850 0,000	-0,189*** 4,860 0,000
COM	-0,399*** 11,760 0,000	-0,396*** 11,690 0,000	-0,396*** 11,740 0,000	-0,395*** 6,470 0,000	-0,393*** 6,430 0,000	-0,394*** 6,470 0,000	-0,387*** 9,550 0,000	-0,384*** 9,490 0,000	-0,383*** 9,530 0,000
CONST	-0,248*** 7,280 0,000	-0,246*** -7,240 0,000	-0,246*** -7,240 0,000	-0,240*** 3,830 0,000	-0,238*** 3,800 0,000	-0,238*** 3,800 0,000	-0,239*** 5,960 0,000	-0,236*** 5,900 0,000	-0,236*** 5,900 0,000
SERV	-0,390*** 10,570 0,000	-0,390 10,580 0,000	-0,390*** 10,610 0,000	-0,401*** 6,260 0,000	-0,399*** 6,240 0,000	-0,400*** 6,270 0,000	-0,368*** 8,090 0,000	-0,369*** 8,130 0,000	-0,369*** 8,150 0,000
Pseudo R2	0,070	0,071	0,071	0,044	0,044	0,044	0,095	0,097	0,097
LR	454,28***	461,29***	461,29***	103,92***	104,97***	104,92***	390,81***	399,16***	399,15***
Nbre	4947	4947	4947	1834	1834	1834	3113	3113	3113

Les astérisques portés en vis-à-vis des coefficients correspondent aux seuils de significativité des tests statistiques respectivement \*\*\* 99%, \*\* 95% et \* 90%.

Le tableau 10 présente les mêmes tests que le précédent à la différence que la variable explicative n'est plus une binaire correspondant à l'utilisation ou non du crédit-bail, mais une variable continue tronquée en 0 considérant l'importance de cet usage dans le financement par dette à moyen long terme de l'entreprise. Ceci nous permet de discerner si l'effet volume joue dans les déterminants du recours à cette formule.

Les résultats tirés des régressions réalisées sur l'échantillon total confirment dans leurs grandes lignes ceux du tableau 9. Néanmoins, EFF apparaît ici non significativement liée à notre variable expliquée CREDB. La taille de l'entreprise, son effectif total, ne semble pas jouer ici lorsque l'on considère le degré d'utilisation. Dans leur ensemble, les estimations suivantes confirment la validité de notre hypothèse 1. Les entreprises les plus jeunes utilisent une proportion croissante du crédit-bail et les plus anciennes décroissante. De plus, DBLT demeure négatif et significatif à un seuil de confiance de 99%. L'hypothèse 4 est également à nouveau confortée par DECENT. Il apparaît bien que les entreprises à banque principale décentralisée utilisent moins de crédit-bail. Pour l'hypothèse 5, il faut à nouveau se référer à la comparaison des sous-échantillons. Les résultats des variables de contrôle sont les mêmes que précédemment.

L'étude des six dernières régressions vient de nouveau confirmer les résultats du tableau 9. Ainsi, les entreprises travaillant avec une banque principale décentralisée ne semblent pas voir leur niveau d'utilisation du crédit-bail influencé par l'importance des asymétries d'information subies par leurs financeurs. Leurs homologues travaillant avec des banques centralisées voient de leur côté leur mode de financement clairement être facteur à la fois de leur effectif et de leur âge. Les plus grandes d'entre elles, celles pour qui EFF est important, de même que les plus jeunes recourent ainsi à plus de crédit-bail que les autres. Ce constat nous conduit encore une fois à conclure en faveur de l'hypothèse 5. Le crédit-bail est bien un substitut au crédit bancaire, DBLT est négatif et significatif sur les deux sous-échantillons. Il est tout particulièrement utilisé par les banques centralisées qui le proposent à leurs clients les plus opaques afin de limiter les conséquences négatives d'informations difficilement transmissibles et vérifiables.

Pour résumer, nous tirons de ces deux derniers tableaux, à la fois vis-à-vis de la probabilité d'utiliser le crédit-bail et de l'importance de son utilisation, la confirmation de la qualité de substitut au financement bancaire classique en situation de forte asymétrie informationnelle de la location financière. Les analyses confirment ainsi notre hypothèse 1 et par là même les conclusions tirées de Sharpe et Nguyen (1995) et De Bodt, Filareto et Lobeze (2001). Par ailleurs, les résultats obtenus confortent également les prédictions issues de nos hypothèses 4 et 5. D'une part, les entreprises bénéficiant d'une relation de banque principale avec une banque décentralisée utilisent moins le crédit-bail puisque pouvant gérer leur opacité au travers d'un financement relationnel. D'autre part, celles travaillant avec une banque centralisée y recourent plus fréquemment lorsqu'elles sont plus jeunes et donc lorsqu'elles éprouvent le plus de difficultés à convaincre de leur qualité. Ainsi, comme le laissent entendre Strahan et Weston (1996), les banques transactionnelles apparaissent compenser leur difficulté à entrer dans un financement relationnel avec les PME les moins transparentes en leur offrant des engagements standardisés spécifiquement conçus à cette fin tels que le crédit-bail.

## **Conclusion**

Dans ce chapitre, nous avons conduit une investigation empirique portant sur les conséquences de la mise en place d'un financement relationnel sur les difficultés, que peuvent éprouver les entreprises souffrant d'asymétries d'information à obtenir du crédit bancaire. Ce type de configuration contractuelle en favorisant l'échange et le traitement d'informations permet de réduire les situations de rationnement du financement bancaire et donc de rendre la décision du prêteur plus efficiente. Pour approcher sa mise en place, nous nous sommes basés sur la forme organisationnelle de la banque principale. En effet, Stein (2002) montre que les banques à la structure décentralisée sont plus susceptibles que leurs consœurs centralisées de proposer ce type de contrat. Les premières détiennent un avantage sur les secondes dans la transmission d'informations qualitatives aux contenus non standardisables. En cela, nous nous situons dans le prolongement de Berger et al. (2005).

Nous relevons, d'une part, que les entreprises les plus opaques recourent bien plus fréquemment aux substituts coûteux au financement bancaire que sont le

crédit fournisseur, même si celui-ci peut dans un premier temps être utilisé comme un signal à l'attention des investisseurs extérieures comme le montre Biais et Gollier (1997), les dettes fiscales et sociales et le crédit-bail. D'autre part, nous constatons également que le fait d'entretenir une relation privilégiée avec une banque principale décentralisée limite le recours à ces solutions alternatives et donc permet de limiter les cas de rationnement du crédit. Enfin, il apparaît que les banques centralisées proposent plus fréquemment un financement par crédit-bail à leurs clients les plus opaques que les banques décentralisées qui lui préfèrent un crédit classique. Ceci confirme la vision développée par Strahan et Weston (1996) qui veut que les limitations à la mise en place de relations bancaires de long terme impliquées par les restructurations bancaires et la diminution du nombre des banques décentralisées qu'elles génèrent, soient compensés au moins pour partie dans leurs effets sur le financement des PME par l'utilisation de produits standardisés nouveaux adaptés à leurs risques spécifiques.





**Chapitre 2**

**Choix de la banque principale de la  
PME, la capacité à fournir un  
financement relationnel compte t-  
elle ?<sup>30</sup>**

---

<sup>30</sup> Ce chapitre est adapté de El Hajj Chéhade et Vigneron (2006) « Small business' main bank choice and organizational structure : evidence from France »



Dans ce second chapitre, nous retournons la question posée dans le précédent. Partant du constat de l'amélioration des conditions d'accès au crédit des entreprises opaques au travers de l'établissement d'un financement relationnel bancaire auprès d'une banque décentralisées, nous nous interrogeons sur le fait de savoir si celles-ci vont choisir leur banque principale en fonction de sa capacité à fournir ce type de configuration contractuelle. Nous posons la question suivante : les PME/PMI choisissent-elles leur banque principale<sup>31</sup> en fonction des caractéristiques spécifiques de leurs besoins de financement ? L'incertitude pesant sur leurs activités étant difficile à appréhender pour les partenaires financiers extérieurs, ce choix revêt une importance toute particulière, si l'entreprise veut éviter de subir un rationnement du financement trop handicapant. En effet, l'information publiquement disponible au sujet des PME est généralement insuffisante pour éclairer une décision de crédit. De plus, l'investissement nécessaire à l'amélioration de cette information apparaît souvent trop coûteux relativement aux rendements qui pourraient en être retirés par un financeur potentiel, compte tenu des montants considérés. Il n'est donc que rarement entrepris (Besanko et Kanatas, 1993). Ainsi, l'opacité propre à ces structures les rend particulièrement sujettes à des problèmes de rationnement du crédit (Ang, 1991 ; 1992). L'établissement d'un lien privilégié avec une banque capable d'accompagner son développement, voire de l'aider à assurer sa survie en cas de difficultés, s'avère alors crucial pour la PME. Nous nous proposons dans cet article d'examiner les déterminants de ce choix.

La théorie financière a mis en évidence l'existence chez les banques de deux modes de gestion du risque client (Boot, 2000). Le premier, transactionnel, consiste pour la banque à diversifier au maximum son portefeuille d'engagements et à investir un minimum dans l'information sur ses clients. Dans ce cas, la banque se limite à une information standard, publiquement disponible et principalement tirée de la comptabilité. Le second mode, relationnel, repose au contraire sur un fort investissement dans l'information concernant les clients, par ailleurs, moins nombreux. Ceci permet à la banque de générer à leur sujet une information privée, pour partie non standard, lui donnant un avantage sur ses concurrentes. Le coût

---

<sup>31</sup> La banque principale est celle avec laquelle l'entreprise travaille en priorité et donc qui intervient majoritairement dans son financement (Elsas 2005).

unitaire supplémentaire de ce second mode de gestion est amorti sur la durée au travers de multiples interactions entre la banque et son client. Le risque de défaut est alors prévenu plutôt que réparti. Les études pratiquées dans différents pays montrent que le mode relationnel permet aux entreprises les plus opaques, pour lesquelles l'information standard, est à la fois insuffisamment disponible et très pauvre, d'améliorer leur accès au crédit (Degryse et Ongena, 2008).

Stein (2002) démontre que le mode de gestion relationnel est plus fréquemment utilisé par des banques présentant une structure organisationnelle décentralisée. En effet, l'information, non standard, associée au financement dans ce contexte, s'avère difficilement transmissible et vérifiable au sein de la hiérarchie des organismes de crédit. Par conséquent, dans les structures centralisées, les chargés d'affaires, en prise avec la clientèle, vont être désincités à la production de ce type d'information, faute de voir leurs supérieurs à même de reconnaître la qualité de leurs décisions de crédit et de les récompenser en proportion. Aussi testons-nous deux hypothèses: l'existence d'un lien entre le degré d'opacité de l'entreprise et le degré de décentralisation de la banque principale qu'elle choisit, et la présence d'un rationnement du crédit plus important chez les entreprises qui, malgré une opacité importante, opéreraient avec une banque ayant une structure centralisée.

Répondre à ces interrogations est d'autant plus important que nous nous trouvons face à un mouvement de restructuration bancaire important qui pourrait réduire l'offre de financement relationnel bancaire et donc augmenter le phénomène de rationnement du crédit chez les entreprises opaques. Les nombreuses fusions acquisitions dans le secteur augmentent la complexité des organisations et les réformes engagées dans le cadre de Bâle II poussent à une standardisation de plus en plus importante de l'information financière au sein des établissements de crédit<sup>32</sup>.

Il existe peu d'éléments empiriques susceptibles de nous aiguiller sur ces questions. A notre connaissance, aucune étude n'a spécifiquement été menée sur le cas français, ni même sur un quelconque autre cas européen<sup>33</sup>. Les principales études

---

<sup>32</sup> Pour plus de détails sur ces questions, se référer à Berger et Udell (2002).

<sup>33</sup> Elsas (2005) étudie, sur un échantillon allemand, la question de l'autodétermination par la banque de son statut de banque principale (*Hausbank*). Néanmoins, son analyse se focalise sur des variables

antérieures ont été pratiquées sur d'autres marchés, principalement américain. Elles relèvent que la taille des banques, qui peut être interprétée comme un indicateur de leur structure organisationnelle, influe sur leur capacité à prêter aux entreprises les plus petites (Berger, Klapper et Udell, 2001 ; Berger, Rosen et Udell, 2007). Ainsi, Berger et al. (2005) notent que les PME qui empruntent auprès de grandes banques doivent, plus fréquemment, faire face à des problèmes de rationnement du crédit.

Pour notre part, nous examinons le choix de banque principale réalisé par un échantillon de 6 258 PME françaises de moins de 5 ans. Le financement de ces entreprises apparaît tout particulièrement tributaire de l'adoption par la banque d'une gestion relationnelle, dans la mesure où elles présentent des caractéristiques d'opacité et de risque particulièrement importantes du fait de leur jeune âge. Nous estimons une série de modèles explicatifs de la nature plus ou moins décentralisée de la banque avec laquelle chacune d'entre elles travaille à titre principal. Nous retenons, comme facteurs explicatifs de ce choix, des mesures de l'opacité de ces entreprises, de leur risque apparent ainsi que d'une série de facteurs de contrôle représentatifs de la spécialisation sectorielle de la banque et de l'étendue du marché sur lequel opère l'entreprise. Nous relevons, d'une part, que les PME pour qui les problèmes d'asymétries d'informations sont les plus importants, les plus opaques, se tournent de manière prioritaire vers les banques décentralisées, et d'autre part, que les entreprises traitant avec des banques centralisées se trouvent plus fréquemment rationnées en crédit. Ces résultats tendent à confirmer l'hypothèse de l'existence d'un lien entre la structure organisationnelle de la banque et sa capacité à fournir du financement qu'on peut qualifier de relationnel.

L'article est organisé de la manière suivante. Dans la section suivante, nous présentons une synthèse de la littérature afférente au sujet de manière à en extraire nos hypothèses. La section 3 décrit le jeu de données utilisé et les variables mobilisées. La section 4 traite des différents résultats obtenus. La dernière section résume nos principales conclusions.

---

interactionnelles et exclue la dimension organisationnelle bancaire. Il confronte le résultat de cette autodéfinition avec les indices de la présence d'un financement de type relationnel habituellement utilisés dans les travaux empiriques : antériorité (durée) du lien existant entre la banque et son client, et exclusivité de celui-ci.

---

## Section 1 : Littérature

La littérature empirique récente constate l'existence d'un meilleur accès au crédit pour les PME bénéficiant d'un financement relationnel bancaire. A la suite de Petersen et Rajan (1994), les principaux travaux relèvent l'existence d'un lien entre des indicateurs de rationnement du crédit et des indicateurs de la présence de ce type de financement: la durée de la relation entre la banque et le client, l'exclusivité et l'intensité de leurs interactions. Ces résultats convergent quelque soit le marché où le test est réalisé. Ainsi, Cole (1998) les confirme sur le marché américain, D'auria et al. (1999) sur le marché italien, Elsas et Krahn (1998) et Harhoff et Korting (1998) sur le marché allemand et Ziane (2004) sur le marché français<sup>34</sup>.

Le financement relationnel bancaire, en tant qu'accord implicite de long terme, favorise l'échange d'informations ce qui permet de réduire les coûts de renégociation des contrats explicites liant les parties. Ceci crée une certaine flexibilité financière chez l'emprunteur et réduit pour le prêteur l'intérêt de pratiquer le rationnement du crédit (Greenbaum et al., 1989). Durant la relation, la banque accumule, de l'information sur son client, ce qui lui permet de dégager un avantage sur ses concurrentes en déplaçant les asymétries d'informations en dehors de ce lien établi. Elle peut alors extraire de cette situation privilégiée une rente qui sera partiellement mobilisée lui permettant d'amortir l'investissement réalisé afin d'en bénéficier (Sharpe, 1990). L'information recueillie ici se différencie de celle obtenue dans un cadre classique, transactionnel, dans la mesure où elle inclut de nombreux éléments de type qualitatif, *Soft* (Petersen, 2004). Elle est le produit des contacts répétés du représentant de la banque avec l'emprunteur, ses clients, ses fournisseurs et plus généralement avec son environnement, mais aussi de l'historique des crédits accordés (Stein 2002 ; Berger, Klapper et Udell, 2001). Cette information est par nature difficilement transmissible à un tiers qui ne pourra lui accorder que peu de crédibilité, sauf s'il investit fortement pour la reproduire afin d'en vérifier la véracité. On lui oppose l'information quantitative standard, *Hard*, qui repose sur des données chiffrées telles que les états financiers, les méthodes de *scoring* ou

---

<sup>34</sup> Pour une revue plus exhaustive de ces travaux, se référer à Degryse et Ongena (2008).

n'importe quelles autres techniques similaires utilisées dans le cadre transactionnel et qui bénéficie soit d'un plus faible coût de reproduction, soit d'une forme de certification.

Partant de ce constat, Stein (2002)<sup>35</sup> montre que la capacité de la banque à produire et à traiter l'un ou l'autre type d'informations, *Soft* ou *Hard*, dépend de sa structure organisationnelle. Pour cela, il distingue deux types de structures: la première, décentralisée, comprend un petit nombre de preneurs de décisions qui ne peuvent évaluer qu'un nombre limité de projets d'investissements; la seconde, centralisée, comprenant plusieurs niveaux décisionnels lui permettant de réaliser des économies d'échelle dans le processus d'évaluation des projets qui peuvent être plus nombreux. Stein détermine alors laquelle des deux structures est la plus efficace en termes de prise de décision d'allocation, compte tenu des caractéristiques informationnelles des projets qui lui sont soumis. La structure décentralisée apparaît plus performante lorsque l'information utilisée est difficilement transmissible, comme c'est le cas de l'information *soft*. Les niveaux décisionnels à franchir sont peu nombreux et la déperdition est donc limitée. Les structures centralisées sont quant à elles bien plus efficaces lorsqu'il s'agit du traitement de l'information *Hard* puisqu'elles bénéficient au maximum des économies d'échelles associées à la taille de l'organisation sans subir de déperditions.

Le modèle de Stein (2002) reste généraliste. Néanmoins, il en propose une application concrète visant à examiner et comprendre les conséquences de la consolidation du système bancaire sur le financement des PME. Les fusions et acquisitions font émerger des institutions de grande taille ayant une structure organisationnelle complexe et centralisée. Ces nouvelles entités sont ainsi limitées dans leur capacité à gérer un financement sur le mode relationnel, fondé sur de l'information *Soft*. Il en résulte un déclin dans leur capacité à approvisionner en crédit certains clients. Les entreprises de taille modeste, ne disposant pas d'informations quantitatives fiables à offrir et ayant des projets de taille trop petite pour justifier un investissement de la banque dans la production de cette information, voient leur financement restreint. En effet, au sein des banques

---

<sup>35</sup> Le cadre théorique de référence est celui de la théorie des organisations. (Williamson, 1988)



centralisées, l'information nécessaire à l'octroi du crédit, produite au niveau du chargé d'affaires, doit traverser de nombreux niveaux hiérarchiques pour atteindre le preneur de décision final: le comité de crédit ou une autre direction spécialisée. De plus, compte tenu de l'investissement nécessaire à la hiérarchie pour évaluer le travail du chargé d'affaires dans ce contexte, ce dernier sera découragé à s'investir dans la collecte d'information *Soft* puisqu'il est incertain vis-à-vis du fait d'être récompensé pour la qualité de son travail.

Notre première hypothèse découle directement de ces résultats. Nous supposons que *«la probabilité pour une entreprise de travailler avec une banque principale décentralisée augmente avec la dépendance de son financement à la production d'informations soft et donc avec son caractère a priori opaque (H1)»*. La non infirmation de cette hypothèse pourrait être interprétée comme un indice du fait que les PME s'orientent en priorité vers les intermédiaires financiers ayant une structure organisationnelle adaptée à la fourniture de financements relationnels afin d'échapper au rationnement du crédit. Aussi, formulons-nous une seconde hypothèse: *«les entreprises opaques travaillant avec une banque principale centralisée sont plus souvent rationnées que leurs homologues travaillant avec une banque décentralisée (H2)»*. Faute d'un partenaire financier capable de traiter efficacement le seul type d'information qu'elles sont à même d'offrir, ces entreprises se voient plus fréquemment refuser leur crédit et connaissent en conséquent des tensions financières plus importantes.

Les travaux empiriques antérieurs apportent quelques éclairages vis-à-vis de ces hypothèses.

Une première série d'études a ainsi relevé que les banques de petites tailles, que l'on peut considérer comme décentralisées, investissent une plus grande part de leurs actifs dans les prêts aux PME (Nakamura, 1994 ; Berger et Udell, 1996 ; Strahan et Weston, 1996). Les grandes banques, ayant une structure centralisée, concentrent leur action sur des clients plus importants. Brickley, Linck et Smith (2003) relèvent qu'elles détiennent des parts de marché plus importantes dans les zones urbaines, où les emprunteurs sont relativement de taille plus grande et donc moins opaques. Les petites banques sont, pour leur part, plus actives dans les zones

rurales. Berger, Rosen et Udell (2007) examinent la manière dont la taille et les structures des marchés locaux du crédit affectent l'offre de financement aux PME dans un contexte de consolidation du système bancaire. Ils confirment le désavantage des grandes banques en terme de fourniture de financement relationnel. Cependant, ils nuancent l'analyse en mettant en évidence l'existence d'une offre de financements transactionnels alternatifs adaptée aux risques des PME<sup>36</sup>. Néanmoins, celle-ci n'est pas en mesure de limiter les problèmes de rationnement du crédit.

Dans leur ensemble, ces premiers résultats vont dans le sens d'un lien entre la taille de la banque et la taille de son client, pouvant être associé à des contingences organisationnelles. Néanmoins, des contraintes prudentielles pourraient tout aussi bien conduire aux mêmes observations. Les banques, qu'elles soient de petite ou de grande taille, sont soumises à une obligation de diversification de leur portefeuille. Ainsi, les petites banques apparaissent limitées dans leur capacité à financer des clients de taille importante (Berger, Rosen et Udell, 2007).

Une seconde série d'études s'est intéressée plus directement aux technologies de crédit utilisées par les banques que Berger et Udell (2006) définissent comme une combinaison de trois éléments : un mécanisme de sélection des engagements, un mode de contractualisation de ceux-ci et une stratégie de contrôle. Dans le contexte relationnel, les décisions se basent sur une information *Soft*, les principaux accords sont implicites et le rôle du chargé d'affaires en relation directe avec l'entreprise est primordial. Cole, Goldberg et White (2004) analysent les différences pouvant exister dans les processus d'instruction des demandes de financement entre les grandes et les petites banques. Ils constatent que les premières ont tendance à utiliser des méthodes reposant sur des données tirées des états financiers tels que le *scoring*, tandis que les secondes, ne pouvant s'offrir de tels instruments, recourent à des critères plus subjectifs fondés à la fois sur les caractéristiques des emprunteurs et sur la relation entretenue avec les chargés d'affaires. Cette étude vient appuyer les théories concernant la nature de l'information traitée dans les processus de décision des banques. D'autres travaux centrés sur la relation entretenue entre le chef d'entreprise et le personnel de la

---

<sup>36</sup> Ces alternatives peuvent être le crédit-bail, les crédits hypothécaires ou les financements fondés sur un *scoring* etc...

banque vont dans le même sens en montrant qu'il existe un lien négatif entre le rythme de rotation des chargés d'affaires au sein de l'organisation et l'accès au crédit des clients les plus opaques (Scott et Dunkelberg, 2005 ; Scott, 2006 ; Uchida, Udell et Yamori, 2006).

Une troisième série d'études est venue analyser, de façon plus directe encore, les déterminants du couple «banque/PME» au travers d'une méthodologie basée sur des modèles de choix. Berger, Klapper et Udell (2001) relèvent ainsi, sur le marché argentin, deux éléments. D'une part, les grandes banques éprouvent plus de difficultés à traiter l'information *Soft* et donc à octroyer du financement relationnel. D'autre part, les banques étrangères ont moins tendance à prêter aux entreprises opaques que leurs homologues locales. La distance géographique amplifie les effets de la distance hiérarchique associée à la centralisation et limite la fourniture de financement relationnel bancaire. Sur le marché américain, Berger, et al. (2005) constatent que les grandes banques travaillent en priorité avec de grandes entreprises faisant état d'un historique de solvabilité, tandis que les petites banques financent des projets plus risqués. Ils constatent, par ailleurs, que les PME en relation avec des grandes banques sont plus à même de payer en retard leurs crédits fournisseurs, ce qui est analysé comme une marque de rationnement du crédit bancaire classique. Leur choix de banque apparaît ainsi sous optimal.

## **Section 2 : Données et Tests**

### **I/ L'échantillon**

A partir du champ banque principale de la base de données DIANE du bureau Van Dijk qui inclut à la fois des informations comptables et différents éléments ayant trait à la gouvernance des entreprises déposant leurs comptes sur le territoire français, nous avons identifié une série de relations «banque/PME». Ce champ mentionne le nom de la banque dans laquelle le capital de l'entreprise est déposé. Nous avons volontairement restreint notre sélection aux entreprises de moins de 500 salariés, créées depuis moins de 5 ans et en exercice en décembre 2005. Ce choix nous permet de réduire les décalages potentiels entre les partenaires

enregistrés et les partenaires effectifs, les changements de banque principale étant moins probables durant les premières années d'activité. Il permet également de focaliser l'attention sur les projets les plus opaques pour lesquels les risques d'engagements apparaissent les plus flagrants. En effet, les études de l'INSEE montrent régulièrement l'existence d'un lien décroissant entre l'âge de l'entreprise et sa probabilité de faillite. Nous avons également exclu de notre sélection, comme il est de rigueur dans le domaine (Petersen et Rajan, 1994), les entreprises opérant dans les secteurs agricole, immobilier et financier, en raison de leurs particularités. L'échantillon final contient 6 258 PME<sup>37</sup> travaillant avec 182 banques différentes sur les 371 habilitées à réaliser des opérations de banque sur le territoire français<sup>38</sup>. Le tableau 1 offre un aperçu des principales caractéristiques de ces entreprises ainsi que de leur répartition par secteurs d'activité et par type de banque.

---

<sup>37</sup> Après l'élimination des entreprises pour lesquelles les données ne sont pas toutes disponibles, le nombre d'observations utilisées dans les régressions est différent selon le modèle proposé.

<sup>38</sup> Source : « Évolution de la population des établissements de crédit et des entreprises d'investissement (Code monétaire et financier) » Commission Bancaire Banque de France 2008.

**Tableau 1 : Décomposition sectorielle de l'échantillon**

Dans la première partie, chaque case détaille les minimum, maximum, moyenne (en gras), médiane (entre parenthèses) et écart type des différentes variables. Pour la seconde, nous présentons les effectifs et effectifs relatifs des différentes classes.

	<b>Industrie</b>	<b>Service</b>	<b>Commerce</b>	<b>Construction</b>	<b>Transport</b>
<b>Nombre d'entreprises (total : 6258)</b>	1382 22%	1952 31%	1704 27%	678 11%	542 9%
<b>Total actif de l'entreprise (en Euros) moyenne et écart type</b>	9 331 173 24 902 887	693 161 74 526 010	7 928 850 94 951 140	4 387 830 11 637 370	4 400 890 13 943 870
<b>Sociétés Anonymes</b>	916 66,28%	929 47,59%	894 52,46%	266 39,23%	265 48,89%
<b>Entreprises opérant sur un marché local ou régional</b>	642 46,45%	1199 61,42%	1227 72,01%	543 80,09%	284 52,40%
<b>Banques principales identifiées (total:4552)</b>	1273 28%	1026 22,5%	1193 26,2%	623 13,7%	437 9,6%
<b>BNP Paribas et Société Générale</b>	333 26%	284 28%	307 26%	160 26%	129 30%
<b>Banques grandes</b>	99 8%	98 10%	79 7%	44 7%	33 8%
<b>Banques étrangères</b>	101 8%	111 11%	81 7%	33 5%	28 6%
<b>Banques régionales</b>	292 23%	153 15%	240 20%	149 24%	108 25%
<b>Banques mutualistes</b>	419 33%	360 35%	457 38%	224 36%	134 31%
<b>Caisses d'épargne</b>	29 2%	20 2%	29 2%	13 2%	5 1%

Notons que deux grandes banques, BNP Paribas et la Société Générale, sont, à elles seules, parties prenantes dans près de 27% des relations de banque principale identifiées dans l'échantillon. Ceci reflète la prédominance des géants nationaux sur le marché du crédit. Nous complétons les données individuelles d'entreprise en les croisant avec les caractéristiques des banques avec lesquelles elles travaillent à partir de la base Bankscope du bureau Van Dijk qui reprend les informations comptables diffusées par les banques au niveau mondial.

## II/ Modèle empirique

### A/ Les variables expliquées

Fort classiquement, nous utilisons pour estimer la forme organisationnelle de la banque principale la taille de celle-ci que nous mesurons par le logarithme népérien du total de son bilan. Les intermédiaires financiers centralisés, ayant nécessairement adopté une politique transactionnelle de gestion de leurs risques d'engagement, basée sur le principe de diversification, doivent gérer des portefeuilles de clients plus importants. Nous nous attendons, toutes choses étant égales par ailleurs, à constater d'une part un lien négatif entre le total du bilan de la banque et l'opacité informationnelle du client, et d'autre part un lien positif avec le rationnement. En effet, les entreprises les plus opaques à la recherche d'un financement relationnel devraient choisir prioritairement des petites banques seules capables de le leur offrir, et celles finalement engagées avec une grande banque devraient souffrir au maximum des problèmes de contraintes financières. Le modèle proposé, dont la spécification est reprise dans l'équation (1), sera estimé à partir des moindres carrés ordinaires.

$$\ln(\text{Total du Bilan}) = \alpha + \beta_1 \text{ opacité} + \beta_2 \text{ rationnement} + \beta_3 \text{ contrôle} \quad (1)$$

Nous ne nous arrêtons néanmoins pas là. En effet, le lien entre la taille de la banque et sa structure organisationnelle est loin d'être univoque. Ainsi, si l'on se penche sur le cas de l'économie allemande, on constate que les principaux fournisseurs de financement relationnel, les « *Hausbank* », y sont toutes de taille plus que respectable. C'est pourquoi, nous complétons notre analyse à l'aide de deux variables supplémentaires :

- une variable binaire prenant la valeur 1 lorsque la banque adopte une structure décentralisée, 0 si non, codée à partir d'une révision de la classification proposée par la loi bancaire de 1985,
- et le ratio charges de personnel sur actif total.

Le premier complément nous offre une vision qualitative de la décentralisation. Nous considérons, en effet, comme décentralisées les banques AFB<sup>39</sup> d'envergure régionale, les banques mutualistes et les caisses d'épargne. Nous les opposons aux banques AFB nationales et aux banques étrangères. Les intermédiaires centralisés constituent 29% de notre échantillon de banques, les décentralisés 71%. Ce sont les mutualistes qui sont les plus nombreux, ils représentent 40% du total. Le tableau 2 propose une présentation rapide de leurs caractéristiques.

---

<sup>39</sup> Association Française des Banques, il s'agit de banques ayant adopté la forme juridique d'une SA. Ce sont des Commercial Banks.

*Chapitre 2 : Choix de la banque principale de la PME, la capacité à fournir un financement relationnel compte t-elle ?*

**Tableau 2 : Caractéristiques des banques de l'échantillon**

*Il comprend deux types de subdivisions. La première est exprimée en fonction de la nature centralisée ou décentralisée de celle-ci. La seconde est exprimée relativement aux six catégories : le couple BNP Paribas/Société Générale, Banques Nationales, Banques Etrangères, Banques Régionales, Banques Mutualistes et Caisses d'épargne. Pour l'ensemble un dénombrement est opéré en haut de tableau avec des effectifs de classe et des effectifs relatifs. Puis, nous croisons ces subdivisions avec des éléments quantitatifs descriptifs des banques. Pour chacun d'eux, nous affichons la moyenne (en gras), la médiane (entre parenthèse), l'écart type ainsi que les valeurs des t de student et P-value correspondant aux tests de différence de moyenne réalisés. Ces derniers diffèrent en fonction du type de subdivision. Pour celles comprenant deux classes, centralisée/décentralisée, il s'agit juste de comparer les moyennes des sous-échantillons entre elles. Pour celles comprenant six classes, chacune d'elles est comparée individuellement à la moyenne de l'échantillon total.*

	Banques Centralisées			Banques Décentralisées			Total Echantillon
	BNP et SG	Banques nationales	Banques étrangères	Banques régionales	Banques mutualistes	Caisses d'épargne	
Effectif	2 1%	18 10%	32 18%	37 20%	73 40%	20 11%	182
Total actif	611 488 000 (611 488 000) 141 021 133 <b>7,819***</b> <b>0,000</b>	32 214 638 (1 263 800) 72 735 468 0,070 0,944	88 818 158 (6 126 950) 178 884 154 <b>2,576***</b> <b>0,010</b>	3 753 321 (1 132 400) 8 196 836 1,553 0,121	7 722 687 (5 730 400) 9 480 840 <b>1,856*</b> <b>0,064</b>	9 698 600 (8 555 700) 5 704 990 0,887 0,375	30 448 <b>470</b> (4 952 350) 104 281 126
		<b>89 327 318,40</b> (3 856 550) 182 887 281			<b>6 896 931</b> (4 984 550) 8 840 265		
					<b>3,248***</b> <b>0,002</b>		
Provision sur total des prêts	<b>0,00022</b> (0,00022) ) 0,00073 0,411 0,680	<b>0,00929</b> (0,00314) ) 0,01338 1,165 0,245	<b>0,00233</b> (0,00210) ) 0,00686 1,366 0,173	<b>0,00461</b> (0,00417) ) 0,00749 <b>1,748*</b> <b>0,081</b>	<b>0,00817</b> (0,00297) ) 0,04163 <b>2,491**</b> <b>0,013</b>	<b>0,00220</b> (0,00184) ) 0,00202 1,302 0,194	<b>0,00587</b> (0,00282) ) 0,02799
		<b>0,0046</b> (0,0021) 0,0101			<b>0,0063</b> (0,0030) 0,0316		
					0,507 0,612		
Levier	<b>0,9685</b> (0,9685) 0,0024 0,411 0,681	<b>0,8802</b> (0,9333) 0,1542 1,235 0,217	<b>0,8850</b> (0,9471) 0,2069 <b>1,648*</b> <b>0,100</b>	<b>0,9399</b> (0,9429) 0,0255 <b>1,772*</b> <b>0,077</b>	<b>0,9070</b> (0,9018) 0,0292 <b>2,491**</b> <b>0,013</b>	<b>0,9346</b> (0,9340) 0,0120 1,302 0,194	<b>0,9109</b> (0,9285) 0,1027
		<b>0,9031</b> (0,9190) 0,1134			<b>0,9141</b> (0,9328) 0,0984		
					0,005 0,996		
ROE	<b>0,1425</b> (0,1425) 0,0094 0,411 0,681	<b>0,0234</b> (0,0820) 0,1937 1,165 0,245	<b>0,0831</b> (0,0865) 0,1668 1,366 0,173	<b>0,1367</b> (0,1273) 0,1868 <b>1,748*</b> <b>0,081</b>	<b>0,0826</b> (0,0808) 0,0240 <b>2,491**</b> <b>0,013</b>	<b>0,0793</b> (0,0790) 0,0173 1,302 0,194	<b>0,0889</b> (0,0855) 0,1239
		<b>0,0622</b> (0,0897) 0,1750			<b>0,0972</b> (0,0850) 0,1026		
					1,202 0,235		
ROA	<b>0,00447</b> (0,00447) ) 0,00004 0,411 0,680	<b>-0,01031</b> (0,00563) 0,05951 1,165 0,245	<b>0,00477</b> (0,00520) 0,01182 1,366 0,173	<b>0,00827</b> (0,00896) 0,00731 <b>1,772*</b> <b>0,077</b>	<b>0,00763</b> (0,00803) 0,00296 <b>2,491**</b> <b>0,013</b>	<b>0,00516</b> (0,00521) ) 0,00136 1,302 0,194	<b>0,00545</b> (0,00676) ) 0,01942
		<b>-0,00128</b> (0,00470) 0,03864			<b>0,00754</b> (0,00683) 0,00464		



Chapitre 2 : Choix de la banque principale de la PME, la capacité à fournir un financement relationnel compte t-elle ?

				1,440			
				0,158			
<b>Charges de personnel sur actif total</b>	<b>0,00624</b> (0,00624)	<b>0,01632</b> (0,00650)	<b>0,01312</b> (0,01019)	<b>0,01809</b> (0,01838)	<b>0,01506</b> (0,01320)	<b>0,00912</b> (0,00911)	<b>0,0147</b> (0,0130)
	0,00134	0,02438	0,00876	0,00797	0,00550	0,00085	0,0091
	<b>6,829**</b>	0,501	-0,594	<b>2,420**</b>	0,691	<b>7,029***</b>	
	<b>0,021</b>	0,626	0,559	<b>0,019</b>	0,491	<b>0,000</b>	
		<b>0,0149</b> (0,0132)		<b>0,0137</b> (0,0077)			
		0,0065		0,0149			
				0,4805			
				0,6336			

Les astérisques correspondent aux seuils de significativité des tests statistiques respectivement \*\*\* 99%, \*\* 95% et \* 90%.

Il en ressort notamment que les banques centralisées sont significativement plus grandes que leurs homologues décentralisés. Les plus grandes sont le couple BNP Paribas - Société Générale ainsi que les banques étrangères avec plus particulièrement la Deutch Bank. Les mutualistes sont les plus petites, ce qui s'explique aisément par leur découpage en caisses locales. Avec les banques régionales, elles ont le ratio « provisions sur actif total » le moins élevé, ce qui laisse à penser qu'elles sélectionnent mieux leurs engagements. Par contre, elles connaissent un endettement bien supérieur à la moyenne contrairement aux banques étrangères. Elles ont également un ROE inférieur et un ROA supérieur. Le ratio « charges de personnel sur actif total », notre second facteur complémentaire, est le plus important pour les banques régionales et les caisses d'épargne, qui utilisent donc de plus grands effectifs pour attribuer leur crédit. Il est significativement plus petit pour BNP Paribas et la Société Générale. Ceci s'explique par les économies d'échelle que ces grandes banques réalisent dans le traitement des dossiers de crédit.

La seconde partie du tableau 1 présente la répartition des parts de marché des banques dans les différents secteurs. Ainsi, BNP Paribas et la Société générale sont les banques principales de 26 à 30% des entreprises en fonction de leur activité, les autres AFB<sup>40</sup> nationales celles de 7 à 10% et les banques étrangères celles de 5 à 11%, avec un maximum dans le domaine des services. Concernant les banques décentralisées, les intermédiaires régionaux sont les partenaires d'entre au minimum 15% des entreprises de service et au maximum 25% de celles de transports, les mutualistes entre 31% et 38% pour le commerce, les caisses d'épargne entre 1 et 2% selon le secteur.

<sup>40</sup> Association Française des Banques, il s'agit de banques ayant adopté la forme juridique d'une SA. Ce sont des Commercial Banks.

Nous nous attendons à constater un lien positif entre l'opacité du client et la probabilité pour lui d'avoir une banque décentralisée comme banque principale, doublé d'un lien négatif avec le rationnement. Les entreprises les plus opaques à la recherche d'un financement relationnel devraient ainsi s'orienter prioritairement vers les banques décentralisées plus à même de le leur offrir, et celles finalement engagées avec un intermédiaire financier centralisé devraient souffrir plus fréquemment de rationnement. Le modèle proposé, dont la spécification Logit est reprise dans l'équation (2), sera estimé à partir du maximum de vraisemblance.

$$\text{Prob}(\text{Décentralisée} = 1 | x_i) = \frac{e^{\beta'x_i}}{1 + e^{\beta'x_i}} \quad (2)$$

$$\beta'x_i = \alpha + \beta_1 \text{ opacité} + \beta_2 \text{ rationnement} + \beta_3 \text{ contrôle}$$

Le second complément offre une nouvelle vision quantitative de la structure organisationnelle de la banque principale de l'entreprise. Nous utilisons le ratio « charges de personnel sur actif total ». L'idée est la suivante une banque relationnelle, décentralisée, a par définition besoin de bien plus de salariés pour attribuer la même quantité de crédit qu'une banque transactionnelle, hiérarchique. Aussi, cette variable nous apparaît comme une bonne proxy de la nature de la banque. A l'instar de la précédente analyse, nous nous attendons à constater un lien positif entre l'opacité du client et le ratio « charges de personnel sur actif total » doublé d'un lien négatif avec le rationnement. Les entreprises opaques vont contracter prioritairement avec les banques capables de traiter leur particularité au travers d'une surveillance importante nécessitant plus de travail humain. Si elles n'y parviennent pas, elles subiront une contrainte financière. Le modèle proposé, dont la spécification est reprise dans l'équation (3), sera estimé à partir des moindres carrés ordinaires.

$$\frac{\text{Charges de personnel}}{\text{Total actif}} = \alpha + \beta_1 \text{ opacité} + \beta_2 \text{ rationnement} + \beta_3 \text{ contrôle} \quad (3)$$

## **B/ Les variables explicatives**

Le premier élément de nos tests, l'opacité informationnelle affectant les entreprises clientes, est estimé au travers de deux variables permettant d'approcher cette notion difficile à mesurer. Cette série de facteurs a pour but de mettre en évidence l'intérêt qu'il peut y avoir à mettre en place un financement relationnel susceptible de réduire l'importance des problèmes d'asymétrie d'information. Nous avons ainsi retenu la taille de l'entreprise et sa structure juridique. Nous n'avons, par contre, pas utilisé l'âge de la firme puisque, compte tenu du mode de sélection de l'échantillon restreint aux créations de moins de cinq ans, il nous apparaissait trop limité.

La taille du client est mesurée par le logarithme népérien du Total de son Actif. L'idée est la suivante plus une entreprise est grande, plus elle a un actif important, plus ses différentes actions sont d'envergure et donc faciles à observer. De plus, la masse du financement mobilisé permet d'amortir plus facilement les coûts d'informations et de surveillance. La taille de l'entreprise est donc inversement liée à son opacité. Nous attendons donc à constater un lien positif entre celle-ci et celle de sa banque principale, négatif avec la probabilité de travailler avec un intermédiaire financier décentralisé et négatif également avec le ratio « charges de personnel sur actif total ». Naturellement, nous contrôlerons dans l'ensemble de nos modélisations les éventuels problèmes de colinéarité induit par cette variable au travers de l'indice de conditionnement et de son exclusion si nécessaire.

Concernant la structure juridique de l'entreprise, nous utilisons pour sa prise en compte une variable binaire, SA, prenant la valeur 1 lorsque celle-ci prend la forme d'une société anonyme, 0 sinon. En effet, les obligations de publicité sont bien plus importantes dans ce cadre que dans tout autre, avec notamment celle de faire certifier régulièrement ses états comptables. Le choix de cette forme est donc inversement lié à l'opacité du client. Nous nous attendons donc à constater les mêmes liens entre nos variables expliquées et SA que ceux prévus pour la taille de l'entreprise.

Pour le second élément de nos tests, le rationnement éventuellement subi par le client, nous avons choisi de retenir parmi l'ensemble des mesures proposées par la littérature le ratio « dettes fiscales et sociales sur dettes totales » déjà utilisé dans l'article de De Bodt, Lobez et Statnik (2000). Le principe de cette variable repose sur l'observation indirecte des conséquences du phénomène de rationnement en crédit bancaire au travers du recours à des crédits de substitution plus coûteux, ici la dette auprès de l'Etat. La jeunesse des entreprises de l'échantillon limite les alternatives. Seuls les pouvoirs publics sont à même de porter ce type d'engagement incertain. Nous sommes néanmoins conscient des limites de cet indicateur dont le niveau est lié à la fois au secteur d'activité (taux de TVA...) et la taille de l'entreprise (barème de l'IS) qui sont inclus dans nos régressions et seront ainsi contrôlés. L'importance du rationnement est croissante avec le ratio. Nous nous attendons donc à constater un lien positif entre le ratio et la taille de la banque principale compte tenu du contrôle de l'opacité, négatif dans les mêmes conditions avec la probabilité de contracter avec une banque décentralisée et le ratio « charges de personnel sur actif total ».

Le dernier élément de notre modélisation regroupe les facteurs de contrôle. La littérature, ainsi qu'une série d'entretiens semi directifs menés au préalable, ont, en effet, mis en évidence un certain nombre de déterminants du choix pour une entreprise de sa banque principale différents de sa structure organisationnelle.

Il en est ainsi du risque financier apparent que nous mesurerons à l'aide du score de Conan-Holder<sup>41</sup> calculé à partir des états comptables de l'entreprise. Les banques centralisées, plus importantes, axant leur stratégie de gestion des risques sur le principe de diversification, devrait être plus à même de s'accommoder un risque apparent important. En cas de difficulté sur un client, la perte est facilement compensée par la réussite d'autres clients. Nous nous attendons donc à constater un lien positif entre la taille de la banque et le risque de son client, négatif avec la probabilité de travailler avec une banque décentralisée et le ratio « charges de personnel sur actif total ».

---

<sup>41</sup>  $N = 24 \frac{EBE}{DetteGlobale} + 22 \frac{CapitauxPermanents}{TotalBilan} + 16 \frac{RéélelDisponibilité}{TotalBilan} - 87 \frac{FraisFinanciers}{CANet} - 10 \frac{FraisdePersonnel}{VA}$

Le secteur d'activité de l'entreprise est également un élément important de son choix. La spécialisation sectorielle de la banque la conduit à développer un avantage dans le traitement des demandes de certains clients. Aussi, les clients s'orienteront prioritairement vers ces intermédiaires. Boot et Thakor (2000) reprennent ces deux premiers facteurs dans leur modélisation de l'évolution concurrentielle du marché bancaire. Pour notre part, nous utiliserons une série de variables binaires liée aux différents secteurs d'activité des entreprises de l'échantillon.

Le facteur de contrôle final est le marché sur lequel opère l'entreprise. En effet, comme l'ont relevé Ongena et Smith (2001) et Farinha et Santos (2002) dans leurs études sur le changement de banque, celui-ci est un facteur primordial de choix d'un intermédiaire financier. Nous avons donc, à partir du champ correspondant de DIANE, codé une variable binaire prenant la valeur 1 lorsque l'entreprise opère sur un marché local ou régional, et 0 si elle opère sur un plan national ou international. Nous nous attendons ainsi à constater un lien négatif entre celle-ci et la taille de la banque, positif avec la probabilité de choisir une banque décentralisée et le ratio de charges de personnel. Les statistiques descriptives concernant les distributions de toutes ces variables sont reprises dans le tableau 3.

**Tableau 3 : Statistiques descriptives**

	<b>Minimum</b>	<b>Maximum</b>	<b>Moyenne</b>	<b>Médiane</b>	<b>Ecart type</b>
<b>Total actif entreprise</b>	2,58	3881046	7241,23	1740,16	66031,74
<b>Score</b>	-2822,60	171,27	11,54	12,045	39,94
<b>Rationnement</b>	0	1	0,3060	0,2452	0,2302
<b>SA</b>	0	1	0,5226	1	0,4995
<b>Marché</b>	0	1	0,6223	1	0,4848
<b>Industrie</b>	0	1	0,2209	0	0,4149
<b>Service</b>	0	1	0,3119	0	0,4633
<b>Commerce</b>	0	1	0,2722	0	0,4451
<b>Construction</b>	0	1	0,1082	0	0,3107
<b>Transport</b>	0	1	0,0866	0	0,2811

## **Section 3 : Résultats**

### **A/ Les déterminants de la taille de la banque principale**

Le tableau 4 présente les résultats de l'estimation du modèle explicatif de la taille de la banque principale choisie par l'entreprise. Nous y trouvons des relations conformes à celles proposées par nos hypothèses. Comme le prévoyait *H1*, *Taille et SA* sont positivement et significativement liées à *TailleB*. Les entreprises les plus grandes de même que celles ayant la forme d'une SA travaillent avec des banques principales plus grandes, que l'on peut considérer comme centralisées. Ce résultat va dans le sens de ceux des études précédentes portant sur la part des crédits aux PME dans le bilan des banques et montrant que les banques de grande taille consacrent une part moins importante de leur actif au crédit aux petites structures (Nakamura, 1994 ; Berger et Udell, 1996 ; Strahan et Weston, 1996). Néanmoins, comme celles-ci, il présente l'inconvénient, quant à la question du lien entre l'organisation de la banque et la demande de financement relationnel, de ne pas contrôler l'effet de la réglementation prudentielle sur le choix des intermédiaires financiers de grande ou de petite taille d'accorder ou non leurs concours à un type de client. Aussi, à l'image de Berger et al. (2007), nous prenons acte des limites de *TailleB*. Cependant, plutôt que de découper l'échantillon en classes de tailles d'entreprises, nous complétons notre analyse en substituant à la mesure de la taille de la banque principale d'autres indicateurs de sa structure organisationnelle: *Decent* et de *PERS/TA*. De plus, comme le prévoyait *H2*, le coefficient de *Rationnement* est positif et statistiquement significatif. Les entreprises ayant choisi une banque principale plus grande paient leur crédit auprès de l'état plus tard que les autres. Ce retard peut être interprété comme une marque de tension financière associée à des difficultés d'accès au financement bancaire classique (De Bodt et al., 2000). Ce constat va dans le sens des résultats de Berger et al. (2005) qui mettaient en évidence que les entreprises travaillant avec une grande banque sont plus à même de payer leur crédit fournisseur en retard, un autre indicateur de rationnement du crédit.

Chapitre 2 : Choix de la banque principale de la PME, la capacité à fournir un financement relationnel compte t-elle ?

**Tableau 4 : Taille de la banque principale (N= 4552 observations)**

Le tableau ci-contre reprend les résultats de l'estimation par les moindres carrés ordinaires d'un modèle explicatif de la taille de la banque principale des entreprises constituant l'échantillon. La régression 1 reprend les résultats obtenus sur l'ensemble de l'échantillon, la régression 2 uniquement traite uniquement des entreprises prenant la forme d'une SA, la régression 3 les autres tandis que la régression 4 exclue la variable taille de l'entreprise pour contrôler l'existence de problèmes de colinéarité.

$$\ln(\text{Total du Bilan}) = \alpha + \beta_1 \text{ opacité} + \beta_2 \text{ rationnement} + \beta_3 \text{ contrôle} \quad (1)$$

La variable dépendante du modèle est le logarithme népérien du total du bilan de la banque principale. Les variables indépendantes sont : le logarithme népérien du total du bilan de l'entreprise ; SA, une variable binaire prenant la valeur 1 si l'entreprise prend la forme d'un société anonyme 0 si non ; Rationnement, la part des dettes fiscales et sociales dans le total de la dette ; Score, le score de Conan-Holder de l'entreprise ; Industrie, Service, Commerce, Construction, une série de variable binaire prenant la valeur 1 si l'entreprise opère dans les secteurs de l'industrie, des services, du commerce ou de la construction ; Marché, une variable binaire prenant la valeur 1 si l'entreprise opère sur un marché local ou régionale 0 si elle opère sur un marché national ou international.

	Régression 1 Ln (Total actif de la banque)	Régression 2 Ln (Total actif de la banque)/SA	Régression 3 Ln (Total actif de la banque)/pas SA	Régression 4 Sans taille entreprise
Constante	<b>13,409***</b> <b>50,530</b> <b>0,000</b>	<b>13,363***</b> <b>36,370</b> <b>0,000</b>	<b>13,804***</b> <b>32,946</b> <b>0,000</b>	<b>17,095***</b> <b>125,970</b> <b>0,000</b>
Ln (Total actif)	<b>0,463***</b> <b>16,010</b> <b>0,000</b>	<b>0,498***</b> <b>13,534</b> <b>0,000</b>	<b>0,399***</b> <b>8,345</b> <b>0,000</b>	
SA	<b>0,129*</b> <b>1,760</b> <b>0,079</b>			<b>0,578***</b> <b>8,318</b> <b>0,000</b>
Rationnement	<b>0,647***</b> <b>3,381</b> <b>0,001</b>	<b>0,641**</b> <b>2,357</b> <b>0,018</b>	<b>0,647**</b> <b>2,400</b> <b>0,017</b>	<b>-0,368**</b> <b>-1,985</b> <b>0,047</b>
Score	-0,000499 -0,715 0,475	-0,000358 -0,487 0,626	-0,00276 -0,823 0,411	-0,000592 -0,826 0,409
Industrie	<b>-0,372***</b> <b>-3,098</b> <b>0,002</b>	<b>-0,574***</b> <b>-3,505</b> <b>0,000</b>	-0,0659 -0,373 0,709	<b>-0,287**</b> <b>-2,329</b> <b>0,020</b>
Service	-0,0645 -0,526 0,599	-0,161 -0,950 0,342	0,03768 0,215 0,830	0,007658 0,061 0,952
Commerce	<b>-0,335***</b> <b>-2,700</b> <b>0,007</b>	<b>-0,520***</b> <b>-3,060</b> <b>0,002</b>	-0,0958 -0,530 0,596	<b>-0,277**</b> <b>-2,172</b> <b>0,030</b>
Construction	-0,161 -1,191 0,234	-0,236 -1,179 0,239	-0,0181 -0,099 0,921	-0,121 -0,869 0,385
Marché	-0,00195 -0,029 0,977	0,06465 0,740 0,459	-0,124 -1,132 0,258	<b>-0,163**</b> <b>-2,359</b> <b>0,018</b>
Fisher	40,643***	25,630***	9,789***	12,954***
R <sup>2</sup> adj	0,073	0,067	0,038	0,021
Indice de conditionnement	24,070	23,137	24,429	10,149

Les astérisques correspondent aux seuils de significativité des tests statistiques respectivement \*\*\* 99%, \*\* 95% et \* 90%.

Ces résultats sont robustes aux différentes spécifications destinées à contrôler les liens entre les variables prenant en compte l'opacité. Ainsi, lorsque l'on considère les régressions sur les sous échantillons  $SA=1$  et  $SA=0$ , il n'apparaît aucune différence notable par rapport au modèle de base. L'exclusion de la variable *Taille* renforce le pouvoir explicatif de  $SA$  vis-à-vis de *TailleB*. Le coefficient de régression associé connaît une augmentation importante et sa *p-value* passe de 8% à moins de 1%. L'opacité informationnelle n'est plus prise en compte qu'au travers cette variable. Le signe de *Rationnement* devient, par contre, négatif. Ce changement est la marque d'une triple relation entre la taille de l'entreprise, la taille de sa banque principale et le rationnement du crédit qu'elle subit. Les entreprises de petite taille étant plus fréquemment sujette aux asymétries d'informations leur financement est plus contraint. La non prise en compte de *Taille* dans la régression conduit à ignorer la relation *Taille/Rationnement* et fait apparaître une corrélation trompeuse.

Concernant les explications alternatives du choix de la banque principale, les estimations confirment l'importance de la spécialisation sectorielle de la banque sur ce point. En revanche, elles nous conduisent à être circonspect vis-à-vis du risque de l'entreprise et de la taille du marché sur lequel elle opère. Ainsi, *Score* ne ressort pas comme un facteur explicatif pertinent de *TailleB*, de même que *Marché* lorsque *Taille* est incluse dans la régression. Il ressort donc que ces deux variables sont liées. En effet, les entreprises les plus grandes opèrent plus fréquemment sur des marchés nationaux ou internationaux et elles font plus fréquemment appel à des grandes banques. Nous retrouvons ici les résultats d'Ongena et Smith (2001) et Farinha et Santos (2002) qui mettaient en évidence le choix de grandes banques par les entreprises au moment où elles étendent leurs marchés à un niveau national voire international.

Afin de tester la robustesse de ces conclusions et de répondre aux critiques liées à l'approximation de la nature décentralisée de la banque principale par la taille de celle-ci, nous répliquons les tests avec les variables *Décent* et *PERS/TA*.



## B/ Les déterminants de la probabilité de choisir une banque principale décentralisée

En préalable à l'analyse des résultats de la modélisation de *Décent*, nous avons réalisé une étude bi-variée des rapports entre cette variable et l'ensemble des variables explicatives. L'ensemble est repris dans le tableau 5.

**Tableau 5 : Analyse bi-variée banque centralisée/décentralisée**

*Le tableau se décompose en deux parties. La première comprend une analyse des éléments quantitatifs dont nous disposons, pour lesquelles nous avons calculé la moyenne, la médiane (entre parenthèses) sur les sous-échantillons et pratiqué un test de différence de moyennes. La seconde reprend les effectifs relatifs des sous-échantillons pour les différentes variables qualitatives de l'étude.*

Variables	Banque Centralisée	Banque décentralisée	t de Student	p-value
Total des actifs	16 017 552 (3 777 543)	3 358 415 (1 282 528)	4,708	0,000***
Score	9,68 (12,04)	12,385 (12,061)	1,707	0,087*
Rationnement	0,26 (0,21)	0,32 (0,26)	10,302	0,000***
<b>SA</b>	69,9%	44,4%		
<b>Marché</b>	54,2%	65,8%		

*Les astérisques correspondent aux seuils de significativité des tests statistiques respectivement \*\*\* 99%, \*\* 95% et \* 90%.*

Nous relevons que les entreprises travaillant avec des banques décentralisées sont en moyenne plus petites que celles qui travaillent avec des banques centralisées (3 millions d'euros d'actifs contre 16 millions). De plus, elles sont moins fréquemment des SA (44% contre 70%). Ceci va, une nouvelle fois, dans le sens de *H1*. Elles sont par contre plus fréquemment rationnées ce qui va à l'encontre de *H2*. Néanmoins, le cadre bi-varié ne permet pas de contrôler le lien conjoint de *Rationnement* et *Taille* déjà mis en évidence dans l'analyse de *TailleB*, les entreprises les plus petites connaissant des contraintes financières plus importantes. Pour finir, les clients de banques principales décentralisées sont en apparence moins risqués et travaillent plus fréquemment sur des marchés locaux ou régionaux.

Les résultats de l'analyse multi-variée repris dans le tableau 6 confirment les relations mises en évidence précédemment à partir de *TailleB* dans un contexte indépendant des contraintes prudentielles de diversification. Ainsi, nous constatons, conformément à *H1*, que *Taille* et *SA* sont négativement liées à *Décent*, la probabilité de travailler avec une banque décentralisée. Ainsi, comme le prédit Stein (2002), les entreprises apparaissent s'orienter vers des banques principales présentant des caractéristiques organisationnelles attestant de leur capacité à traiter le type d'information qu'elles sont à même de fournir : *Soft* pour les plus petites et *Hard* pour les plus grandes. La variable *Rationnement*, pour sa part, affiche un coefficient négatif. Le fait de travailler avec une banque décentralisée, une fois les facteurs d'opacité contrôlés, permet à l'entreprise d'être moins contrainte financièrement, contrairement à ce que l'étude bi-variée donne à penser. *H2* se trouve également confortée.

**Tableau 6: Analyse Logit du choix de la banque principale (N= 6258 observations)**

Le tableau ci-contre reprend les résultats de l'estimation par le maximum de vraisemblance d'un modèle Logit explicatif de structure organisationnelle de la banque principale des entreprises constituant l'échantillon. La régression 1 reprend les résultats obtenus sur l'ensemble de l'échantillon, la régression 2 uniquement traite uniquement des entreprises prenant la forme d'une SA, la régression 3 les autres tandis que la régression 4 exclue la variable taille de l'entreprise pour contrôler l'existence de problèmes de colinéarité.

$$\text{Prob}(\text{Décentralisée} = 1 | x_i) = \frac{e^{\beta x_i}}{1 + e^{\beta x_i}} \quad (2)$$

$$\beta x_i = \alpha + \beta_1 \text{opacité} + \beta_2 \text{rationnement} + \beta_3 \text{contrôle}$$

La variable dépendante du modèle est décent une variable binaire prenant la valeur 1 si la banque principale présente une structure décentralisée 0 si elle présente une structure centralisée. Les variables indépendantes sont : le logarithme népérien du total du bilan de l'entreprise ; SA, une variable binaire prenant la valeur 1 si l'entreprise prend la forme d'une société anonyme 0 si non ; Rationnement, la part des dettes fiscales et sociales dans le total de la dette ; Score, le score de Conan-Holder de l'entreprise ; Industrie, Service, Commerce, Construction, une série de variable binaire prenant la valeur 1 si l'entreprise opère dans les secteurs de l'industrie, des services, du commerce ou de la construction ; Marché, une variable binaire prenant la valeur 1 si l'entreprise opère sur un marché local ou régionale 0 si elle opère sur un marché national ou international.

	Régression 1 Décent	Régression 2 Décent /SA	Régression 3 Décent /pas SA	Régression 4 Décent (sans taille entreprise)
Constante	<b>5,721***</b> 448,652 0,000	<b>4,789***</b> 183,222 0,000	<b>6,646***</b> 199,844 0,000	<b>0,685***</b> 32,466 0,000
Ln (Total actif)	<b>-0,644***</b> 447,853 0,000	<b>-0,582***</b> 246,900 0,000	<b>-0,749***</b> 196,157 0,000	
SA	<b>-0,320***</b> 21,168 0,000			<b>-0,951***</b> 238,961 0,000
Rationnement	<b>-0,583***</b> 11,309 0,001	-0,185 0,627 0,428	<b>-1,084***</b> 17,260 0,000	<b>0,845***</b> 30,600 0,000
Score	<b>0,007***</b> 10,323 0,001	0,001 0,292 0,589	<b>0,014***</b> 19,316 0,000	0,002 1,162 0,281
Industrie	<b>0,252**</b> 4,784 0,029	<b>0,416***</b> 7,851 0,005	-0,088 0,219 0,640	0,118 1,129 0,288
Service	<b>0,495***</b> 19,476 0,000	<b>0,462***</b> 9,644 0,002	<b>0,507***</b> 8,151 0,004	<b>0,400***</b> 13,649 0,000
Commerce	<b>0,549***</b> 22,149 0,000	<b>0,688***</b> 20,399 0,000	0,305 2,677 0,102	<b>0,505***</b> 20,205 0,000
Construction	-0,010 0,006 0,937	0,249 1,847 0,174	<b>-0,335*</b> 2,980 0,084	-0,075 0,350 0,554
Marché	0,034 0,285 0,594	-0,043 0,311 0,577	0,146 1,701 0,192	<b>0,236***</b> 15,231 0,000
% de bon classement	73,8	66,4	82,5	69,6
Chi 2	993,176***	345,610***	323,214***	472,875***
-2L	6719,221	4080,207	2609,180	7239,522

Les astérisques correspondent aux seuils de significativité des tests statistiques respectivement \*\*\* 99%, \*\* 95% et \* 90%.

Ces résultats sont également robustes aux différentes spécifications considérant les sous-échantillons  $SA=1$  ou  $SA=0$ , incluant ou excluant *Taille*. Nous relevons, à ce sujet, un élément intéressant. Concernant les *SA*, le rationnement n'a pas d'impact sur l'option pour une banque décentralisée, contrairement à ce qui est observé pour les entreprises ayant adopté une autre forme juridique. Seules les entreprises les moins transparentes apparaissent pouvoir chercher une amélioration de leur situation par ce biais, ce qui conforte une nouvelle fois *H2*. Pour le reste, comme précédemment, l'exclusion de *Taille* dans la régression augmente le pouvoir explicatif de *SA*. Son coefficient est multiplié par 3. De plus, le signe de *Rationnement* s'en trouve modifié et devient positif, laissant entendre, à l'image de ce qui a été observé dans le cadre bi-varié, que les entreprises les plus rationnées sont celles qui travaillent avec les banques décentralisées. Cette observation rappelle l'importance de l'inclusion du facteur de contrôle *Taille*.

Concernant les variables de contrôle, *Score*, le risque financier apparent, ressort significatif et positif. Les banques décentralisées s'accommodent de clients en apparence plus risqués, comme nous l'avons constaté lors de l'analyse bi-variée. De plus, encore une fois, l'hypothèse de spécialisation sectorielle apparaît pertinente avec des coefficients significatifs pour l'industrie, les services et le commerce. *Marché*, de son côté, n'a aucun effet à l'exception de l'exclusion de *Taille* rappelant ainsi le lien entre ces deux variables.

### **C/ Les déterminants du ratio PERS/TA**

Les tests réalisés à partir de notre troisième approximation du degré de décentralisation de la banque principale, PERS/TA, sont repris dans le tableau 7. Ils amènent à des conclusions identiques aux précédentes. Nous observons un lien négatif entre cette variable et *Taille*. Les entreprises les plus grandes ont donc tendance à travailler avec des banques qui utilisent moins de personnel pour attribuer leur crédit, des banques centralisées. Celles-ci bénéficient, du fait de leur structure, d'économies d'échelle importantes pour le traitement des demandes et le suivi des crédits des clients pouvant produire une information *Hard* suffisante.

Inversement, les entreprises les plus petites, donc les plus opaques, travaillent avec des banques utilisant relativement plus de personnel, des banques décentralisées pouvant leur offrir un financement relationnel. Ces banques ne bénéficient pas des économies d'échelle associées au traitement de l'information *Hard*, mais subissent une moins grande pénalité associée à la circulation de l'information *Soft* au sein de leur organisation puisqu'elle comprend moins de niveaux hiérarchiques. Ce constat est conforme à *H1* et va, encore une fois, dans le sens des prédictions du modèle proposé par Stein (2002). *SA* ne présente, dans ce contexte, aucun lien significativement différent de zéro. *Rationnement* ressort, comme pour *Décent*, négativement liée à PERS/TA. *H2* est à nouveau confortée. Les clients des banques décentralisées, celles qui utilisent le plus de personnel pour accorder leur crédit, présentent des signes de moindres tensions financières, pouvant être associé à un moindre rationnement du crédit.

Chapitre 2 : Choix de la banque principale de la PME, la capacité à fournir un financement relationnel compte t-elle ?

**Tableau 7 : Personnel utilisé pour l'attribution de crédit (N= 3947 observations)**

Le tableau ci-contre reprend les résultats de l'estimation par les moindres carrés ordinaires d'un modèle explicatif de structure organisationnelle de la banque principale des entreprises constituant l'échantillon. La régression 1 reprend les résultats obtenus sur l'ensemble de l'échantillon, la régression 2 uniquement traite uniquement des entreprises prenant la forme d'une SA, la régression 3 les autres tandis que la régression 4 exclue la variable taille de l'entreprise pour contrôler l'existence de problèmes de colinéarité.

$$\frac{\text{Charges de personnel}}{\text{Total actif}} = \alpha + \beta_1 \text{ opacité} + \beta_2 \text{ rationnement} + \beta_3 \text{ contrôle} \quad (3)$$

La variable dépendante du modèle est le ratio des charges de personnel de la banque sur le total de son actif. Les variables indépendantes sont : le logarithme népérien du total du bilan de l'entreprise ; SA, une variable binaire prenant la valeur 1 si l'entreprise prend la forme d'un société anonyme 0 si non ; Rationnement, la part des dettes fiscales et sociales dans le total de la dette ; Score, le score de Conan-Holder de l'entreprise ; Industrie, Service, Commerce, Construction, une série de variable binaire prenant la valeur 1 si l'entreprise opère dans les secteurs de l'industrie, des services, du commerce ou de la construction ; Marché, une variable binaire prenant la valeur 1 si l'entreprise opère sur un marché local ou régionale 0 si elle opère sur un marché national ou international.

	<b>Régression 1</b> Charges pers/total actif	<b>Régression 2</b> Charges pers/total actif pour les SA	<b>Régression 3</b> Charges pers/total actif pour les non SA	<b>Régression 4</b> Charges pers/total actif (sans Total actif)
Constante	<b>0,02239***</b> 24,746 0,000	<b>0,02221***</b> 18,228 0,000	<b>0,02219***</b> 14,800 0,000	<b>0,0123***</b> 26,680 0,000
Ln (Total actif)	<b>-0,00127***</b> -12,896 0,000	<b>-0,00132***</b> -10,811 0,000	<b>-0,0012***</b> -6,978 0,000	
SA	-0,0000643 -0,258 0,797			<b>-0,00130***</b> -5,535 0,000
Rationnement	<b>-0,00163***</b> -2,455 0,014	<b>-0,00148*</b> -1,624 0,104	<b>-0,0019*</b> -1,928 0,054	<b>0,001179*</b> 1,845 0,065
Score	0,0000005287 0,238 0,812	0,00000035 0,153 0,878	0,00000606 0,521 0,602	0,000000958 0,423 0,673
Industrie	<b>0,0009366**</b> 2,302 0,021	<b>0,001627***</b> 3,000 0,003	-0,00000714 -0,011 0,991	<b>0,0007021*</b> 1,692 0,091
Service	<b>0,0007753*</b> 1,862 0,063	<b>0,00136**</b> 2,407 0,016	0,0000244 0,039 0,969	0,0006021 1,417 0,157
Commerce	0,0006898 1,634 0,102	<b>0,001514***</b> 2,682 0,007	-0,000404 -0,629 0,530	0,0005426 1,259 0,208
Construction	0,0005256 1,149 0,251	0,000994 1,524 0,128	-0,000232 -0,357 0,721	0,0004424 0,947 0,343
Marché	0,0001460 0,631 0,528	-0,000207 -0,717 0,473	<b>0,000814**</b> 2,072 0,038	<b>0,0005811**</b> 2,486 0,013
Fisher R <sup>2</sup> Indice de conditionnement	<b>24,767***</b> 0,051 24,108	<b>15,872***</b> 0,047 23,183	<b>7,836***</b> 0,035 24,427	<b>6,789***</b> 0,012 10,156

Les astérisques correspondent aux seuils de significativité des tests statistiques respectivement \*\*\* 99%, \*\* 95% et \* 90%.

Encore une fois, ces résultats sont robustes aux spécifications alternatives. L'analyse des sous échantillons  $SA=1$  et  $SA=0$  ne fait ressortir aucune différence par rapport au modèle générale vis-à-vis de nos variables principales. *Taille* et *Rationnement* présentent ainsi des coefficients identiques. Avec l'exclusion de *Taille*, *SA* devient significatif. Ceci permet à cette variable de porter, à elle seule, la mesure de l'opacité. Comme précédemment, le signe de *Rationnement* est inversé. Ce changement rappelle, dans ce contexte, le lien entre la mesure de l'opacité informationnelle, *Taille*, l'importance du rationnement du crédit, *Rationnement*, et le degré de décentralisation de la banque, mesuré ici par *PERS/TA*.

Finalement, les variables de contrôle ne montrent pas de différences marquées avec les analyses précédentes. Le coefficient de *Score*, le risque apparent, est encore une fois non significatif. L'hypothèse de spécialisation sectorielle de la banque est clairement vérifiée. De plus, comme dans les modèles précédents, *Marché* n'apparaît significatif que lorsque *Taille* est exclue de la régression.

Dans leur ensemble, les résultats de notre étude confirment les deux hypothèses formulées, et ce quelque soit la mesure adoptée de la décentralisation de la banque: la taille, la classification organisationnelle et le ratio charges de personnel sur actif total.

## **Conclusion**

Nous tentons ici d'apporter des éléments explicatifs du choix par une entreprise de sa banque principale. La littérature récente sur les relations de clientèle bancaire a mis en évidence une spécialisation des banques, en fonction de leurs structures décisionnelles, dans différents types de financement. Nous postulons donc que les entreprises choisissent leur partenaire bancaire en fonction de la nature du financement dont elles ont besoin : transactionnel ou relationnel. Cette hypothèse fait directement référence à l'analyse de Stein (2002) qui montre que, du fait des différences au sien leur structure organisationnelle, les banques, incapables de produire et de traiter tous les types d'informations, doivent se spécialiser dans tel ou tel mode de gestion de leur clientèle. Nous basant sur cette théorie, nous avons

évalué deux prédictions. L'existence d'une part d'un lien entre l'opacité informationnelle des entreprises, son besoin de financement relationnel, et le fait de travailler avec une banque décentralisée, et d'autre part, dans les cas où elles ne le ferait pas, face à une banque hiérarchique incapable de produire et de gérer l'information adéquate pour une prise de décision optimal, elles subiraient plus fréquemment un rationnement du crédit.

Les résultats obtenus vont dans le sens de nos deux hypothèses et se rapprochent des résultats des études empiriques antérieures liant structure organisationnelle de la banque et caractéristiques des entreprises clientes. C'est notamment le cas de Berger et al. (2007). Nous apportons, cependant, un complément en menant différentes séries d'analyses basées à chaque fois sur des mesures différentes de la structure organisationnelle de la banque principale. En plus de la taille, nous prenons la probabilité que la banque principale soit une banque décentralisée, nous avons regroupé dans cette catégorie les banques mutualistes et régionales par opposition aux banques AFB à envergure nationale et les banques étrangères que nous avons considérées comme hiérarchiques. La dernière mesure adoptée est le rapport entre charges de personnel et le total actif. Pour la même quantité de crédit octroyée, les banques décentralisées ont besoin de plus de main-d'œuvre pour procurer du financement relationnel, lequel nécessitant de l'information *soft*. Ces différentes mesures fournissent des résultats cohérents l'une vis-à-vis de l'autre plaidant en faveur de la vraisemblance des hypothèses formulées.

Compte tenu de ces résultats qui mettent à la fois en évidence un choix de partenaire financier adapté de la part des entreprises en fonction de l'organisation de ceux-ci, donc de leur capacité à fournir du financement relationnel, et dans le cas où celui-ci serait impossible une contrainte financière plus importante, il apparaît important, dans le contexte de restructuration financières actuelles, de veiller à maintenir suffisamment de d'intermédiaires décentralisés sur le marché afin de ne pas pénaliser le financement des entreprises les plus opaques qui en sont tributaires. Aussi serait-il intéressant, à l'instar de ce qui a été réalisé aux Etats-Unis, de vérifier si les économies européennes sont capables de générer voir d'attirer de nouveau intervenants relationnels afin de compenser la perte de ceux absorbés par les processus de fusion acquisition en marche.





## **Chapitre 3**

**Financement relationnel bancaire et  
conditions de financement de la PME :  
une étude sur données de contrats**



Les résultats précédents ont permis de mettre en évidence de manière nette l'effet positif que peut avoir un financement relationnel bancaire sur les difficultés d'approvisionnement en fonds que peuvent rencontrer les entreprises les plus opaques de même que la volonté de ces dernières de travailler avec des banques à même d'offrir ce type de services. Néanmoins, l'analyse présentée reste limitée dans ses conclusions. En effet, elle ne considère que la dimension accès aux fonds et donc fait fi des autres dimensions des conditions de crédit subies par l'entreprise : le coût des prêts et autres services bancaires, l'importance et la nature des garanties requises pour les obtenir... En effet, pour cela, les données comptables trouvent assez rapidement leurs limites. C'est pourquoi des travaux complémentaires sur données de contrats pourraient utilement compléter l'étude. Elles permettraient de mieux comprendre les arbitrages entre augmentation de l'intérêt, des sûretés et le rationnement pur et simple du simple crédit, mis en œuvre par les financeurs d'entreprises opaques afin de faire face au risque informationnel. Nous proposons dans ce chapitre 3 de considérer plus précisément cet aspect du problème. De nombreux travaux nous précèdent en ceci, Petersen et Rajan (1994), Elsas et Krahnén (1998), etc... Le cas français reste, néanmoins, peu étudié et pourrait présenter des particularités en tant que système financier intermédiaire entre ceux centrés sur les marchés, comme les Etats-Unis, et ceux centrés sur les banques, comme l'Allemagne ou le Japon.

Sharpe (1990) et Von Thadden (1995, 2004) montrent que la mise en place d'un financement relationnel bancaire crée les incitations nécessaires à un partage d'informations entre partenaires, pouvant conduire à de meilleures conditions de financement grâce à un contrôle des engagements facilités. Ils ne disent cependant que peu de choses sur la manière dont les différentes composantes des contrats formels liant l'entreprise à sa banque principale vont s'articuler. Ce manque est particulièrement important lorsqu'il s'agit de la question du rôle de la garantie dans le financement relationnel bancaire.

Quelques modèles théoriques se sont penchés sur la question au travers de l'analyse du lien entre le niveau de garantie et la mise en place d'un financement relationnel. Ils offrent cependant des prédictions contradictoires. Boot et Thakor (1994) et Manove, Padilla et Pagano (2001) laissent ainsi présager une diminution

de la quantité de sûretés avec sa mise en place, les premiers au travers d'un processus de construction de réputation, et les seconds par une opposition entre les deux mécanismes du point de vue de l'incitation à surveiller l'emprunteur. « Finalement, pourquoi « monitorer » alors qu'en cas de défaut la garantie permet de récupérer son dû ». Greenbaum, Kanatas et Venezia (1989), Sharpe (1990), Rajan (1992) et Longofer et Santos (2000) arrivent à la conclusion inverse par deux voies différentes. Au travers du phénomène de *hold-up*, d'une part, la banque forte de son avantage informationnel facture son client dans des conditions non concurrentielles. Il lui est alors possible de prendre plus de garantie que la situation réelle du client ne le commande. Elle en améliore d'autant son espérance de rendement sur un crédit donné en diminuant le risque résiduel de sa créance. Mais aussi, d'autre part, du fait qu'il n'est à priori pas rationnel pour un financeur d'entrer dans une démarche partenariale avec une entreprise si cette dernière ne lui confère pas une certaine priorité sur ses actifs en cas de défaillance, une quantité importante de garanties permet de satisfaire à ce besoin.

Sur le plan empirique, les conclusions sont également mitigées. Les effets mesurés varient en fonction de la manière dont on établit la présence d'un financement relationnel. Ainsi, pour Berger et Udell (1995), Harhoff et Korting (1998), Degryse et Von Cayseele (2000), la durée de la relation diminue la probabilité d'avoir à fournir des garanties. Harhoff et Korting (1998) constatent également que celle-ci augmente avec le nombre de prêteurs mais sont contredits sur ce point par Ziane (2003). Le paradoxe est encore plus fort lorsque Machauer et Weber (1998), Degryse et Von Cayseele (2000), Lehman et Neuberger (2001) mettent en évidence que le statut de banque principale (*Hausbank* pour le cas allemand), de pourvoyeur de financement relationnel, conduit le financeur à obtenir plus de garanties. Face à ces résultats paradoxaux de nouvelles pistes de recherche ont dû être ouvertes. Au-delà de la question de la présence ou non de sûretés, la littérature s'est intéressée à l'impact de la relation sur la nature des garanties fournies. Deux études ouvrent la voix, Bodenhorn (2003) et Canovas et Solano (2006). Mais là encore, elles aboutissent à des conclusions différentes apparemment dues aux différents contextes institutionnels dans lesquels elles sont conduites : l'Amérique du XIX<sup>ème</sup> siècle d'une part et l'Espagne contemporaine d'autre part. La première montre une réduction de l'usage des garanties personnelles et du taux

des crédits avec la durée de la relation, tandis que la seconde constate une augmentation de l'usage des garanties personnelles assortie d'une diminution de taux avec celle-ci.

En dépit de cette littérature grandissante, la question des structures contractuelles mises en place par les banques pour pallier aux problèmes d'asymétries d'information et leurs relations entre elles demeure largement ouverte. Nous nous proposons dans ce chapitre de contribuer à combler ce manque. En utilisant un jeu de données nouveau tiré du portefeuille d'engagements d'une grande banque française, nous étudions l'action à la fois de la mise en place d'un financement relationnel et de l'usage de garanties sur les conditions de financement des PME et donc a fortiori leur contribution à la résolution des problèmes d'asymétries d'information *ex post* et *ex ante*. Nous relevons alors que, toutes choses étant égales par ailleurs en termes de risque apparent et d'opacité, l'usage de garanties ne permet aux entreprises ni d'obtenir plus facilement leur crédit ni de payer celui-ci moins cher, seul le statut de banque principale du financeur conduit celui-ci, au travers de la diminution des problèmes informationnels, à offrir des conditions plus favorables. Nous notons néanmoins qu'une trop grande concentration des engagements chez ce dernier a un effet opposé. L'origine de ce constat semble être qu'en présence de risques de hasard moral sur les crédits garantis, la formation d'équilibres séparants sur cette même base n'est pas possible compte tenu des coûts d'agence existant sur ce type d'engagements. Le cadre relationnel, par contre, en levant l'opacité génère des incitations rendant l'usage de sûretés plus efficace à condition de ne pas complètement en exclure toute concurrence. Contrats implicites de long terme et garanties sont donc plus des mécanismes complémentaires et non des substituts dans le traitement des problèmes d'asymétries d'information.

L'article est organisé de la manière suivante. Dans la prochaine section, nous présentons les théories afférentes aux sujets de même que les principaux résultats empiriques disponibles. La section 3 présente les hypothèses testées. La section 4 décrit le jeu de données utilisé. La section 5 traite des différents résultats obtenus concernant les conditions de financement des PME. La dernière section résume les principales conclusions du chapitre.

## Section 1 : Revue de la littérature

Dans le cadre d'un marché parfait l'ajustement du taux d'intérêt au risque des emprunteurs permet de satisfaire les agents à la fois dans leurs demandes de crédit et de placement. Cependant, la réalité est bien éloignée de ce cadre idyllique. Ainsi, Stiglitz et Weis (1981) montrent que compte tenu de la présence d'asymétries d'information le taux d'intérêt facturé à un groupe d'emprunteurs *ex ante* équivalents détermine non seulement leur demande en capitaux mais aussi leur risque. Un taux d'intérêt plus élevé soit rend les emprunteurs plus risqués, c'est la sélection adverse, soit les conduit à choisir des investissements plus risqués, c'est le hasard moral. Si le taux d'intérêt augmente, le risque de l'emprunteur moyen augmente également. Les prêteurs peuvent alors de manière optimale choisir de rationner la quantité de prêts qu'ils accordent plutôt que d'augmenter les taux d'intérêt. Le phénomène grève fortement le financement des structures les plus opaques au nombre desquelles on trouve les PME. Néanmoins, la pratique financière cherche à résoudre cette difficulté par l'adoption de structures contractuelles particulières destinées à la fois à pousser les emprunteurs potentiels à révéler leur risque et à discipliner leurs comportements une fois le crédit obtenu. L'utilisation de garanties de même que l'établissement d'une relation implicite de long terme, d'un financement relationnel, sont parmi celles-ci.

Chan et Kanatas (1985), Bester (1985), et Besanko et Thakor (1987) montrent ainsi que l'usage de sûretés permet de lutter contre la sélection adverse en mettant en place un équilibre séparant. Les banques proposent alors à leurs clients deux types de contrats : le premier comprenant un taux élevé et de faibles garanties, le second adoptant la configuration inverse, plus de garanties et moins de taux. Les emprunteurs de qualité cachée, *ex ante* faible, s'orienteront de préférence vers le premier type de contrat puisque compte tenu de la probabilité de réussite de leurs projets, leur espérance de gains s'en trouve maximisée. Des résultats comparables ont été mis en évidence du point de vue de phénomènes liés au hasard moral dans la lignée de Smith et Warner (1979) qui avancent que leur usage permet de diminuer le problème de substitution d'actifs mis en évidence par Jensen et Meckling (1976). En

effet, il est clair que les procédures de gages (hypothèque, nantissement) par l'enregistrement des actifs supports en limitent fortement les possibilités. Il faut désintéresser le créancier avant d'envisager toute cession. De plus, lorsque l'on considère une substitution d'actifs plus globale, c'est-à-dire la possibilité d'investir finalement dans un projet plus risqué que celui présenté initialement, la présence *ex post* d'actions cachées et non plus de différentiels d'informations *ex ante*, Boot, Thakor et Udell (1991) montrent que les créanciers les plus risqués sur ce plan vont fournir plus de garanties compte tenu des coûts d'activation de la sûreté supportés par la banque.

Les études empiriques, pratiquées sur le lien entre risque et usage de garanties, constatent clairement que les entreprises les plus risquées vont devoir fournir plus de garanties pour obtenir un crédit. C'est le cas de Berger et Udell (1990) précédés en cela d'Orgler (1970), Hester (1979). Néanmoins, elles ne font que peu de cas de la nature des problèmes d'asymétries d'information considérés. En fait, à notre connaissance, seuls Capra, Fernandez et Ramirez (2001) parviennent à mettre en évidence la présence de l'équilibre séparant sur la base de données considérant le défaut final des emprunteurs.

Néanmoins, si l'utilisation de sûretés permet théoriquement à la banque de gérer à la fois les problèmes de sélection adverse et de hasard moral, il ne faut pas négliger sur ce point une dimension mise en évidence par John, Lynch et Puri (2003) : la présence de coûts d'agence plus importants sur les crédits garantis. En effet, si l'on tient compte des prétentions de la banque sur l'actif support en cas de liquidation, il est optimal pour l'actionnaire de l'entreprise d'en négliger l'entretien voire de le surexploiter puisqu'en cas de difficulté, sa valeur résiduelle ne lui sera que très rarement attribuée. Le modèle proposé est appuyé par une étude dans laquelle pour distinguer l'intensité des détournements, ils considèrent différentes natures de biens apportés en garantie : terrain et immeuble d'un côté, et machines et autres biens meubles de l'autre. Ils relèvent alors, qu'en tenant compte des risques de l'emprunteur et du montant, les crédits hypothécaires sont assortis d'un taux moins élevé, ce qui est conforme à l'hypothèse de coûts d'agence. Ceci ouvre la voie dans les analyses futures à une distinction non seulement en fonction de la nature



des asymétries d'information considérées mais aussi de celle des mécanismes de garantie utilisés.

L'entretien d'une relation privilégiée avec son client peut également permettre à la banque de surmonter ces mêmes difficultés. En effet, Sharpe (1990) montre qu'une banque est susceptible d'accorder un financement à une entreprise opaque dans la mesure où cela lui permettra d'en apprendre plus sur celle-ci que ses concurrentes. Elle pourra alors utiliser cette information privée au bénéfice de son client, dans un premier temps, grâce à la levée des asymétries d'information, puis à son propre bénéfice dans un second temps par l'exclusion d'offres de crédit concurrentes. L'échange d'informations dans ce cadre est favorisé par la confidentialité du rapport qui lie la banque à son client comme le montrent Campbell (1979), Yosha (1995), Bhattacharya et Chiesa (1995). Il est en effet inobservable dans son contenu par des tiers. Ceci facilite d'autant le contrôle du débiteur générant des économies de coût de vérification du résultat, (Townsend, 1979 ; Eber, 1999), et permet une meilleure adaptation des conditions contractuelles des différents engagements dans le temps (Boot, Greenbaum et Thakor, 1993). Les clauses de gestion à l'action sclérosante sont, par exemple, plus facilement renégociées. La confiance accordée par la banque sur la durée va par ailleurs contribuer à la construction pour l'entreprise d'une réputation de fiabilité (Fama, 1985 ; Diamond, 1991).

Le financement relationnel ne présente néanmoins pas que des avantages. Il est également source de coûts qui peuvent conduire à la fois la banque et les actionnaires d'entreprises opaques à opter pour un financement transactionnel grevé par les asymétries d'information. En effet, d'une part, la génération d'informations privées au fil du temps au seul bénéfice de la banque peut lui permettre de créer une situation de monopole vis-à-vis de son client, ses concurrentes dans l'incertitude préférant le rationner. Elle pourra alors extraire une rente de situation, c'est le *hold-up* informationnel. A partir de là, Rajan (1992) montre que ceci conduira l'entreprise à diversifier ses sources de financement. D'autre part, Dewatripont, et Maskin (1995), Bolton et Scharfstein (1996) soulignent le fait qu'à l'extrême la disponibilité trop importante du crédit peut conduire les dirigeants des firmes à adopter une

gestion laxiste conduisant à une destruction de valeur. Encore une fois, le phénomène se discipline en diversifiant les financements.

De nombreuses études empiriques sont venues mettre en évidence les bienfaits d'une relation implicite de long terme entre une banque et son client, et ce dans de nombreux pays. Dans le prolongement de Petersen et Rajan (1994), ces recherches relevaient aux Etats-Unis que la multiplication des banques augmente le taux d'intérêt et diminue la disponibilité du crédit tandis que la durée de relation a tendance à augmenter cette dernière. Ces deux derniers résultats sont confirmés par Cole (1998), Angelini, Di Salvo et Ferri (1998) pour l'Italie, et juste sur le nombre de banques par Harhoff et Korting (1998) pour l'Allemagne. Ces derniers relèvent également que la demande de garanties augmente avec le nombre de prêteurs mais diminue avec la durée de la relation, ce qui contredit Berger et Udell (1995), qui, dans une nouvelle étude américaine portant sur un échantillon de lignes de crédit cette fois, constatent que la durée de la relation conduit à une diminution du taux facturé et de la quantité de garanties requises. Dans le même ordre d'idées, Elsas et Krahen (1998), en étudiant le comportement des « *Hausbank* » allemandes, relèvent que contrairement à leurs consocieurs, ces banques ne réduisent pas systématiquement leurs concours à leurs clients en cas de dégradation de rating leur apportant ainsi une forme de support face aux difficultés. Lehman et Neuberger (2001) ajoutent qu'elles leur accorderont plus facilement leur crédit et à un prix plus intéressant, mais obtiendront en retour plus de garantis. Degryse et Von Cayseele (2000) font le même constat sur un échantillon de PME belges. Ziane (2003), dans le contexte français, note que les sûretés diminuent avec le nombre de banques, le rationnement augmente avec la part de la banque principale dans le financement mais diminue avec la durée de la relation. Des résultats équivalant sont également mis en avant par De Bodt, Lobeze et Statnik (2005) en Belgique.

L'ambiguïté du lien « garanties/financement relationnel » a été explorée sur le plan théorique au travers de quatre grands types d'approches conduisant à deux conclusions opposées. Boot et Thakor (1994), Manove, Padilla et Pagano (2001) laissent ainsi présager une diminution de la quantité de sûretés dans le cadre d'une relation implicite de long terme. Les premiers mettent en avant le fait que pour entrer dans cette configuration contractuelle particulière, profitable sur le long

terme, l'entreprise va consentir à l'origine de grandes quantités de garanties. Une fois que la banque aura constaté la réussite d'un projet, sa bonne réputation lui permettra à l'avenir d'en fournir beaucoup moins sur ses nouvelles demandes. Les seconds partent du constat que les traitements actifs des asymétries d'information, tels que le financement relationnel, sont générateurs de coûts, or si la garantie est suffisante et solide, ceux-ci ne sont plus nécessaires : dans tous les cas, on récupère son dû. A l'opposé, Greenbaum, Kanatas et Venezia (1989), Sharpe (1990), Rajan (1992) arrivent à la conclusion inverse. Ils relèvent que dans le cadre du phénomène de *hold-up*, la banque, forte de son avantage informationnel, facture son client dans des conditions non concurrentielles. Il lui est alors possible de prendre plus de garanties que la situation réelle du client ne le commande. Elle améliore d'autant son espérance de rendement sur un crédit donné, diminuant le risque résiduel de sa créance. Longofer et Santos (2000), eux, montrent qu'il n'est pas optimal pour une banque de conférer un financement de type relationnel à un client si celui-ci ne lui confère pas d'une manière ou d'une autre une forme de priorité sur ses actifs en cas de liquidation. La garantie pouvant être mobilisée à cet usage, il en ressort qu'elle devrait être plus importante dans ce cadre.

Une nouvelle piste de recherche s'ouvre sur la question : la prise en compte de la nature des garanties utilisées. A notre connaissance, seules deux études se sont penchées sur le thème : Bodenhorn (2003), Canovas et Solano (2003). La première, à partir d'un échantillon de contrats de crédit accordés à des PME par des banques locales au XIX<sup>ème</sup> siècle, constate une réduction de l'usage des garanties personnelles à la faveur de nantissements et une diminution du taux des crédits avec la durée de la relation. La seconde, à partir de données contemporaines espagnoles tirées de la base SABE croisées avec les travaux du SME Economic Observatory of the Murcia Region, relève au contraire une augmentation de l'usage des garanties personnelles doublée d'une réduction des taux facturés avec la durée de la relation avec la banque. Au-delà de leurs différences de conclusions, semble-t-il, dues aux contextes institutionnels divergents, elles posent les bases d'une différence de traitement sur ce point.

## **Section 2 : Hypothèses et tests**

Le but de l'analyse empirique proposée est d'explorer les structures contractuelles tant implicites et qu'explicites mises en place par la banque pour gérer ses problèmes d'asymétries d'information. En particulier, on se propose de tester si celles-ci permettent d'améliorer les conditions de financement des entreprises opaques, des PME, et dans quelles mesures elles cohabitent ou s'opposent les unes aux autres. Les principales hypothèses que nous évaluerons sont les suivantes :

*H1 : L'établissement entre la banque et son client d'une relation privilégiée, en levant les problèmes d'asymétries d'information, permet à celui-ci de bénéficier de conditions de financement plus favorables.*

*H2 : Dans le cadre d'un financement à l'acte, transactionnel, seule la fourniture de garanties permet d'obtenir des effets comparables.*

*H3 : La banque forte d'un avantage informationnel sur les perspectives et les risques de ses clients va profiter de sa situation privilégiée pour leur proposer des conditions de financements hors concurrence et ainsi extraire une rente.*

*H4 : La mise en place d'un financement relationnel permet de limiter les coûts d'agence générés par les crédits garantis et donc de rendre plus efficaces leurs utilisations aux fins d'amélioration des conditions de financement des entreprises opaques.*

De manière à tester ces hypothèses, nous avons cherché à estimer un modèle des conditions de financement proposées par la banque à ses clients. Fort classiquement, nous avons retenu trois dimensions : la disponibilité des fonds, c'est-à-dire la facilité avec laquelle la banque accorde un crédit, et donc la moindre importance des phénomènes de rationnement ; le coût du crédit et la quantité de garanties conférée pour son obtention. Nous nous sommes alors heurtés à l'impossibilité d'observer la disponibilité des fonds simultanément aux autres

éléments. Aussi, compte tenu du décalage temporel introduit par notre proxy, nous avons développé deux classes de modèles indépendants : une pour la disponibilité des fonds et une pour le taux et la garantie. Cependant, dans l'ensemble, nous reprendrons pour l'analyse, les mêmes facteurs explicatifs que sont le risque apparent de l'entreprise, l'acuité des problèmes d'asymétries d'information, c'est-à-dire l'opacité, et les structures contractuelles mises en place pour gérer ces difficultés : relation implicite de long terme et/ou recours aux garanties.

Conditions de financement = f (risque apparent, opacité, contrats mis en place) (1)

Nous nous attendons à constater une dégradation des conditions de financement des clients avec l'augmentation du risque de ces derniers et leur opacité informationnelle, le phénomène étant mitigé par les structures contractuelles mises en place : garanties, dans le cadre d'un financement transactionnel, ou accords implicites de long terme, dans le cadre d'un financement relationnel. L'ensemble de ces informations ainsi que leur traduction en termes de signes attendus sur les variables de l'étude est repris dans le tableau 1.

**Tableau 1 : Récapitulatif des hypothèses et des signes de coefficients**

Hypothèses	Variables expliquées	Variables explicatives	Signes attendus modèles généraux	Signes attendus modèles alternatifs	
				BP=1	BP=0
<p>(1) L'établissement entre la banque et son client d'une relation privilégiée levant les problèmes d'asymétrie d'information permet à celui-ci de bénéficier de conditions de financement plus favorables.</p> <p>(2) Dans le cadre d'un financement à l'acte seul la fourniture de garantis permet d'obtenir des effets comparables.</p>	<p><b>Disponibilité du crédit</b> DISPO</p>	<p><b>Risque apparent</b> RISQ</p>	-	-	-
		<p><b>Opacité informationnelle</b> TAILLE</p>	-	-	-
AGE		+	+	+	
<p><b>Garantie</b> GARTOT</p>		+	+	+	
<p><b>Relation de clientèle</b> DUR</p>		+	Ns	+	
INT		+	+	Ns	
BP		+	+	Ns	
<p><b>Coûts du Crédit</b> PRIME</p>		<p><b>Risque apparent</b> RISQ</p>	+	+	Ns
		<p><b>Opacité informationnelle</b> TAILLE</p>	+	+	+
		AGE	-	-	-
	<p><b>Garantie</b> GARTOT</p>	-	-	-	
	<p><b>Relation de clientèle</b> DUR</p>	-	Ns	-	
	INT	-	-	Ns	
	BP	-	-	Ns	
	<p><b>Garanties</b> GAR</p>	<p><b>Autres contrôles</b> TXVAR</p>	-	-	Ns
		<p><b>Risque apparent</b> RISQ</p>	Ns	Ns	Ns
		<p><b>Opacité informationnelle</b> TAILLE</p>	+	+	+
AGE		-	-	-	
<p><b>Coût du crédit</b> PRIME</p>		-	-	-	
<p><b>Relation de clientèle</b> DUR</p>		+	Ns	Ns	
INT		-	-	Ns	
BP		-	-	Ns	
<p><b>Autres contrôles</b> JUR</p>		-	-	Ns	
		Ns	Ns	Ns	

(3) La banque forte d'un avantage informationnel sur les perspectives et les risques de ses clients va profiter de sa situation privilégiée pour leur proposer des conditions de financements hors concurrence et ainsi extraire une rente de monopole.	<b>Disponibilité du crédit</b> DISPO	<i>Idem</i> <b>Avantage informationnel</b> DIFSCOR DIFNEG DIFPOS			
	<b>Coûts du Crédit</b> PRIME	<i>Idem</i> <b>Avantage informationnel</b> DIFSCOR DIFNEG DIFPOS			
	<b>Garanties</b> GAR	<i>Idem</i> <b>Avantage informationnel</b> DIFSCOR DIFNEG DIFPOS			
(4) La mise en place d'un financement relationnel permet de limiter les coûts d'agence générés par les crédits garantis et donc de rendre plus efficace leurs utilisations aux fins d'amélioration des conditions de financement des entreprises opaques.	<b>Disponibilité du crédit</b> DISPO	<i>Idem</i> <b>Nature de la Garantie</b> REELTOT PERSOTOT ASSTOT	REELTOT > PERSOTOT > ASSTOT	BP=1	BP=0
	<b>Coûts du Crédit</b> PRIME	<i>Idem</i> <b>Nature de la Garantie</b> REEL PERSO ASS	REELTOT < PERSOTOT < ASSTOT	REELTOT et PEROSTOT > ASSTOT	REELTOT > PERSOTOT > ASSTOT
	<b>Garanties</b> GAR	<i>Idem</i> <b>Nature de la Garantie</b> REEL PERSO ASS	REELTOT < PERSOTOT < ASSTOT	REELTOT et PEROSTOT < ASSTOT	REELTOT < PERSOTOT < ASSTOT
				REELTOT et PEROSTOT < ASSTOT	REELTOT < PERSOTOT < ASSTOT

## **Section 3 : Présentation des données**

### **I/ L'échantillon**

Les données utilisées proviennent de dossiers de PME<sup>42</sup> ayant contracté un crédit d'équipement entre le 1er janvier 2000 et le 31 mai 2002 auprès d'un établissement appartenant à la direction régionale Nord-Pas-de-Calais, Picardie, Normandie de la banque BNP Paribas. Sur ce point, nous nous écartons des travaux précédents qui, soit prenaient en compte l'ensemble des crédits conférés par la banque à son client (Petersen et Rajan, 1994), soit se focalisaient strictement sur l'attribution à ce dernier de lignes de crédit (Berger et Udell, 1995). Les sociétés filiales ont été exclues de la sélection pour ne pas parasiter l'étude du fait de l'importance de la maison mère dans leur financement. De même, nous avons rejeté de la sélection, en raison de leur structure bilancielle atypique, les firmes opérant dans les secteurs agricoles, immobiliers et financiers. Au final, l'échantillon est composé de 200 entreprises, qui se répartissent à 34 % dans l'industrie, à 26 % dans le commerce, à 17 % dans la construction, à 15 % dans les services et à 9 % dans les transports, ainsi que des contrats rattachés. Leurs principales caractéristiques sont reprises dans le tableau 2.

---

<sup>42</sup> Le terme PME ici recouvre les entreprises répondant à au moins l'un des deux critères suivants : un chiffre d'affaires inférieur à 16 Millions d'Euros et/ou un effectif inférieur à une centaine de salariés.



**Tableau 2 : Statistiques de présentation de l'échantillon**

	<i><b>Total du Bilan (en Euros)</b></i>	<i><b>CA (en Euros)</b></i>	<i><b>Effectif (nbre de salairés)</b></i>	<i><b>Age (en années)</b></i>	<i><b>ROI</b></i>	<i><b>Montant (en Euros)</b></i>	<i><b>Durée (en années)</b></i>	<i><b>Taux</b></i>	<i><b>Garantie (en Euros)</b></i>
Moyenne	3 402 081	3 048 730	24,43	19,30	8,43 %	87 255	4,37	5,02	124 641
Médiane	1 245 895	2 092 930	19	15,5	7,19 %	38 541	4	5,07	45 735
Minimum	147 020	127 110	1	2	-16,94 %	906	1	1,5	0
Maximum	294 526 000	15 606 050	94	70	65,86 %	859 775	12	8,2	1 458 807
Ecart type	20 818 760	2 586 047	18,72	13,33	7,78 %	131 378	1,57	0,006	223 829

### III/ Les variables expliquées

La disponibilité du crédit est évaluée à partir d'un champ particulier du système d'informations de la banque : l'orientation commerciale. Nous avons aussi construit une variable dichotomique, DISPO, prenant la valeur de 1 lorsque l'orientation commerciale est favorable à l'accord de nouveaux financements (Augmenter ou Accompagner) et 0 dans les autres cas (Se retirer, Réduire ou Stabiliser). L'annexe 1 de ce chapitre reprend les statistiques de codage de cette variable. Nous testons donc non pas un raisonnement passé mais un raisonnement projectif.

La spécification du modèle de disponibilité du crédit prend la forme d'une fonction logistique :

$$y_i = \text{Prob}(\text{DISPO} = 1 | x_i) = \frac{e^{\beta'x_i}}{1 + e^{\beta'x_i}} \quad (2)$$

Où  $\beta'$  est le vecteur des paramètres du modèle et  $x$  celui des variables explicatives, soit :

$$\beta'x_i = \alpha + \beta \text{RISQ}_i + \lambda \text{OPA}_i + \delta \text{RC}_i + \mu \text{GARTOT}_i \quad (3)$$

Le coût du crédit est lui mesuré par le biais d'une approximation de la marge réalisée par la banque sur ses engagements au travers de la différence entre le taux facturé<sup>43</sup> et la moyenne des Euribor 3 mois publiés dans le mois où le crédit a été accordé (15 jours avant et 15 jours après). Ceci permet de contrôler l'impact des fluctuations du marché de refinancement de la banque sur le taux in fine facturé à l'entreprise.

Pour ce qui est de la mesure des garanties concédées, nous optons pour le ratio de la valeur totale des garanties obtenues par la banque pour l'obtention du

---

<sup>43</sup> Lorsque l'emprunt est libellé à taux variable, nous avons retenu la valeur nominale du taux à la date de négociation.

dernier crédit d'équipement sur le montant de celui-ci. Ceci nous permet d'obtenir une variable originale que l'on nomme GAR.

La spécification générale du modèle du couple taux/garantie retenue a la forme du système suivant permettant de prendre en compte le lien théorique fort existant entre ces deux variables :

$$\text{PRIME}_{it} = \alpha + \beta \text{RISQ}_{it} + \lambda \text{OPA}_{it} + \delta \text{RC}_{it} + \mu \text{GAR}_{it} + \varphi \text{Autresvardecont}_{it} + \varepsilon_{it} \quad (4)$$

$$\text{GAR}_{it} = \alpha + \beta \text{RISQ}_{it} + \lambda \text{OPA}_{it} + \delta \text{RC}_{it} + \mu \text{PRIME}_{it} + \varphi \text{Autresvardecont}_{it} + \varepsilon_{it} \quad (5)$$

Il sera estimé de deux manières par les MCO indépendamment pour les deux équations et sur la base des doubles moindres carrés ordinaires lorsque les problèmes de simultanéité seront détectés sur la base du test d'Hausmann dont un exemple est donné en annexe 2 de ce chapitre. Pour satisfaire à la contrainte d'identification du système, nous introduisons dans chaque équation à titre de variable de contrôle une variable, instrument naturel, liée au seul terme endogène indépendamment de la variable explicative.

### **III/ Les variables explicatives**

Le risque financier apparent est estimé sur la base de la notation interne des clients. Elle comprend cinq items : quatre représentatifs d'une probabilité de défaut croissante, de préoccupant à bon risque, et une dédiée au cas où elle ne dispose pas d'assez d'informations pour juger comme c'est le cas lors d'une création d'entreprise. La classification d'une entreprise dans une de ces catégories est réalisée à partir de critères principalement comptables. La mesure n'est donc pas influencée par les garanties conférées, et reflète ainsi strictement le risque de défaut de l'entreprise. Sur cette base, nous construisons une variable binaire, RISQ, prenant la valeur de 1 dans les cas où l'entreprise considérée serait classifiée dans une catégorie risquée, et 0 dans le cas contraire. L'annexe 3 du chapitre reprend les statistiques de codage de cette variable. Notons que les huit firmes les plus jeunes sont assimilées par la suite à des firmes risquées.

L'opacité informationnelle, c'est-à-dire l'incertitude pesant sur l'appréciation de la qualité du client fournie par le système d'informations comptables classiques par nature limitées<sup>44</sup>, est mesurée au travers de deux dimensions : la taille et l'âge des entreprises considérées. La première, TAILLE, est évaluée au travers du nombre de salariés employés à la date de collecte des données. La seconde, AGE, est mesurée sur la base du nombre d'années entières écoulées depuis leur création. Le lien taille/opacité est clair : plus une entreprise est grande, plus ses actions seront d'ampleur, donc faciles à observer pour un prêteur éventuel, et ce à moindre coût. Par ailleurs, les obligations légales d'informations sur l'activité des firmes vont croissantes avec leur taille. Elle est donc inversement liée à l'opacité. Quant à l'âge, il représente la possibilité qu'ont les créanciers de se référer à un historique d'affaires pour l'évaluation du risque des candidats au financement. Ce dernier donnant à la fois un indice de l'expérience et de la compétence des directions en place, mais aussi de la viabilité des modèles économiques sur lesquels sont basées les activités des entreprises considérées. Il est également inversement lié à l'opacité.

Pour représenter l'importance de la relation liant la banque et l'entreprise et donc l'éventualité de la mise en place de financements relationnels, nous avons retenu trois variables : une dichotomique, BP, prenant la valeur de un dans les cas où notre banque test se considère comme banque principale ; complétée par deux numériques, DUR, la durée de la relation, mesurée par le nombre d'années pleines écoulées depuis la conclusion de leur premier contrat ; et, INT, son intensité mesurée par le nombre de lignes de comptes, crédits ou dépôts, liant les parties au jour de la collecte de données.

A l'instar de Elsas (2005), qui conduit une étude sur la qualité des différents indicateurs utilisés dans la littérature pour caractériser l'établissement d'un financement relationnel, nous considérons la variable, BP, comme le meilleur indice dont nous disposons de la mise en place d'une telle structure contractuelle. Celle-ci est directement tirée d'un champ du système d'informations de la banque renseigné

---

<sup>44</sup> Tout d'abord parce qu'il s'agit d'informations agrégées mais aussi parce que l'ensemble des entreprises ne sont pas soumises aux mêmes obligations : les plus petites pouvant, par exemple, bénéficier d'un régime simplifié ou se passer d'une certification de leurs comptes annuels. En effet, en France, les sociétés de capitaux ne sont tenues de faire appel à un commissaire aux comptes uniquement si elles dépassent deux des trois seuils suivants : total du bilan 1,550 M Euros ; CA 3,1 M Euros ; Nombre moyen de salariés 50.

à partir du croisement de l'avis des chargés d'affaires et de l'examen des déclarations d'engagement effectuées en Banque de France<sup>45</sup>. Si les crédits conférés par la banque représentent la majorité des déclarations effectuées, elle est alors, sauf contre indication, considérée comme banque principale.

La variable DUR vient compléter l'analyse en fournissant un premier indice du mode de transmission de l'information mis en place entre la banque et l'entreprise au travers de la mesure de l'importance de leur expérience d'affaires commune. D'un point de vue théorique, elle apparaît clairement comme discriminante entre les régimes relationnels et transactionnels. En effet, dans le premier cas, elle est à la fois le reflet de la capitalisation des connaissances que détient le financeur sur son client et des possibilités qu'il a eu d'amortir ses coûts de collecte, tandis que dans le second elle n'a qu'une importance marginale, puisque chaque opération y est vue indépendamment.

La littérature empirique a fait de cet indicateur un de ces principaux éléments de travail sur la question d'amélioration des conditions de financement des firmes opaques par l'instauration de liens de clientèle de long terme mais ceci avec plus ou moins de bonheur. Tout d'abord, en raison de la difficulté qu'il y a à isoler du point de vue de l'inférence ses effets et ceux de la variable AGE à qui elle est fortement corrélée<sup>46</sup>, puisqu'une entreprise plus vieille aura mécaniquement plus de chance d'être liée depuis longtemps avec une banque qu'elle soit sa banque principale ou non. Dans ce contexte, il est difficile de juger si les améliorations constatées sont dues à la diminution de l'opacité ou l'augmentation de l'information privée détenue par le financeur. Canovas et Solano (2006) apportent une solution à cette difficulté en orthogonalisant ces variables. L'opération consiste alors à régresser DUR sur AGE de manière à en obtenir le résidu qui représente la part de DUR non expliquée par AGE. Cette part est alors substituée à la variable dans les régressions. Les résultats en sont clairement modifiés ce qui est signe de sévère colinéarité. Nous utiliserons également cette méthode au travers de la transformation de DUR : DUR\*. Une autre difficulté vient du caractère clairement non monotone du lien qui

---

<sup>45</sup> Via le fichier du service des risques de la Banque de France, qui regroupe les déclarations de tous les engagements supérieurs à 76 000 Euros accordés par les banques à une entreprise.

<sup>46</sup> Coefficient de corrélation de Pearson liant les deux variables a une valeur estimée de 0,671 significative au seuil de 99%, voir le tableau 4.

unit la variable aux conditions de financement de l'entreprise. En effet, il apparaît au terme des études empiriques antérieures que les effets bénéfiques du gain d'informations privées du financeur ne se manifestent que progressivement pour devenir à terme marginalement dégressifs. Ainsi, Angelini, Di Salvo et Ferri (1998) relèvent la nécessité de voir s'écouler au moins trois ans d'ancienneté de relation avant de constater une amélioration de la disponibilité des fonds pour le client, et Cole (1998) montre qu'à partir de là, l'impact d'une année supplémentaire décroît.

Nous achevons la description de la relation liant les entreprises de l'échantillon à notre banque test par la variable INT, le nombre des lignes de compte ouvertes entre les parties le jour de la collecte des données. Elle apporte une nouvelle dimension au lien banquier/client, celle de l'intensité des échanges qui les unissent<sup>47</sup>. Leur multiplication à chaque instant contribue à la réduction des asymétries d'information à la fois en créant des canaux de transfert d'informations tels que des comptes chèques, des placements, des crédits etc. et en permettant d'amortir plus facilement les coûts liés à l'instruction des demandes de financement. Ce bénéfice est cependant contrebalancé par le renforcement de l'exposition au risque client qu'il implique.

L'étude du rôle de la garantie dans la formation des contrats de crédit est, elle, scindée en deux éléments. Tout d'abord, elle est vue comme un mécanisme homogène visant à réduire le risque de l'investisseur. Puis, nous approfondissons la question en distinguant les différentes natures de garanties de manière à tester notre hypothèse 4.

Aussi, introduisons-nous dans nos modèles une mesure de l'importance de ces dernières dans le financement accordé aux entreprises de l'échantillon. Cet élément présente un double statut, à la fois endogène et exogène. Il est d'une part considéré comme une caractéristique fondamentale des conditions de financement au même titre que le taux d'intérêt et la disponibilité des fonds, et d'autre part comme un facteur explicatif de ceux-ci.

---

<sup>47</sup> Ce que l'on nomme dans la littérature le champ de la relation, son étendue, en anglais « scope ».

Ce qui va donc retenir notre attention ici, c'est l'inclusion d'une variable représentative de la demande de garanties par le financeur dans l'équation de la mesure de son assujettissement à d'éventuels problèmes de disponibilité du crédit. Pour éviter toute confusion, nous avons choisi de ne pas recourir à la variable GAR, mais d'en reconstruire une nouvelle sur le même modèle : GARTOT, le rapport ramené en pourcentage de la valeur des garanties conférées pour obtenir l'ensemble des crédits accordés à l'entreprise par la banque sur le montant total de ces derniers. Nous ne retenons pas la valeur comptable initiale de la garantie mais sa valeur estimée au moment de la collecte des données, ce qui présente l'avantage de fournir une information sur la qualité des actifs en jeu et de ne pas limiter l'analyse à une seule interaction entre la banque et l'entreprise donnant ainsi une vision plus globale des politiques développées s'accordant mieux avec la nature de la variable expliquée DISPO. Par ailleurs, elle limite par construction les éventuels problèmes d'endogénéité des indicateurs de la disponibilité du crédit et de la demande de garantie. GARTOT s'étant constituée dans le temps, elle est principalement plus liée aux caractéristiques antérieures des firmes de l'échantillon que de leurs caractéristiques actuelles.

L'examen du lien entre GAR et GARTOT montre que, si l'on excepte les 21 nouveaux crédits inclus dans l'échantillon pour lesquels toute mesure serait non pertinente, la quantité de garanties déjà conférée à la banque sur les engagements passés n'a pas d'influence sur les conditions prévalant sur le dernier crédit. Ainsi, seules 26 des 49 entreprises n'ayant jusqu'ici pas dû souscrire de garanties continuent à bénéficier de telles conditions favorables. Pour le reste, la majorité des firmes, 55,86 %, a dû fournir plus de sûretés que ce que GARTOT, retraitée<sup>48</sup>, ne le laissait à penser. Ce constat pourrait être le fruit de la différence de base de mesure entre les ratios, l'un étant assis sur l'ensemble des crédits quelle qu'en soit la nature, et l'autre uniquement sur le dernier crédit d'équipement. Or comme l'ont montré Jiménez, Salas et Saurina (2004) la forme des prêts consentis est déterminante de la quantité de garanties demandées. Les lignes de crédit (financement à court terme) en nécessitent pour leur obtention bien moins que les crédits d'équipement voire les crédits immobiliers (financements à long terme). L'hétérogénéité de la mesure

---

<sup>48</sup> Pour gommer l'effet du dernier contrat.

GARTOT peut donc être la cause du décrochage des variables. Cependant, nous ne disposons pas d'assez d'éléments pour approfondir ce point. Toujours est-il que les conditions de garanties passées ne semblent pas influencer les conditions futures.

L'étude de l'usage des garanties aurait pu s'arrêter là. Néanmoins, nous nous proposons d'explorer une piste complémentaire peu empruntée jusqu'ici, en distinguant, en parallèle à nos deux variables générales, l'impact de la nature des contrats de sûreté sur les équilibres précédemment discutés. En effet, l'ordre juridique offre une palette importante de systèmes de garanties : caution, gage, nantissement, hypothèque, mais aussi assurance sous diverses formes. Chacun d'eux repose sur un socle différent, une mécanique différente. La caution s'appuie sur l'extension en cas de défaut des prétentions des créanciers au patrimoine de tiers généralement attachés à la gestion de l'entreprise, dans le cadre du financement des PME, le plus souvent le dirigeant et/ou un ou plusieurs actionnaires. Le gage, le nantissement et l'hypothèque reposent sur une réserve de droit pour le prêteur sur le produit de la vente des biens sur lesquels ils sont assis, des biens meubles pour les deux premiers<sup>49</sup> et un immeuble pour le dernier. L'assurance, elle, fait peser pour partie le risque de l'engagement considéré sur un organisme spécialisé en échange du paiement d'une prime. De telles divergences ne peuvent être sans influence sur la manière dont les structures incitatives mises en place au travers des garanties opèrent et donc sur leur utilité en termes de gestion des problèmes d'asymétries d'information.

Aussi, avons-nous, sur la base de cette classification, construit trois variables spécifiques représentant tour à tour le ratio des valeurs des sûretés réelles, personnelles et autres assurances sur le montant de financement considéré, déclinées dans l'univers GARTOT et adaptées à GAR pour être incluses dans l'analyse de la disponibilité du crédit puis de ses conditions tarifaires. Nous obtenons alors REELTOT, PERSOTOT, ASSTOT et REEL, PERSO, ASS. Les variables TOT reprennent le rapport entre le montant de crédit et la valeur de la garantie tandis que les autres prennent la forme de variables binaires prenant la valeur de 1 lorsque la majorité du crédit est garantie sur la base de telle ou telle nature de contrat, 0 si non.

---

<sup>49</sup> La principale différence entre ces deux éléments est que le gage implique nécessairement une dépossession du bien mis en garantie tandis que le nantissement permet d'en conserver l'usage.



Contrairement aux autres éléments de notre modélisation, nous ne disposons que de peu de référents théoriques pour appuyer l'étude de l'influence de ces variables. Seuls, à notre connaissance, John, Lynch et Puri (2003) offrent à ce propos un cadre d'analyse mobilisable cohérent de prédiction. En effet, en montrant l'existence de coûts d'agence importants sur les crédits garantis, ils relèvent également la plus ou moins grande facilité à détourner de leur usage normal les supports de sûretés en fonction de la nature des biens sur lesquels ils s'appuient et donc de la forme de la garantie. Ils constatent ainsi que les crédits basés sur une hypothèque coûtent, toutes choses étant égales par ailleurs, en termes de coûts d'agence, moins chers que ceux basés sur un nantissement. Il est en effet plus difficile de dégrader la valeur d'un terrain ou d'immeuble que de surexploiter ou sous entretenir une machine. Sur cette base, nous nous attendons à constater un effet positif plus important sur la disponibilité du crédit et la quantité de garanties fournies des garanties réelles que de toutes autres formes de sûretés. De même, nous pensons observer un lien significativement plus négatif entre cette variable et le coût du financement que celui relevé entre cette dimension des conditions de financement et l'usage de garanties personnelles, mais surtout d'assurances pour lesquelles nous tablons sur un lien clairement positif puisque ici l'effet d'incitation du contrat ne jouera que marginalement<sup>50</sup>, étant donné que c'est un tiers complètement étranger à l'activité de l'entreprise qui supporte la partie du risque de faillite considéré.

Ainsi, nous supposons une hiérarchie entre les modes de garanties selon leur capacité à réguler les problèmes d'agence qui leur sont liés : REEL, PERSO puis ASS. Cette dernière, si elle est vérifiée dans le cas général, pourrait bien se trouver modifiée par la mise en place d'un financement relationnel puisque, dans ce cadre, la surveillance à la fois de la gestion globale de l'entreprise et des assises de sûretés est facilitée. Nous tablons donc sur une augmentation de l'usage des garanties personnelles dans le cadre des financements relationnels, le coût de monitoring de la garantie étant bien moins important dans ce contexte.

---

<sup>50</sup> Seul un effet de réputation limité pourrait alors jouer.

Pour contrôler l'impact sur les conditions de financement de l'exploitation par la banque d'un avantage informationnel, et donc tester l'hypothèse de *hold-up*, nous avons construit une nouvelle série de variables représentatives de celui-ci : DIFSCOR, une variable binaire prenant la valeur de 1 dans les cas où notre banque test attribue à son client une notation différente de celle proposée par la Banque de France, 0 dans le cas contraire ; DIFPOS, prenant la valeur de 1 dans les cas où notre banque test attribue à son client une notation plus favorable, et DIFNEG prenant la valeur de 1 dans les cas où notre banque test attribue à son client une notation moins favorable. Les tests sont alors réalisés sur un sous-échantillon, 149 individus pour lesquels ceci s'est révélé possible. Nous considérons que tout décalage entre les évaluations caractérise l'existence d'informations privées. En effet, la cote BDF étant construite sur la base d'éléments comptables largement diffusés auprès des établissements de crédit de la place, elle peut être considérée comme le reflet de la connaissance commune de la qualité des candidats au financement. Toute appréciation en contradiction avec celle-ci ne peut être le fruit que d'une position privilégiée. Ceci se concrétisera par une réévaluation des conditions d'engagements correspondant aux risques réellement subis, dans un scénario excluant le *hold-up*, et à l'extraction d'une rente de situation dans le scénario opposé. Aussi, nous attendons-nous à constater, toutes choses étant égales par ailleurs, sur le sous-échantillon DIFSCOR = 1, un taux d'intérêt plus élevé, des garanties plus importantes et une disponibilité du crédit accrue.

Dans le cadre du système d'équations simultanées PRIME/GAR, nous introduisons deux nouvelles variables qui viennent en tant qu'instruments naturels satisfaire la contrainte d'identification qu'impose l'estimation du modèle. Pour PRIME, nous utilisons la variable TXVAR prenant la valeur 1 si l'emprunt considéré a été souscrit à taux variable, 0 dans le cas contraire. Cette dernière a un impact évident sur le coût du crédit : soit que les prêts à taux variable soient négociés dans des conditions particulières, soit que l'approximation que nous avons retenue de leur coût introduise un biais dans l'analyse. Mais, elle n'apparaît aucunement influencer le niveau de garantie demandé. Pour GAR, nous utilisons la variable JUR prenant la valeur 1 si l'entreprise a adopté une structure juridique autre que celle d'une SA. Son influence sur la garantie est claire. Elle donne une proxy du

patrimoine sur lequel les créanciers peuvent faire valoir leur droit en cas de difficultés. Dans le cadre de la SA, la limite à l'actif de l'entreprise est claire. La prise de garanties supplémentaires peut être nécessaire. Cette variable est indépendante de PRIME dans la mesure où la prise de garantie personnelle sur les dirigeants ou actionnaires peut contrer l'effet d'une structure juridique protectrice.

A ceci, nous ajoutons une série de variables de contrôle destinées à tenir compte des différences sectorielles pouvant être à l'origine de comportements particuliers à la fois de la banque et de son client. Cependant, compte tenu de la taille de notre échantillon, nous avons dû adopter un découpage catégoriel différent de ceux habituellement utilisés (code NAF ou code APE, qui retiennent plus ou moins de subdivisions). Nous nous contentons de prendre en compte cinq éléments : l'appartenance au secteur industriel, à celui de la construction, des transports, du commerce ou des services. Chacun de ces items est caractérisé dans les modèles par une variable binaire à l'exception des services qui sont considérés comme une catégorie subsidiaire.

Une première étude des distributions des différentes variables mobilisées, reprise dans le Tableau 3, révèle la présence de certaines difficultés méthodologiques.

**Tableau 3:** Statistiques descriptives des variables

<i>Variables</i>	<i>Moyenne</i>	<i>Médiane</i>	<i>Minimum</i>	<i>Max.</i>	<i>Ecart type</i>	<i>Skewness</i>	<i>Kurtosis</i>
DISPO	0,665	1	0	1	0,47	-0,7	-1,5
PRIME	0,911	0,898	-1,938	4,543	0,823	17,47	226,51
GAR	193	108	0	3197	351	535	3695
BP	0,57	1	0	1	0,49	-0,28	-1,938
DUR	12	9	1	34	9	1	0
INT	4,76	4	1	22	3,22	1,75	5,02
GARTOT	106	63	0	891	125	257	1029
RISQ	0,14	0	0	1	0,347	2,090	2,394
TAILLE	24,43	19	1	94	18,72	1,16	1,29
AGE	19,3	15,5	2	70	13,33	1,28	1,54
TXVAR	0,24	0	0	1	0,431	1,19	-0,57
JUR	0,45	0	0	1	0,498	0,21	-1,97
DIFSCOR	0,597	1	0	1	0,492	-0,4	-1,864
DIFPOS	0,496	0	0	1	0,501	0,013	-2,027
DIFNEG	0,103	0	0	1	0,305	2,631	4,993
REELTOT	0,551	0,2958	0	4,933	0,708	2,465	9,641
PERSOTOT	0,286	0	0	2,226	0,486	1,875	2,881
ASSTOT	0,186	0	0	3,021	0,448	3,653	15,813
REEL	0,460	0	0	1	0,499	0,161	-1,993
PERSO	0,175	0	0	1	0,380	1,723	0,980
ASS	0,035	0	0	1	0,184	5,098	24,239

Tout d'abord, la plage des valeurs possibles varie très fortement d'un indicateur à l'autre rendant leur mise en relation peu explicite. PRIME varie, par exemple, entre -1,938 et 4,543 alors que TAILLE varie entre 1 et 94. Pour y remédier, tous les traitements multi-variés ont dû être réalisés sur des données standardisées afin d'homogénéiser les métriques des variables. DUR, INT, TAILLE et AGE se sont, ainsi, vues substituer par leur logarithme népérien.

Puis, la présence de valeurs extrêmes pour certains indicateurs pouvant fausser les différentes estimations réalisées. C'est notamment le cas de INT pour

lequel la valeur maximum est 22 alors que la moyenne de l'échantillon n'est que de 4,76 avec un écart type de 3,22. Nous avons donc borné les distributions dans une plage jugée raisonnable au regard de leur signification économique de manière à éviter que de tels cas atypiques nous détournent des grandes tendances.

## **Section 4 : Résultats et commentaires**

### **I/ Relations bancaires et conditions de financement**

- **La Disponibilité du Crédit**

En préalable à tout autre développement, nous nous sommes livrés à une série de tests bi-variés destinés à mettre en évidence les grandes différences existantes entre les entreprises ayant des difficultés à obtenir des fonds de notre banque test (DISPO=0) et celles qui disposent d'une disponibilité accrue (DISPO=1). Les deux sous-échantillons sont comparés sur la base de tests de *Mann Withney* pour les variables quantitatives (TAILLE, AGE, GARTOT, DUR, INT) et de tests du *Khi2* pour les qualitatives (RISQ, BP). Les résultats sont repris dans le tableau 4.

Chapitre 3 : Financement relationnel bancaire et conditions de financement de la PME : une étude sur données de contrats

**Tableau 4 : Etudes bi-variées**

La première partie du tableau propose la matrice de corrélation de Pearson des variables quantitatives de l'étude, PRIME, GAR, TAILLE, AGE, DUR, INT, chaque case comprend tout d'abord le coefficient de corrélation puis la P-value du test correspondant.

	PRIME	GAR	TAILLE	AGE	DUR	INT
PRIME	1	<b>0,210***</b>	<b>- 0,154**</b>	<b>- 0,130*</b>	- 0,116	0,073
GAR		<b>0,003</b>	<b>0,029</b>	<b>0,067</b>	0,102	0,307
TAILLE		1	<b>- 0,198***</b>	<b>- 0,142**</b>	<b>- 0,126*</b>	0,019
AGE			<b>0,005</b>	<b>0,045</b>	<b>0,074</b>	0,788
DUR			1	<b>0,244***</b>	<b>0,206***</b>	<b>0,156**</b>
INT				<b>0,001</b>	<b>0,003</b>	<b>0,028</b>
				1	<b>0,617***</b>	0,010
					<b>0,000</b>	0,892
					1	0,106
						0,135
						1

La seconde partie présente les résultats d'une série de tests bi-variés non paramétriques de type Mann Whitney et Khi2 dont l'enjeu est de juger de la vraisemblance de l'hypothèse ( $H_0$ ) voulant que deux sous-échantillons soient régis par une loi statistique identique. Ici, en l'occurrence, le but est de savoir si les entreprises rationnées (DISPO=0), celles ayant notre banque test comme banque principale (BP=1), celles pour lesquelles la banque détient un avantage informationnel (DIFSCOR=1) sont significativement différentes des autres. Ainsi, les deux dernières colonnes reprennent les valeurs de la statistique U ou Khi2 et la P-value des tests, c'est-à-dire la probabilité de rejeter  $H_0$  alors qu'elle est vraie. Par ailleurs, les colonnes 2 et 3 donnent une image des distributions des variables sur les sous-échantillons au travers de leurs moyennes et médianes.

Variables	Moyenne pour les entreprises BP=1 (médiane)	Moyenne pour les entreprises BP=0 (médiane)	U stat de Mann Whitney	P-value
DUR	14,12 (13)	8,8 (6)	3040	<b>0,000***</b>
INT	5,11 (5)	4,30 (3)	4145,5	<b>0,060*</b>
PRIME	0,85 (0,87)	1 (0,94)	4617	0,482
GAR	1,720 (1,095)	2,19 (1,03)	4891	0,979
	<b>DIFSCOR=1</b>	<b>DIFSCOR=0</b>		
DUR	13,16 (11)	12,89 (10)	2631	0,88
INT	4,8 (4)	5,8 (5)	2320,5	0,173
	<b>firmes rationnées DISPO=0</b>	<b>firmes non rationnées DISPO=1</b>		
TAILLE	21,91 (14)	25,91 (22)	3797,5	<b>0,08*</b>
AGE	18,17 (15)	19,86 (16)	4206,5	0,51
GARTOT	146% (75,4%)	85% (61,2%)	3571,0	<b>0,02**</b>
DUR	11,5 (8)	12,03 (9)	4315,0	0,71
INT	4,98 (4)	4,64 (4)	4124,0	0,38
PRIME	1,08 (1,01)	0,82 (0,80)	3582	<b>0,024**</b>
GAR	3,074 (1,33)	1,348 (1)	3209,5	<b>0,000***</b>

Chapitre 3 : Financement relationnel bancaire et conditions de financement de la PME : une étude sur données de contrats

	<i>RISQ=1</i>	<i>RISQ=0</i>		
PRIME	1,07 (1,01)	3,266 (1,479)	2069	0,233
GAR	3,266 (1,479)	1,709 (1,025)	1979	0,126
GARTOT	1,358 (0,693)	1,014 (0,630)	2327	0,775
	<i>% de firmes pour qui DIFSCOR=1</i>	<i>% de firmes pour qui DIFSCOR=0</i>	<i>Khi 2</i>	
BP (1)	63	37	5,902	<b>0,015***</b>
	<i>% de firmes rationnées</i>	<i>% de firmes non rationnées</i>		
RISQ (1)	71	29	92	<b>0,00***</b>
BP (1)	29	71	2,46	0,11

Les astérisques portés en vis-à-vis des coefficients correspondent aux seuils de significativité des tests statistiques respectivement:\*\*\* 99%, \*\* 95% et \* 90%.

Les entreprises « rationnées » apparaissent ainsi significativement différentes des autres sur le plan de la taille, de leur risque, de la quantité de garanties qu'elles doivent fournir et de leur attachement à la banque test. Elles sont généralement plus petites, la médiane de leur nombre de salariés est de 14, contre 22 pour les « non rationnées », plus risquées, 71 % des firmes risquées sont « rationnées », fournissent plus de garanties, ainsi que 146 % du montant emprunté contre, 85 % pour les autres. Par contre, elles sont bien moins souvent engagées dans une relation de banque principale avec notre banque test.

Ces constatations, si elles n'ont rien de bien surprenant du point de vue du risque et de la taille, sont loin d'être anodines pour ce qui est de la demande de garanties et l'effet de la relation de clientèle unissant banque et PME. Tout d'abord, parce que ces premiers résultats semblent en contradiction avec l'hypothèse de la mise en place d'un équilibre de « *signaling* » au travers de la prise de sûretés. Mais aussi, parce qu'ils sont un indice de l'intérêt que peut représenter un financement relationnel. Cependant, le contexte bi-varié de l'analyse ne nous permet pas de trancher ces questions puisque, par exemple, la forte demande de garanties pourrait tout simplement être le fruit de demandeurs de crédits plus risqués qui sont, par ailleurs, eux aussi plus souvent rationnés. Il nous faut donc compléter l'analyse sur un plan multi-varié, c'est ce que nous propose le tableau 5.

**Tableau 5 : Modélisation Logit de la disponibilité des fonds pour l'entreprise.**

Le tableau ci-contre donne l'estimation du modèle Logit de l'équation suivante pour l'échantillon global, Rég 1, pour les sous-échantillons BP=1, Rég 2, et BP=0, Rég 3.

$$y_i = \text{Prob}(\text{DISPO} = 1 | x_i) = \frac{e^{\beta'x_i}}{1 + e^{\beta'x_i}} \quad (2)$$

$$\beta'x_i = \alpha + \beta \text{RISQ}_i + \lambda \text{TAILLE}_i + \delta \text{AGE}_i + \mu \text{BP}_i + \nu \text{DUR}_i + \zeta \text{INT}_i + \rho \text{GARTOT}_i \quad (6)$$

La variable dépendante du modèle est DISPO, qui prend la valeur de 1 quand l'entreprise peut accéder facilement à de nouveaux financements auprès de notre banque test et de 0 si non. Les variables indépendantes sont : RISQ, une variable binaire prenant la valeur de 1 lorsque l'entreprise est considérée selon le système de notation de la banque comme risquée ; TAILLE, c'est-à-dire le nombre de salariés de l'entreprise ; AGE, le nombre d'années écoulées depuis sa création ; BP, une variable binaire prenant la valeur de 1 lorsque notre banque test est banque principale de l'entreprise considérée ; DUR, le nombre d'années écoulées depuis la conclusion du premier contrat avec la banque ; INT, le nombre de lignes de comptes ouvertes entre la banque et l'entreprise ; GARTOT, le rapport du total des garanties fournies par l'entreprise à la banque sur le total des financements qu'elle lui a accordée ; SECT, une série de variables binaires représentatives du secteur d'activité de l'entreprise (non reproduites dans le tableau pour des raisons de clarté).

		<b>Rég 1</b>		<b>Rég 2</b>		<b>Rég 3</b>	
Constante		<b>2,337**</b>		<b>5,084***</b>		0,410	
		<b>6,457</b>		<b>10,908</b>		0,097	
		<b>0,011</b>		<b>0,001</b>		0,755	
RISQ		<b>-2,370***</b>		<b>-2,678***</b>		<b>-2,190***</b>	
		<b>17,758</b>		<b>11,089</b>		<b>6,734</b>	
		<b>0,000</b>		<b>0,001</b>		<b>0,009</b>	
ln (TAILLE)		0,288		-0,018		<b>0,647**</b>	
		2,457		0,005		<b>4,835</b>	
		0,117		0,994		<b>0,027</b>	
ln (AGE)		-0,328		<b>-0,805**</b>		-0,027	
		1,288		<b>5,148</b>		0,005	
		0,256		<b>0,023</b>		0,943	
GARTOT		<b>-0,445***</b>		<b>-0,433**</b>		<b>-0,408*</b>	
		<b>8,703</b>		<b>4,067</b>		<b>3,097</b>	
		<b>0,000</b>		<b>0,044</b>		<b>0,577</b>	
BP		<b>0,786**</b>					
		<b>4,427</b>					
		<b>0,035</b>					
Ln (DUR)*	1/DUR	-0,265	<b>2,074**</b>	-0,144	1,803	-0,305	<b>2,269*</b>
		1,213	<b>3,772</b>	0,158	0,867	0,892	<b>2,645</b>
	0,270	<b>0,052</b>	0,691	0,351	0,344	<b>0,100</b>	
	DURBIN		-0,467		-0,430		<b>1,306*</b>
			1,049		0,421		<b>3,299</b>
			0,305		0,516		<b>0,069</b>
ln (INT)		<b>-0,443*</b>		-0,490		-0,383	
		<b>2,949</b>		1,498		0,995	
		<b>0,085</b>		0,222		0,318	
-2L		215,125		116,441		92,230	
% Bon Class		74,5		80,7		73,3	

Chaque case du tableau fait apparaître trois éléments dans l'ordre suivant : la valeur du coefficient de régression logistique obtenu par la méthode du maximum de vraisemblance, la statistique de Wald et la P-value du test réalisé. Les astérisques portés en vis-à-vis des coefficients correspondent aux seuils de significativité des tests statistiques respectivement : \*\*\* 99%, \*\* 95% et \* 90%.



La régression 1 confirme dans leurs grandes lignes ces résultats. Le lien, entre le risque de l'entreprise et la capacité à obtenir des fonds, est significativement négatif. Les entreprises les plus risquées disposent moins facilement de crédit.

Le coefficient associant taille/disponibilité du financement est positif et affiche une *P-value* de 11,4%. La taille, donc la moindre opacité, apparaît bien comme un facteur d'amélioration du traitement réservé à ces clients par notre banque test. Notons, cependant, sur ce point, qu'une partie de l'effet mesuré apparaît contraint par l'appartenance sectorielle des entreprises puisque lorsque l'on sort de l'équation SECT, le jeu de la taille s'en trouve renforcé. Ceci est le fruit de la grande différence de taille existant entre les firmes en fonction de leurs secteurs d'activité : les plus grandes opèrent dans les secteurs de la construction et de l'industrie, les plus petites dans celui du commerce et semblent traitées différemment du point de vue d'un éventuel rationnement. Néanmoins, l'absence de significativité des tests réalisés sur ces variables ne permet pas tirer des conclusions claires sur ce point.

Pour ce qui est de l'âge, notre second facteur représentatif de l'opacité informationnelle des clients, l'effet apparaît négatif mais non significatif. Ce constat contraire à nos hypothèses de départ pourrait trouver une explication dans le fait que les entreprises les plus vieilles, donc les moins opaques, feraient d'avantage appel à la concurrence et ainsi offriraient des perspectives moins intéressantes en termes de marge. La banque s'en détournerait donc. Cependant, comme nous l'avons précisé, le coefficient correspondant n'est pas significativement différent de 0, il faut donc demeurer réservé.

Le coefficient de GARTOT est lui bien significativement différent de 0 et négatif, ce qui confirme ce qui avait été soulevé lors de l'analyse bi-variée. Les entreprises fournissant le plus de garanties sont également les plus rationnées, celles qui obtiennent le moins facilement du crédit de notre banque test, toutes choses étant égales par ailleurs, en termes de risque et de taille de l'entreprise. L'hypothèse de l'existence d'un équilibre séparant sur la base des garanties fournies semble alors devoir être rejetée au profit de celle de coûts d'agence plus importants sur la dette garantie. Néanmoins avant de confirmer cette approche, il faudra vérifier si le modèle de lien taux/garantie produit également un résultat compatible avec cette

théorie, de même que l'examen de la nature des garanties fournies sur l'équilibre mis en évidence. Notons cependant que ce résultat n'est pas aussi surprenant qu'il n'y paraît. En effet, Stiglitz et Weiss (1981) soulignaient que les entreprises les plus susceptibles de fournir des garanties sont aussi celles qui ont la plus faible aversion au risque. La sélection *ex ante* des débiteurs sur cette base paraît dans ce contexte théorique difficile. Une autre étude menée sur le marché français produit des résultats comparables. Weill et Blazy (2005) examinent a posteriori l'efficacité des différentes formes de garanties utilisées et constatent à la fois leur rôle important en cas de défaut mais aussi leur incapacité apparente à régler *ex ante* les problèmes des sélections adverses et de hasard moral.

Un autre point de l'analyse bi-variée confirmé dans le cadre multivarié est l'importance du statut de banque principale de notre banque test dans son action de conférer de meilleures conditions de financement à ses clients. Le coefficient de BP est clairement positif et significativement différent de 0, ce qui montre qu'il existe deux régimes en matière de conditions de financement offertes par notre banque test : un réservé aux clients pour lesquels elle est la banque principale, plus favorable, et un pour les autres. Les grandes différences caractérisant ces deux régimes sont étudiées au travers de la comparaison des régressions 2 et 3 découpant l'échantillon en fonction du statut de banque principale de notre banque test.

La durée de la relation, quant à elle, affiche un coefficient négatif, mais avec une *P-value* à 20,8%, elle n'apparaît pas comme un facteur explicatif significatif de notre modèle dans la spécification proposée. Ce résultat apparaît a priori contre intuitif. En effet, il postulerait que plus la relation liant l'entreprise à notre banque test serait ancienne, moins cette dernière serait encline à lui accorder un nouveau crédit. Pour approfondir la question nous avons modifié la spécification du modèle en substituant  $1/DUR$  à  $\ln(DUR)^*$ . Cette transformation permet de mettre l'accent sur les petites valeurs de DUR qui mécaniquement deviennent les plus importantes. La nouvelle variable obtenue varie dans le sens inverse de la variable classique. La régression fait alors ressortir un coefficient positif et significatif. Les plus petites valeurs de durée de relation, les plus grandes de  $1/DUR$ , s'accompagnent d'une plus grande disponibilité du crédit. Les études empiriques antérieures accréditent l'hypothèse d'un lien non linéaire entre durée de relation et disponibilité (moindre

rationnement), croissant dans un premier temps (3 ans selon Cole, 1998) puis quasi inopérant pas la suite. Nous avons donc, pour explorer cette dimension, reconstruit, sur la base de DUR, une variable, binaire cette fois, DURBIN prenant la valeur 1 lorsque la durée de la relation est supérieure à 4 ans<sup>51</sup>, 0 si non. Les résultats obtenus doivent être examinés avec précaution puisque le manque de significativité du test nous interdit tout commentaire. L'hypothèse de seuil autour de 4 ans ne peut être validée sur notre échantillon global. Pour en terminer avec la durée, notons, par ailleurs, que dans sa spécification initiale,  $\ln(DUR)^*$ , l'orthogonalisation des vecteurs DUR et AGE a permis de renforcer significativement le pouvoir explicatif d'AGE sur DISPO avec un bêta passant de -0,328 à -0,515. Cependant, dans les deux cas, le test du paramètre reste non significatif.

Finalement, le lien entre l'intensité de la relation et la disponibilité du crédit est bien significativement différent de 0 mais négatif, ce qui vient contredire notre hypothèse de départ. La multiplication des lignes de compte ouvertes entre la banque et son client ne permet pas à celui-ci de bénéficier d'un accès au crédit renforcé. Il semble donc que ce soit l'effet « risque » qui l'emporte sur l'effet « information ». De plus, notons que la banque puisse voir dans le nombre important de comptes déjà ouverts chez elle par une entreprise une faible possibilité de développement d'affaires à l'avenir voire une marque de faible attrait de l'entreprise pour ses concurrentes.

Les régressions 2 et 3 nous permettent d'approfondir la question de l'impact du statut de banque principale de notre banque test au-delà de la variable BP. L'analyse est portée sur les deux échantillons : BP=1 qui bénéficie d'une disponibilité accrue, et BP=0 qui a un accès au financement limité de la part de notre banque test. Notons que dans les deux cas, à l'image de la régression 1, un risque apparent plus important réduit significativement la disponibilité du crédit. La différenciation des groupes ne se fait donc pas sur cette dimension. C'est sur le plan de l'opacité informationnelle et de son traitement que notre attention doit se porter.

---

<sup>51</sup> Le choix du seuil de 4 ans a été réalisé à partir d'une série de tâtonnements effectués autour de la période mise en évidence par Angelini, Di Salvo et Ferri (1998) et Cole (1998), de manière à mettre en avant les résultats les plus nets économétriquement.

Ainsi, la taille apparaît clairement comme un facteur d'amélioration des conditions de financement pour les entreprises n'ayant pas notre banque test comme banque principale contrairement aux autres pour qui la régression affiche un coefficient très proche de 0 et de plus non significatif. L'âge, quant à lui, connaît le processus inverse. La variable AGE est significativement et négativement liée avec la disponibilité des fonds pour les firmes pour qui BP=1 et non significative pour les autres. La diminution de l'opacité bénéficie donc aux entreprises ayant une relation de nature transactionnelle avec leurs financeurs tandis qu'elle limite l'intervention de la banque principale confrontée à la concurrence. Ceci semble accréditer la vision du financement relationnel, proposée par Sharpe (1990). Le financement relationnel est offert dans la perspective de pouvoir exploiter à terme un monopole et donc il est plus difficilement obtenu au fil du temps, à mesure que ses clients font la preuve à la communauté financière de leur capacité à honorer leurs engagements. L'intervention de la concurrence va décourager la banque principale.

Pour ce qui est du jeu de la garantie, il ne diffère pas du cadre général. La quantité de sûretés conférée par le client diminue, toutes choses étant égales par ailleurs, son accès au crédit, que la banque soit une banque principale ou non. Les coefficients des deux régressions sont négatifs et significativement différents de 0. Là encore des contrats séparant sur la base des garanties ne semblent pas pouvoir être retenus et il nous faut attendre l'examen des autres dimensions pour juger de la pertinence de l'hypothèse des coûts d'agence.

La durée de la relation liant notre banque test à ses clients sous sa forme  $\ln(\text{DUR})^*$  est toujours négative et non significativement différente de 0. C'est donc sur les autres spécifications que la différenciation doit se faire. Ainsi,  $1/\text{DUR}$  et  $\text{DURBIN}$  sont positifs, et significativement différents de 0 pour le second, sur le sous-échantillon BP=0, tandis qu'ils sont alternativement positifs et négatifs mais non significatifs sur BP=1. Il semble donc que l'on soit ici face à deux régimes différents. Lorsque notre banque test n'est pas une banque principale les relations récentes bénéficient clairement de meilleures conditions de financement et ceci jusqu'au seuil de 4 ans d'ancienneté de relation. L'hypothèse de non linéarité du lien « disponibilité/durée » de la relation d'affaire est donc confirmée dans ce contexte particulier.

Concernant l'analyse de l'intensité de la relation, les coefficients toujours négatifs mais cette fois non significatifs, dans les deux cas, ne contredisent en rien les résultats de la régression 1. Les sens de variation demeurent les mêmes.

- **Le Couple Taux/Garanties**

Contrairement à DISPO, les variables PRIME et GAR sont de nature continue. Aussi, les analyses bi-variées préliminaires réalisées ici diffèrent des précédentes. Le but de la démarche étant de donner une première image des liens entre le couple coût et garanties du crédit et les différents facteurs explicatifs des conditions de financement, nous avons divisé nos tests en trois éléments repris dans le tableau 4. Tout d'abord, nous réalisons une étude des corrélations unissant deux à deux les variables quantitatives de l'étude (PRIME, GAR, TAILLE, AGE, DUR, INT). Nous utilisons pour cela le coefficient de Pearson. Puis, nous testons les différences existant en termes de taux et de garanties entre les firmes risquées et non risquées et ayant ou non notre banque test comme banque principale. La comparaison est réalisée sur la base d'un test de *Mann Whitney*.

Il résulte alors de l'analyse que PRIME, le coût du crédit, est positivement lié à la quantité de garanties conférée par le client, GAR. Ce constat va dans le sens de l'hypothèse de l'existence de coûts d'agence supérieurs sur ce type d'engagement. Néanmoins l'absence de contrôle des facteurs de risque nous commande de demeurer prudent. Les tests confirment, par ailleurs, l'effet négatif des variables TAILLE et AGE sur le coût du crédit. L'opacité informationnelle est donc confirmée en tant que facteur aggravant du coût du financement bancaire. La durée de la relation, quant à elle, apparaît comme un facteur d'amélioration. Deux éléments nous commandent cependant certaines précautions. D'une part, la *P-value* du test (10,2 %) appelle à la réserve, et, d'autre part, nous n'avons à ce stade procédé à aucune transformation pour isoler l'effet de l'âge de la firme sur DUR. Enfin, l'intensité du lien entre la banque et son client, INT, n'est pas significativement liée à la variable PRIME. De plus, les entreprises ni les plus risquées ni celles ayant notre banque test comme banque principale ne paient leur crédit à un tarif différent. Ces éléments ne semblent jouer que sur la disponibilité du

crédit (DISPO). Concernant RISQ, on pourrait voir dans ce résultat la marque du fait que les demandeurs les plus difficilement solvables aient été déjà écartés au stade de la sélection des clients.

La quantité de garanties conférée, GAR, est, quant à elle, négativement corrélée à TAILLE et AGE, ce qui confirme la vision d'une opacité informationnelle préjudiciable au financement des PME. La durée de la relation avec notre banque test, DUR, semble, comme pour PRIME, contrebalancer le phénomène. Néanmoins, ici encore il faut rester prudent. Nous exprimons les mêmes réserves que précédemment. L'intensité, INT, n'est pas non plus significativement liée avec GAR. De plus, les entreprises risquées et non risquées, en relation de banque principale ou pas, n'apparaissent pas comme étant traitées différemment du point de vue de la demande de garanties.

Pour ce qui est des liens des autres variables entre elles, relevons que TAILLE est significativement et linéairement corrélée à l'ensemble des variables de l'étude, ce qui laisse présager pour la suite de sérieux problèmes de multicollinéarité. Nous avons choisi de solutionner cette difficulté, par l'exclusion de cet élément, dès lors que l'indice de conditionnement de nos modèles afficherait des valeurs trop importantes. La variable AGE est également porteuse de ce type de difficultés avec un attachement clairement différent de 0 pour tous les facteurs explicatifs à l'exception de INT. A son sujet, nous adoptons une autre stratégie. Considérant l'importance de son lien, tant théorique qu'apparent, avec la variable DUR - un coefficient de 0,617 -, nous avons choisi de recourir pour la durée à une variable purgée de tous liens linéaires avec elle : DUR\*. Pour ce qui est des variables relationnelles entre elles, les tests ne mettent en évidence aucune association particulière. Ce n'est pas parce que l'on est en rapport depuis longtemps avec notre banque test que l'on a contracté auprès d'elle une plus grande quantité d'engagements et inversement.

Pour résumer, l'analyse bi-variée met en évidence deux éléments importants : d'une part, un lien positif entre le coût du crédit et la garantie, et d'autre part un lien négatif entre l'opacité informationnelle et les conditions de financement en général. Les éléments reflétant la mise en place d'un financement relationnel ne

semblent pas, à ce stade, jouer, contrairement à ce qui fut constaté sur DISPO. Néanmoins, ceci reste à prendre avec précaution. Aussi, pour préciser les choses, nous complétons cette vision préliminaire d'une série de tests multivariés plus à même de contrôler les rapports entre les variables. Ces résultats sont repris dans le tableau 6. Celui-ci se décompose en deux grandes parties. La première reprend une estimation du modèle de base coût/garanties indépendants obtenue à partir des MCO. La seconde considère l'existence de problèmes de simultanéité dans le système PRIME/GAR et présente une analyse comparable mais cette fois construite autour des doubles moindres carrés ordinaires. Chacune d'elle comprend à la fois une analyse portant sur l'échantillon dans son ensemble puis sur les sous-échantillons des entreprises ayant ou non notre banque test comme banque principale.

**Tableau 6: Modélisation du couple taux/garanties**

Le tableau ci-contre donne l'estimation des modèles explicatifs de PRIME et de GAR à la fois pour l'échantillon global, Rég 1, et pour les sous-échantillons BP=1, Rég 2, et BP=0, Rég 3.

$$\text{PRIME} = \alpha + \beta \text{RISQ} + \lambda \text{TAILLE} + \delta \text{AGE} + \mu \text{BP} + \nu \text{DUR} + \zeta \text{INT} + \rho \text{GAR} + \varphi \text{TXVAR} \quad (7)$$

$$\text{GAR} = \alpha + \beta \text{RISQ} + \lambda \text{TAILLE} + \delta \text{AGE} + \mu \text{BP} + \nu \text{DUR} + \zeta \text{INT} + \rho \text{PRIME} + \varphi \text{JUR} \quad (8)$$

Les variables dépendantes du modèle sont PRIME et GAR, respectivement, la différence entre le taux d'intérêt facturé sur le crédit considéré et la moyenne des taux Euribor 3 mois du mois de délivrance, et le rapport entre le montant des garanties conférées pour l'obtention de celui-ci et son montant. Les variables indépendantes sont : RISQ, une variable binaire prenant la valeur de 1 lorsque l'entreprise est considérée selon le système de notation de la banque comme risquée ; TAILLE, le nombre de salariés de l'entreprise ; AGE, le nombre d'années écoulées depuis sa création ; BP, une variable binaire prenant la valeur de 1 lorsque notre banque test est banque principale de l'entreprise considérée ; DUR, le nombre d'années écoulées depuis la conclusion du premier contrat avec la banque ; INT, le nombre de lignes de comptes ouvertes entre la banque et l'entreprise ; TXVAR, une variable binaire prenant la valeur 1 lorsque le crédit considéré a été conféré sur la base d'un taux variable ; JUR, une variable binaire prenant la valeur 1 lorsque l'entreprise considérée a adopté une forme autre que celle de la SA ; SECT, une série de variables binaires représentatives du secteur d'activité de l'entreprise (non reproduites dans le tableau pour des raisons de clarté).

	<b>Rég 1</b>		<b>Rég 2</b>		<b>Rég 3</b>	
	PRIME	GAR	PRIME	GAR	PRIME	GAR
RISQ	-0,005 0,071 0,944	0,098 1,273 0,204	0,021 0,218 0,828	0,019 0,185 0,853	-0,066 0,588 0,558	0,167 1,400 0,165
ln (TAILLE)	-0,099 1,380 0,169	<b>-0,161**</b> <b>2,046</b> <b>0,042</b>	-0,052 0,547 0,586	<b>-0,238**</b> <b>2,334</b> <b>0,021</b>	<b>-0,192*</b> <b>1,717</b> <b>0,090</b>	-0,068 0,520 0,605
ln (AGE)	<b>-0,160*</b> <b>1,860</b> <b>0,064</b>	-0,024 0,258 0,797	-0,196 1,569 0,112	-0,051 0,385 0,701	-0,145 1,154 0,252	-0,010 0,074 0,941
GAR	<b>0,125*</b> <b>1,821</b> <b>0,070</b>		0,026 0,290 0,773		<b>0,213**</b> <b>2,032</b> <b>0,046</b>	
PRIME		<b>0,148**</b> <b>2,065</b> <b>0,040</b>		0,040 0,412 0,681		<b>0,245**</b> <b>2,182</b> <b>0,032</b>
BP	<b>-0,112*</b> <b>1,675</b> <b>0,095</b>	-0,068 0,894 0,373				
ln (DUR)*	0,037 0,432 0,666	-0,011 0,120 0,904	0,073 0,620 0,537	0,010 0,080 0,936	0,028 0,232 0,817	-0,038 0,298 0,766
ln (INT)	0,086 1,253 0,212	0,096 1,329 0,185	<b>0,212**</b> <b>2,320</b> <b>0,022</b>	0,111 1,132 0,260	-0,055 0,529 0,598	0,107 0,964 0,338
TXVAR	<b>-0,278***</b> <b>4,126</b> <b>0,000</b>		<b>-0,346***</b> <b>3,887</b> <b>0,000</b>		<b>-0,223**</b> <b>2,073</b> <b>0,041</b>	
JUR		0,023 0,309 0,758		0,077 0,792 0,430		-0,019 0,146 0,884
Fisher	5,133	2,489	3,577	1,523	3,027	1,620
R2 adj	0,177	0,095	0,191	0,091	0,21	0,128
Ind Cond	16,3	18,7	17,5	18,7	13,5	18,4

Chaque case du tableau fait apparaître trois éléments dans l'ordre suivant : la valeur du coefficient de régression linéaire obtenu par les MCO, le t de Student y afférant et la P-Value du test correspondant. Les astérisques portés en vis-à-vis des coefficients correspondent aux seuils de significativité des tests statistiques respectivement: \*\*\* 99%, \*\* 95% et \* 90%.



### Chapitre 3 : Financement relationnel bancaire et conditions de financement de la PME : une étude sur données de contrats

Le tableau ci-contre donne l'estimation du modèle explicatif simultané PRIME GAR à la fois pour l'échantillon global, Rég 1, et pour les sous-échantillons BP=1, Rég 2, et BP=0, Rég 3.

$$\begin{cases} \text{PRIME} = \alpha + \beta \text{RISQ} + \lambda \text{TAILLE} + \delta \text{AGE} + \mu \text{BP} + \nu \text{DUR} + \zeta \text{INT} + \rho \text{GAR} + \varphi \text{TXVAR} & (9) \\ \text{GAR} = \alpha + \beta \text{RISQ} + \lambda \text{TAILLE} + \delta \text{AGE} + \mu \text{BP} + \nu \text{DUR} + \zeta \text{INT} + \rho \text{PRIME} + \varphi \text{JUR} & (10) \end{cases}$$

	<b>Rég 1</b>		<b>Rég 2</b>		<b>Rég 3</b>	
	PRIME	GAR	PRIME	GAR	PRIME	GAR
RISQ	-0,045 0,508 0,612	0,114 1,478 0,141	0,017 0,171 0,865	0,033 0,317 0,752	-0,311 1,231 0,222	0,175 1,477 0,144
ln (AGE)	-0,140 1,532 0,127	0,015 0,147 0,883	-0,185 1,444 0,152	-0,053 0,372 0,711	-0,094 0,660 0,511	0,038 0,238 0,812
GAR*	0,164 1,441 0,151		0,068 0,661 0,510		0,519 1,452 0,151	
PRIME*		<b>0,171*</b> <b>1,922</b> <b>0,056</b>		0,116 0,990 0,324		0,186 1,319 0,191
BP	-0,066 0,889 0,375	-0,016 0,201 0,841				
ln (DUR)*	0,042 0,479 0,632	-0,040 0,428 0,669	0,072 0,618 0,538	-0,002 0,018 0,986	0,092 0,630 0,530	-0,056 0,434 0,660
ln (INT)	0,032 0,417 0,948	0,054 0,714 0,476	<b>0,187**</b> <b>2,013</b> <b>0,047</b>	0,024 0,223 0,824	-0,213 1,389 0,169	0,112 0,991 0,325
TXVAR	<b>-0,244***</b> <b>3,080</b> <b>0,002</b>		<b>-0,337***</b> <b>3,687</b> <b>0,000</b>		0,519 1,452 0,151	
JUR		0,053 0,709 0,479		0,131 1,358 0,117		-0,006 0,046 0,963
Fisher	4,994	1,955	4,201	0,540	2,372	1,196
R2 adj	0,155	0,067	0,191	0,05	0,154	0,084
Ind Cond	19,4	21,9	18,5	19,5	24,7	20,4

Chaque case du tableau fait apparaître trois éléments dans l'ordre suivant : la valeur du coefficient de régression linéaire obtenu par les DMCO, le t de Student y afférant et la P-Value du test correspondant. Les astérisques portés en vis-à-vis des coefficients correspondent aux seuils de significativité des tests statistiques respectivement:\*\*\* 99%, \*\* 95% et \* 90%.

La régression 1 appuie les résultats de l'étude bi-variée. Contrairement à ce que l'on a pu constater pour la disponibilité des fonds, le risque apparent de l'entreprise (RISQ) ne semble pas influencer significativement le coût des crédits obtenus, ni même la quantité de garanties à fournir. Le tri des candidats sur ce point apparaît avoir été effectué lors de l'étape précédente de la négociation : l'accord ou non des fonds.

En ce qui concerne les facteurs représentatifs de l'opacité informationnelle des clients, la TAILLE et l'AGE, les résultats sont plus contrastés. Les entreprises

les plus grandes semblent payer moins cher leur crédit même si la *P-value* du test associé (16,9%) appelle à réserve cependant l'exclusion de la régression de la variable colinéaire TXVAR rend ce dernier significatif au seuil de 10%. Par ailleurs, ces clients fournissent clairement moins de garanties. Le bénéfice d'une plus grande visibilité n'est pas aussi net en ce qui concerne les entreprises plus anciennes qui règlent bien leurs emprunts à des taux plus attractifs mais ne semblent bénéficier d'aucun privilège en termes de garanties. En effet, le test réalisé sur cet élément ne permet pas de considérer l'âge comme ayant un impact différent de 0 sur la demande de garanties. Relevons également que comme pour DISPO, la variable TAILLE apparaît fortement liée avec l'appartenance sectorielle des firmes. L'exclusion des régressions des variables SECT renforce significativement la valeur explicative de celle-ci. Néanmoins, ici encore, la faiblesse des résultats constatés sur ces éléments nous conduit à rejeter l'hypothèse d'une importance particulière du secteur d'activité dans notre étude.

Les liens GAR/PRIME et PRIME/GAR, tous deux positifs et significativement différents de 0, viennent, quant à eux, appuyer l'hypothèse de coûts d'agence, toutes choses étant égales par ailleurs en termes de risque apparent et d'opacité informationnelle, plus importants sur les crédits garantis. Ainsi, plus un financement comporte de sûretés, plus il est cher et, vice versa, plus il est cher, plus il en inclut. La théorie du signal est donc difficilement soutenable. D'une part, l'augmentation de la quantité de garanties ne permet pas, aux vues des résultats sur DISPO, d'obtenir plus facilement du crédit, et d'autre part, elle conduit la banque à facturer plus cher son concours. Une vision alternative de l'usage de ces clauses semble être à rechercher. Une possibilité résiderait dans une augmentation de la propension pour la banque à prendre des risques en demandant plus de garanties plutôt que dans une volonté de séparer les bons risques des mauvais par la mise en place d'un équilibre séparant.

Concernant le rôle du statut de banque principale de notre banque test, l'analyse multivariée vient contredire les tests précédents en mettant en évidence un lien négatif entre le coût du crédit et la variable BP, aucun effet net n'étant mis en évidence vis-à-vis de GAR. Ainsi, lorsqu'elle joue le rôle de premier financeur externe, notre banque confère plus facilement du crédit et à un taux plus bas.

L'établissement d'une relation de clientèle apparaît donc de ce point de vue prendre toute sa valeur.

Pour ce qui est des autres dimensions de leur rapport, DUR et INT, les résultats non significatifs des régressions nous limitent dans nos conclusions. Néanmoins, si l'on s'intéresse uniquement aux signes observés, on peut noter que  $\ln(\text{DUR})^*$  présente un lien positif avec PRIME. Cela tend à accréditer l'hypothèse de la mise en place d'un *hold-up* informationnel entre la banque et la PME, la première capitalisant une information privée sur la seconde de manière à exclure de toute concurrence. Les négations afférant à de nouveaux financements. Dans leur ensemble, les spécifications alternatives de DUR mobilisées dans le cadre de DISPO pour tester un comportement différencié à certains stades de la relation (non reproduite dans nos tableaux) affichent des signes également conformes à cette hypothèse mais toujours non significatifs. Tout ceci devra être examiné de plus près lors de l'analyse du rôle de l'avantage informationnel dans les conditions de financement. Le lien négatif  $\ln(\text{DUR})^*/\text{GAR}$  est conforme à nos attentes, allant dans le sens d'une valeur particulière de la relation. Néanmoins, l'inférence sur ce point n'en reste pas moins peu probante et ceci quelle que soit la spécification pour la durée retenue. Finalement, concernant INT, le nombre de lignes de comptes ouvertes entre les parties, les régressions fournissent les indices d'une relation positive à la fois pour PRIME et GAR. Plus l'exposition sur un client est grande et plus la banque facturera cher son apport et demandera de garanties relativement aux sommes prêtées. Mais là encore, la faiblesse des résultats nous commande la prudence.

En ce qui concerne les variables incluses dans le système pour satisfaire la contrainte d'indentification, TXVAR dans l'équation de PRIME et JUR dans celle de GAR, seule la première apparaît impacter le système. Les entreprises ayant bénéficié d'un taux variable semblent payer moins cher leur crédit. Cependant, ce résultat peut très bien être le fruit de l'ajustement que nous avons opéré dans la construction de la variable PRIME en prenant pour base le nominale de la référence de taux le jour de la conclusion du contrat.

Comme pour DISPO, les régressions 2 et 3, permettent de mettre en évidence les différences de traitement entre entreprises en relation de banque principale ou

non avec notre banque test. Notons que celles-ci doivent, comme l'a montré la variable BP dans rég 1, uniquement se distinguer sur la base de PRIME, les firmes pour qui BP=1 payant leur crédit moins cher. Cependant, les tailles des sous-échantillons limitent la portée des inférences réalisées notamment sur l'équation de GAR. Les régressions affichent dans les deux cas des Fisher non significativement différents de 0. Ainsi, rég 2 ne fait apparaître que trois facteurs significatifs : INT et TXVAR pour PRIME, avec une relation positive pour le premier, qui pourrait être interprété comme une marque de *hold-up* par la banque, et négatif pour le second comme dans le modèle général ; puis TAILLE pour GAR, avec une relation négative conforme aux prédictions. Les entreprises de grande taille en relation de clientèle doivent fournir moins de garantie que les plus petites plus opaques. Pour le reste, les signes des variables sont dans l'ensemble identiques à ceux du modèle général. Quant à rég 3, ses tests globaux sont de meilleure qualité. Néanmoins, elle n'affiche que peu d'éléments statistiquement acceptables. Sur l'échantillon où notre banque test est banque secondaire, la taille permet d'obtenir un taux plus bas mais la quantité de garanties fournie renchérit celui-ci, qui a son tour conduit à devoir fournir plus de garanties. Par ailleurs, la différence de signe constatée sur INT vis-à-vis du cas général et de rég 2 semble confirmer l'idée que les clients ayant notre banque test comme banque principale vont payer plus cher que les autres leur crédit à mesure que le nombre d'engagements avec celle-ci augmente. Ceci peut être interprété comme la marque, au-delà des contingences informationnelles, d'une forme de *hold-up*. L'absence de mise en concurrence effective des financeurs mesurée ici par le nombre de lignes ouvertes chez le principal d'entre eux conduit ce dernier à profiter de la situation. Soulignons également qu'ici encore les prêts à taux variable apparaissent comme moins coûteux pour le client.

Dans le reste du tableau, nous avons repris les résultats de l'estimation du système sous forme d'équations simultanées DMCO. La variable TAILLE a dû être exclue de l'analyse à la fois pour limiter les problèmes de multi-colinéarité et donc maintenir l'indice de conditionnement des régressions à des niveaux acceptables. L'apport de cette nouvelle spécification est faible puisqu'elle ne fait que confirmer d'une part le lien taux/garanties au travers de rég 1 et par là même la prévalence éventuelle de l'hypothèse de coût d'agence sur celle de signal, et d'autre part l'augmentation du taux facturé avec INT au travers de rég 2, donc pour les

entreprises ayant notre banque test comme banque principale. Par ailleurs, ici encore le coefficient négatif de TXVAR montre que les prêts à taux variables, ou l'approximation utilisée, ont tendance à minorer PRIME.

## **II/ Avantage informationnel et conditions de financement :**

- **La Disponibilité du Crédit**

Venons-en maintenant à l'étude du rôle de la constitution d'un avantage informationnel par la banque dans l'amélioration éventuelle de la disponibilité du crédit. Pour cela, nous introduisons dans l'analyse précédente la variable DIFSCOR, qui rappelons-le prend la forme d'une variable binaire dont la valeur est 1 lorsque notre intermédiaire financier test a une appréciation de la qualité de l'entreprise différente de celle fournie par la notation banque de France. Ceci doit nous permettre de résoudre des questions telles que celle de savoir si la constitution d'un tel avantage, qui comme le montre le test réalisé dans le tableau 4, est fortement liée au statut de banque principale, aura un impact direct sur le comportement de la banque, et donc de préciser l'aspect informationnel du financement relationnel au-delà du problème de *hold-up*. Ce dernier sera plus précisément étudié sur les autres dimensions du financement : le taux et la garantie.

La régression 1 du tableau 7 reprend les résultats de l'analyse sur la partie de l'échantillon global pour laquelle la variable a pu être mesurée, soit 146 individus. On retrouve dans leurs grandes lignes, les liens mis en avant précédemment : le risque a un impact négatif sur l'accord de crédit ; la taille, positif, mais cette fois significatif au seuil de 10 % ; l'âge, toujours négatif et non significatif ; la garantie reste quant à elle un indice de dégradation de l'accès aux fonds des entreprises de l'échantillon.

Chapitre 3 : Financement relationnel bancaire et conditions de financement de la PME : une étude sur données de contrats

**Tableau 7: Avantage informationnel et disponibilité des fonds**

Le tableau ci-contre donne l'estimation du modèle Logit de l'équation suivante pour l'échantillon global incluant DIFSCOR, Rég 1, DIFNEG, Rég 2, et DIFPOS, Rég 3.

$$y_i = \text{Prob}(\text{DISPO} = 1 | x_i) = \frac{e^{\beta'x_i}}{1 + e^{\beta'x_i}} \quad (2)$$

$$\beta'x_i = \alpha + \beta \text{RISQ}_i + \lambda \text{TAILLE}_i + \delta \text{AGE}_i + \mu \text{BP}_i + \nu \text{DUR}_i + \zeta \text{INT}_i + \rho \text{GARTOT}_i + \vartheta \text{DIF}_i \quad (11)$$

La variable dépendante du modèle est DISPO prend la valeur de 1 quand l'entreprise peut accéder facilement à de nouveaux financements auprès de notre banque test, 0 si non. Les variables indépendantes sont : RISQ, une variable binaire prenant la valeur de 1 lorsque l'entreprise est considérée selon le système de notation de la banque comme risquée ; TAILLE, le nombre de salariés de l'entreprise ; AGE, le nombre d'années écoulées depuis sa création ; BP, une variable binaire prenant la valeur de 1 lorsque notre banque test est banque principale de l'entreprise considérée ; DUR, le nombre d'années écoulées depuis la conclusion du premier contrat avec la banque ; INT, le nombre de lignes de comptes ouvertes entre la banque et l'entreprise ; GARTOT, le rapport du total des garanties fournies par l'entreprise à la banque sur le total des financements qu'elle lui a accordée ; DIFSCOR, une variable binaire prenant valeur 1 quand notre banque test a une appréciation du risque de l'entreprise différente de celle de la Banque de France ; DIFNEG, une variable binaire prenant la valeur de 1 quand l'appréciation de l'entreprise par notre banque test est moins favorable à celle-ci que celle de la Banque de France ; DIFPOS, une variable binaire prenant la valeur de 1 quand l'appréciation de l'entreprise par notre banque test est plus favorable à celle-ci que celle de la Banque de France ; SECT, une série de variables binaires représentatives du secteur d'activité de l'entreprise (non reproduites dans le tableau pour des raisons de clarté)

		<b>Rég 1</b>		<b>Rég 2</b>		<b>Rég 3</b>	
Constante		<b>1,965*</b>		<b>2,596**</b>		<b>1,961*</b>	
		<b>2,794</b>		<b>4,990</b>		<b>2,805</b>	
		<b>0,094</b>		<b>0,026</b>		<b>0,093</b>	
RISQ		<b>-2,631***</b>		<b>-2,694***</b>		<b>-2,863***</b>	
		<b>14,220</b>		<b>14,702</b>		<b>15,904</b>	
		<b>0,000</b>		<b>0,000</b>		<b>0,000</b>	
ln (TAILLE)		<b>0,360*</b>		<b>0,405*</b>		<b>0,355*</b>	
		<b>2,800</b>		<b>3,233</b>		<b>2,596</b>	
		<b>0,094</b>		<b>0,072</b>		<b>0,100</b>	
ln (AGE)		<b>-0,527*</b>		<b>-0,692**</b>		<b>-0,622**</b>	
		<b>3,377</b>		<b>5,103</b>		<b>4,279</b>	
		<b>0,066</b>		<b>0,023</b>		<b>0,038</b>	
GARTOT		<b>-0,405**</b>		<b>-0,427**</b>		<b>-0,442**</b>	
		<b>4,751</b>		<b>5,095</b>		<b>5,182</b>	
		<b>0,066</b>		<b>0,023</b>		<b>0,022</b>	
BP		0,612	<b>0,729*</b>	0,606	<b>0,813*</b>	0,565	<b>0,699*</b>
		2,094	<b>3,130</b>	2,331	<b>3,655</b>	5,182	<b>2,624</b>
		0,147	<b>0,076</b>	0,126	<b>0,055</b>	0,022	<b>0,099</b>
Ln (DUR)*	1/DUR	-0,098	1,849	-0,037	1,854	-0,093	2,087
		0,129	2,103	0,018	2,063	0,116	2,401
		0,907	0,147	0,893	0,150	0,733	0,121
ln (INT)		-0,376		-0,350		-0,336	
		1,656		1,335		1,271	
		0,198		0,247		0,259	
DIFSCOR		0,159					
		0,153					
		0,695					
DIFNEG	(sans BP)			<b>-1,181*</b>	-		
				<b>3,517</b>	<b>1,246**</b>		
				<b>0,060</b>	<b>4,009</b>		
					<b>0,045</b>		
DIFPOS	(sans BP)					<b>0,930**</b>	<b>1,009**</b>
						<b>4,849</b>	<b>5,907</b>
						<b>0,027</b>	<b>0,015</b>
-2L		164,05		155,47		153,92	
% Bon Class		75,2		75,9		71,7	

Chaque case du tableau fait apparaître trois éléments dans l'ordre suivant : la valeur du coefficient de régression logistique obtenu par la méthode du maximum de vraisemblance, la statistique de Wald et la P-value du test réalisé. Les astérisques portés en vis-à-vis des coefficients correspondent aux seuils de significativité des tests statistiques respectivement: \*\*\* 99%, \*\* 95% et \* 90%.

C'est sur les variables relationnelles que les changements sont les plus nets. La variable BP toujours positive devient non significative avec l'introduction de DIFSCOR. La *P-value* du test portant sur le coefficient de régression correspondant passe de 6,3 % à 25,1 % et son effet marginal de 1,973 à 1,642. Ceci semble être le fruit du lien déjà mis en évidence entre avantage informationnel et importance de la relation. Pour ce qui est des mesures de la durée de la relation, elles demeurent négatives et non significativement différentes de 0 sur les spécifications  $\ln(\text{DUR})^*$  et DURBIN mais positives et significatifs sur  $1/\text{DUR}$ . La nouvelle variable ne semble pas avoir d'influence outre mesure sur le jeu de cet élément quant à l'accès aux fonds auprès de notre banque test, qui paraît toujours plus favorable aux entreprises nouvellement en relation. Ce n'est pas le cas avec l'intensité de leur lien. En effet, avec son introduction, INT devient non significativement différente de 0 tout en affichant toujours un signe négatif, ce qui tendrait à montrer qu'une partie de l'avantage informationnel serait constituée grâce à la multiplication des contrats en plus de BP. Ceci reste sujet à caution puisque le test réalisé précédemment dans le tableau 4 est loin d'accréditer cette version.

Pour ce qui est de la variable DIFSCOR, en elle-même, bien qu'affichant les marques d'un effet positif sur DISPO, son lien avec cette dimension des conditions de crédit n'est pas statistiquement différent de 0 à un seuil de confiance acceptable. Aussi, nous faut-il demeurer réservés sur son interprétation. Les modifications des coefficients constatées précédemment doivent donc être prises avec précaution, une partie de ces changements pouvant être expliquée par la simple réduction de la taille de l'échantillon.

Afin d'approfondir la question, nous avons alors construit deux nouvelles variables binaires DIFNEG et DIFPOS prenant les valeurs 1 lorsque notre banque test a un avis moins favorable (respectivement plus favorable) concernant la solvabilité de son client que celui transcrit au travers de la notation Banque de France, 0 dans le cas contraire. L'analyse de ces nouveaux éléments doit nous permettre de contrôler les éventuelles compensations d'effets agrégés dans DIFSCOR pouvant conduire à son manque de significativité. Ils sont alors introduits de manière indépendante en lieu et place de cette dernière dans deux nouvelles régressions rég 2 et rég 3 reprises également dans le tableau 7. Nous supposons en

toute bonne logique qu'un a priori négatif sur une firme se matérialisera par une moindre disponibilité et inversement un a priori positif par un accès facilité.

L'intuition précédente est confirmée par les résultats. DIFNEG apparaît significativement et négativement liée avec DISPO, de même que DIFPOS apparaît significativement et positivement liée avec cette même variable. Toutes choses étant égales par ailleurs en termes de risque, d'opacité, etc., notre banque test prête donc de manière claire, plus aux clients pour lesquels elle bénéficie d'un avantage informationnel mettant en évidence une solvabilité plus importante, et moins à ceux dont cet avantage révèle une solvabilité moindre.

Par ailleurs, notons que les effets des nouvelles variables sur les autres éléments de l'équation sont équivalents à ceux discutés pour DIFSCOR. Ainsi, BP et INT perdent de leur pouvoir explicatif avec leur introduction. Ce constat va dans le sens de l'hypothèse selon laquelle la mise en place d'un financement relationnel, c'est-à-dire basé sur des interactions particulières dont la meilleure proxy dont nous disposons est la qualité de banque principale de notre banque test, permet de lever au moins pour partie les asymétries d'information et d'obtenir de la part de l'intermédiaire une évaluation plus juste des risques et donc un moindre rationnement. Le phénomène est d'autant plus marqué que nos DIFPOS et DIFNEG sont fort sensibles à la présence ou non de BP dans la régression, leur effet étant renforcé lors de son exclusion.

Si les résultats présentés jusqu'ici vont bien dans le sens d'une amélioration des conditions de crédits de la PME par l'instauration d'un lien fort avec sa banque, limitant ainsi le recours à la concurrence, il n'en reste pas moins que ce qui est constaté comme bénéfique sur la disponibilité des fonds peut ne pas l'être sur la globalité des termes des contrats. Aussi, la théorie du *hold-up* prévoit-elle que dans le cadre d'un financement relationnel, sur la durée, les conditions de taux et de garanties se dégraderont du fait de l'extraction d'une rente de situation de la part de la banque. Ces considérations sont testées par la suite.



- **Le Couple Taux/Garanties**

L'étude de DISPO a permis de mettre en évidence que l'amélioration de l'accès au financement des firmes ayant notre banque test comme banque principale était liée à la constitution de la part de celle-ci d'un avantage informationnel favorable. La relation de clientèle prend ainsi sur ce point toute sa valeur. Elle ouvre la porte à de meilleures conditions de financement. Aussi, pourrait-on s'attendre à voir ce regain de disponibilité du crédit se doubler de conditions tarifaires, toutes choses étant égales par ailleurs, plus favorables. En effet, libérée partiellement des problèmes d'asymétries d'information, la banque établirait ses modes d'intervention en fonction des risques réels et non juste apparents. Or la théorie nous met en garde à ce sujet en précisant que la constitution d'une information privée peut conduire celle-ci à exploiter la situation de non concurrence dans laquelle elle se trouve au détriment de ses clients en leur facturant plus cher les crédits et/ou en leur demandant plus de garanties que ce que la situation ne le commande. C'est le *hold-up* informationnel.

Pour tester cette assertion, nous faisons de nouveau appel aux variables caractérisant la nature de l'avantage informationnel, DIFSCOR, DIFNEG et DIFPOS, afin de les injecter tour à tour dans les modèles de PRIME et de GAR, rég 1, rég 2, rég 3. Des signes positifs sur le premier et le dernier de ces éléments, négatifs ou nuls sur le second, confirmeraient l'hypothèse d'un comportement opportuniste de notre banque test vis-à-vis de ses clients captifs. Les résultats obtenus sont repris dans le tableau 8 à la fois pour la spécification MCO indépendants et DMCO.

Chapitre 3 : Financement relationnel bancaire et conditions de financement de la PME : une étude sur données de contrats

**Tableau 8: Couple taux/garantie et avantage informationnel**

Le tableau ci-contre donne l'estimation des modèles explicatifs de PRIME et de GAR pour l'échantillon global incluant DIFSCOR, Rég 1, DIFNEG, Rég 2, et DIFPOS, Rég 3.

$$\text{PRIME} = \alpha + \beta \text{ RISQ} + \lambda \text{ TAILLE} + \delta \text{ AGE} + \mu \text{ BP} + \nu \text{ DUR} + \zeta \text{ INT} + \rho \text{ GAR} + \vartheta \text{ DIF} + \varphi \text{ TXVAR} \quad (12)$$

$$\text{GAR} = \alpha + \beta \text{ RISQ} + \lambda \text{ TAILLE} + \delta \text{ AGE} + \mu \text{ BP} + \nu \text{ DUR} + \zeta \text{ INT} + \rho \text{ PRIME} + \vartheta \text{ DIF} + \varphi \text{ JUR} \quad (13)$$

Les variables dépendantes du modèle sont PRIME et GAR, respectivement, la différence entre le taux d'intérêt facturé sur le crédit considéré et la moyenne des taux Euribor 3 mois du mois de délivrance, et le rapport entre le montant des garanties conférées pour l'obtention de celui-ci et son montant. Les variables indépendantes sont : RISQ, une variable binaire prenant la valeur de 1 lorsque l'entreprise est considérée selon le système de notation de la banque comme risquée ; TAILLE, le nombre de salariés de l'entreprise ; AGE, le nombre d'années écoulées depuis sa création ; BP, une variable binaire prenant la valeur de 1 lorsque notre banque test est banque principale de l'entreprise considérée ; DUR, le nombre d'années écoulées depuis la conclusion du premier contrat avec la banque ; INT, le nombre de lignes de comptes ouvertes entre la banque et l'entreprise ; TXVAR, une variable binaire prenant la valeur 1 lorsque le crédit considéré a été conféré sur la base d'un taux variable ; JUR, une variable binaire prenant la valeur 1 lorsque l'entreprise considérée a adopté une forme autre que celle de la SA ; DIFSCOR, une variable binaire prenant valeur 1 quand notre banque test a une appréciation du risque de l'entreprise différente de celle de la Banque de France ; DIFNEG, une variable binaire prenant la valeur de 1 quand l'appréciation de l'entreprise par notre banque test est moins favorable à celle-ci que celle de la Banque de France ; DIFPOS, une variable binaire prenant la valeur de 1 quand l'appréciation de l'entreprise par notre banque test est plus favorable à celle-ci que celle de la Banque de France ; SECT, une série de variables binaires représentatives du secteur d'activité de l'entreprise (non reproduites dans le tableau pour des raisons de clarté).

	Rég 1		Rég 2		Rég 3	
	PRIME	GAR	PRIME	GAR	PRIME	GAR
RISQ	0,037 0,451 0,653	0,112 1,303 0,195	0,035 0,410 0,683	0,129 1,455 0,148	0,046 0,548 0,584	0,115 1,288 0,200
ln (TAILLE)	-0,079 0,982 0,328	<b>-0,221**</b> <b>2,496</b> <b>0,014</b>	-0,101 1,215 0,227	<b>-0,223**</b> <b>2,371</b> <b>0,019</b>	-0,083 1,023 0,308	<b>-0,206**</b> <b>2,242</b> <b>0,027</b>
ln (AGE)	-0,124 1,228 0,221	0,057 0,537 0,592	-0,068 0,645 0,520	0,034 0,299 0,799	-0,090 0,888 0,376	0,004 0,039 0,969
GAR*	<b>0,138*</b> <b>1,711</b> <b>0,089</b>		0,105 1,302 0,195		0,126 1,560 0,121	
PRIME*		<b>0,175**</b> <b>2,152</b> <b>0,033</b>		<b>0,146*</b> <b>1,737</b> <b>0,085</b>		<b>0,165*</b> <b>1,955</b> <b>0,053</b>
BP	-0,076 0,936 0,351	-0,077 0,901 0,369	-0,078 0,940 0,349	-0,069 0,769 0,443	-0,057 0,676 0,500	-0,086 0,963 0,337
ln (DUR)*	0,023 0,224 0,823	-0,083 0,790 0,431	-0,002 0,015 0,988	-0,052 0,481 0,631	0,012 0,116 0,908	-0,059 0,545 0,587
ln (INT)	<b>0,166**</b> <b>2,126</b> <b>0,035</b>	0,117 1,397 0,165	<b>0,187**</b> <b>2,352</b> <b>0,020</b>	0,097 1,120 0,265	<b>0,164**</b> <b>2,049</b> <b>0,042</b>	0,108 1,250 0,213
TXVAR	<b>-0,337***</b> <b>4,446</b> <b>0,000</b>		<b>-0,331***</b> <b>4,254</b> <b>0,000</b>		<b>-0,328***</b> <b>4,254</b> <b>0,000</b>	
JUR		0,006 0,072 0,943		0,021 0,229 0,819		0,006 0,067 0,947
DIFSCOR	<b>-0,130*</b> <b>1,676</b> <b>0,096</b>	<b>0,205**</b> <b>2,543</b> <b>0,012</b>				
DIFNEG			0,097 1,207 0,229	0,067 0,773 0,441		
DIFPOS					<b>-0,148*</b> <b>1,887</b> <b>0,061</b>	0,109 1,291 0,199
Fisher	4,765	3,057	4,271	2,199	4,568	2,335
R2 adj	0,236	0,166	0,222	0,129	0,233	0,136
Ind Cond	18,53	21,15	17,37	19,81	17,63	20,29

Chaque case du tableau fait apparaître trois éléments dans l'ordre suivant : la valeur du coefficient de régression linéaire obtenu par les MCO, le t de Student y afférant et la P-value du test correspondant. Les astérisques portés en vis-à-vis des coefficients correspondent aux seuils de significativité des tests statistiques respectivement : \*\*\* 99%, \*\* 95% et \* 90%.

### Chapitre 3 : Financement relationnel bancaire et conditions de financement de la PME : une étude sur données de contrats

Le tableau ci-contre donne l'estimation du modèle explicatif simultané PRIME GAR pour l'échantillon global incluant DIFSCOR, Rég 1, DIFNEG, Rég 2, et DIFPOS, Rég 3.

$$\begin{cases} \text{PRIME} = \alpha + \beta \text{RISQ} + \lambda \text{TAILLE} + \delta \text{AGE} + \mu \text{BP} + \nu \text{DUR} + \zeta \text{INT} + \rho \text{GAR} + \vartheta \text{DIF} + \varphi \text{TXVAR} & (14) \\ \text{GAR} = \alpha + \beta \text{RISQ} + \lambda \text{TAILLE} + \delta \text{AGE} + \mu \text{BP} + \nu \text{DUR} + \zeta \text{INT} + \rho \text{PRIME} + \vartheta \text{DIF} + \varphi \text{JUR} & (15) \end{cases}$$

	Rég 1		Rég 2		Rég 3	
	PRIME	GAR	PRIME	GAR	PRIME	GAR
RISQ	0,026 0,262 0,794	0,106 1,211 0,228	0,000 0,001 0,999	0,124 1,379 0,170	0,023 0,222 0,825	0,108 1,190 0,236
ln (TAILLE)		-0,206 2,218 0,028		<b>-0,200**</b> <b>2,014</b> <b>0,046</b>		<b>-0,188*</b> <b>1,950</b> <b>0,053</b>
ln (AGE)	-0,131 1,288 0,200	0,076 0,679 0,498	-0,084 0,787 0,433	0,054 0,464 0,644	-0,088 0,848 0,398	0,024 0,210 0,834
GAR*	0,125 0,937 0,351		0,138 1,133 0,259		0,130 0,993 0,322	
PRIME*		0,138 1,339 0,183		0,142 1,347 0,180		0,144 1,322 0,188
BP	-0,044 0,526 0,600	-0,065 0,730 0,466	-0,048 0,787 0,433	-0,051 0,557 0,578	-0,022 0,253 0,801	-0,750 0,811 0,419
ln (DUR)*	0,036 0,330 0,742	-0,091 0,855 0,394	0,015 0,142 0,887	-0,061 0,555 0,580	0,025 0,227 0,821	-0,067 0,617 0,538
ln (INT)	0,131 1,473 0,143	0,092 0,988 0,325	<b>0,148*</b> <b>1,695</b> <b>0,092</b>	0,060 0,606 0,546	0,126 1,379 0,170	0,079 0,818 0,415
TXVAR	<b>-0,321***</b> <b>3,617</b> <b>0,000</b>		<b>-0,301***</b> <b>3,327</b> <b>0,001</b>		<b>-0,304***</b> <b>3,330</b> <b>0,001</b>	
JUR		0,007 0,080 0,936		0,023 0,249 0,804		0,007 0,080 0,936
DIFSCOR	<b>-0,176*</b> <b>1,795</b> <b>0,075</b>	<b>0,220**</b> <b>2,585</b> <b>0,011</b>				
DIFNEG			0,048 0,594 0,554	0,055 0,616 0,539		
DIFPOS					<b>-0,165*</b> <b>1,903</b> <b>0,059</b>	0,128 1,431 0,155
Fisher	4,640	2,691	4,126	2,050	4,420	2,076
R2 adj	0,211	0,149	0,196	0,121	0,208	0,122
Ind Cond	17,26	25,7	17,07	23,6	17,45	24,8

Chaque case du tableau fait apparaître trois éléments dans l'ordre suivant : la valeur du coefficient de régression linéaire obtenu par les DMCO, le t de Student y afférant et la P-value du test correspondant. Les astérisques portés en vis-à-vis des coefficients correspondent aux seuils de significativité des tests statistiques respectivement: \*\*\* 99%, \*\* 95% et \* 90%.

Notons ici encore que l'introduction des nouvelles mesures entraîne la réduction de la taille de l'échantillon, 146 contrats contre 200 pour l'échantillon total. Néanmoins, celle-ci ne paraît pas nuire à la qualité de nos inférences. Les R2 ajustée des régressions connaissent même un bond, passant de 17,7 % et 5 % à 22,2 % et 16,6 % au minimum avec les nouvelles spécifications. Ils n'en restent pas moins assez faibles.

Dans leur grande majorité, le sens des relations mis en évidence lors de l'analyse précédente demeure pertinent. En fait, seul le signe de la variable AGE, dans l'équation de GAR, connaît une modification, devenant positif dans rég 1. Cependant, ce facteur reste non significativement différent de 0. Les principaux changements interviennent en fait sur le plan de la force de conviction des tests réalisés vis-à-vis de PRIME. Ainsi, les *P-values* des variables TAILLE, AGE, BP croissent au point de renverser les diagnostics précédents. Le phénomène doit trouver son explication dans l'émergence même de l'avantage informationnel favorisé à la fois par l'opacité des firmes et la relation privilégiée entretenue avec la banque test. Ce dernier point a déjà été montré précédemment. La variable INT connaît, par contre, le schéma inverse. Elle voit son importance clairement mise en évidence avec l'introduction, en parallèle, de la notion d'avantage informationnel. Elle est en effet positive et affiche des t stat supérieurs à 2 dans les trois régressions. La multiplication des contrats conduit la banque à surfacturer son client. Ceci vient renforcer les conclusions plaidant en faveur d'un phénomène de *hold-up* non exclusivement informationnel.

Pour ce qui est des variables descriptives de l'avantage informationnel en elles-mêmes, là encore les résultats sont contrastés. Si l'on constate bien une diminution significative du prix du crédit avec la matérialisation de celui-ci par DIFSCOR et DIFPOS, ce qui va à l'encontre de l'hypothèse de *hold-up* informationnel et confirme l'intérêt du financement relationnel dans l'obtention de conditions tarifaires plus favorables, il n'en va pas de même en termes de garanties. En effet, dans les deux cas, ces éléments apparaissent positivement liés à la quantité de sûretés conférée pour obtenir le financement, significativement pour DISFSCOR et avec une *P-value* de 19,9% pour DIFPOS. Une explication possible du phénomène encore une fois pourrait être trouvée dans les coûts d'agence existant sur

les crédits garantis. Forte d'une asymétrie d'information moins importante dans ses relations avec son client, la banque accepterait la substitution taux/garanties (le client confère plus de garanties en contrepartie d'un taux plus avantageux) puisque, dans ce cadre, le risque de détournement de valeur est moindre. En effet, deux éléments peuvent justifier une discipline plus stricte du débiteur : d'une part, la surveillance efficace exercée par la banque, et, d'autre part, la perspective de perdre le bénéfice de la relation privilégiée qu'il entretient avec celle-ci (Disponibilité des fonds, coût du crédit moins important). Les résultats précédemment mis en évidence sur DISPO appuient cette hypothèse. Néanmoins, pour juger de la pertinence de cette explication, il nous faut tester l'existence même des coûts d'agence. Pour cela, nous incluons dans l'analyse une distinction en fonction de la nature de la garantie utilisée, chaque type de garanties permettant plus ou moins de détournement de valeur. Ceci est réalisé dans la prochaine sous-partie.

Mais avant d'aller plus loin, notons que lorsque l'avantage informationnel est négatif,  $DIFNEG = 1$ , c'est-à-dire lorsque notre banque test détecte un client plus mauvais que ce que ne le laissait voir ses états financiers, on constate une augmentation à la fois du coût du crédit et de la quantité de garanties. Elle semble ainsi sanctionner la moindre qualité de ses clients. Néanmoins, les tests pratiqués sur cette variable, non significatifs pour GAR et PRIME, ne permettent pas de tirer des conclusions claires. Seule la moindre disponibilité des fonds apparaît comme clairement déterminée par ce facteur. Par ailleurs, il est intéressant de relever qu'ici aussi, l'introduction des variables informationnelles diminue le pouvoir explicatif de BP et vice versa. La relation de clientèle apparaît donc une nouvelle fois comme la source de l'information privée et a fortiori des avantages qui y sont liés.

La spécification du modèle en équations simultanées DMCO, quelque peu différente du cadre général puisque la variable TAILLE a été exclue dans l'équation de PRIME pour gérer les problèmes de colinéarités, confirme dans leurs grandes lignes ces résultats.

### **III/ Différence de nature de la garantie, conséquences en termes de financement**

- **La Disponibilité du Crédit**

Dans leur ensemble, les analyses précédentes ont mis en évidence, de manière assez nette, l'existence d'un lien négatif, toutes choses étant égales par ailleurs, en termes de risque apparent et d'opacité, entre l'accès au crédit et la quantité de garanties fournies par les entreprises. Ce constat semble aller à l'encontre de la théorie classique voulant que se mette en place, lors de la négociation des contrats de crédit, un équilibre séparant sur la base de la quantité de sûretés que sont prêts à fournir les différents demandeurs. Une vision alternative des choses consiste à considérer l'existence de coûts d'agence particuliers sur les crédits garantis, les rendant d'autant plus risqués et conduisant finalement les banques à rationner de manière plus importante les clients, ayant de par le passé, offert un maximum de sûretés. Pour tester, cette explication, nous considérons l'impact sur les équilibres mis au jour de la distinction des différents types de garanties utilisées. En effet, chacun d'entre eux laissant des latitudes différentes aux entreprises en matière d'extraction de coûts d'agence, ils doivent avoir, si la théorie alternative est juste, un lien différencié avec DISPO. Nous substituons donc à GARTOT, dans nos régressions, REELTOT, PERSOTOT et ASSTOT, classées hiérarchiquement en fonction des flexibilités offertes à leurs offreurs en matière de détournements. Le tableau 9 expose les résultats obtenus.

**Tableau n°9 : Disponibilité du crédit et nature de la garantie**

Le tableau ci-contre donne l'estimation du modèle Logit de l'équation suivante pour l'échantillon global, Rég 1, pour les sous-échantillons BP=1, Rég 2, et BP=0, Rég 3.

$$y_i = \text{Prob}(\text{DISPO} = 1 | x_i) = \frac{e^{\beta'x_i}}{1 + e^{\beta'x_i}} \quad (2)$$

$$\beta'x_i = \alpha + \beta \text{RISQ}_i + \lambda \text{TAILLE}_i + \delta \text{AGE}_i + \mu \text{BP}_i + \nu \text{DUR}_i + \zeta \text{INT}_i + \rho \text{TOT}_i \quad (16)$$

La variable dépendante du modèle est DISPO prend la valeur de 1 quand l'entreprise peut accéder facilement à de nouveau financement auprès de notre banque test, 0 si non. Les variables indépendantes sont : RISQ, une variable binaire prenant la valeur de 1 lorsque l'entreprise est considérée selon le système de notation de la banque comme risquée ; TAILLE, le nombre de salariés de l'entreprise ; AGE, le nombre d'années écoulées depuis sa création ; BP, une variable binaire prenant la valeur de 1 lorsque notre banque test est banque principale de l'entreprise considérée ; DUR, le nombre d'années écoulées depuis la conclusion du premier contrat avec la banque ; INT, le nombre de lignes de comptes ouvertes entre la banque et l'entreprise ; REELTOT, le rapport du total des garanties réelles fournies par l'entreprise à la banque sur le total des financements qu'elle lui a accordée ; PERSOTOT, le rapport du total des garanties personnelles fournies par l'entreprise à la banque sur le total des financements qu'elle lui a accordée ; ASSTOT, le rapport du total des garanties assurances fournies par l'entreprise à la banque sur le total des financements qu'elle lui a accordée ; SECT, une série de variables binaires représentatives du secteur d'activité de l'entreprise (non reproduites dans le tableau pour des raisons de clarté).

		<b>Rég 1</b>		<b>Rég 2</b>		<b>Rég 3</b>	
Constante		<b>3,088***</b>		<b>6,466***</b>		1,183	
		<b>9,090</b>		<b>14,727</b>		0,661	
		<b>0,002</b>		<b>0,000</b>		0,394	
RISQ		<b>-2,499***</b>		<b>-2,727***</b>		<b>-2,472***</b>	
		<b>17,95</b>		<b>11,175</b>		<b>7,034</b>	
		<b>0,000</b>		<b>0,001</b>		<b>0,008</b>	
ln (TAILLE)		0,174		-0,299		<b>0,581**</b>	
		0,860		1,028		<b>3,891</b>	
		0,354		0,311		<b>0,049</b>	
ln (AGE)		<b>-0,679**</b>		<b>-1,540***</b>		-0,421	
		<b>6,420</b>		<b>7,682</b>		1,172	
		<b>0,019</b>		<b>0,008</b>		0,663	
BP		<b>0,623*</b>					
		<b>2,740</b>					
		<b>0,098</b>					
Ln (DUR)*	I/DUR	-0,253	<b>2,159*</b>	-1,420	1,940	-0,318	2,213
		1,050	<b>3,367</b>	0,139	0,977	0,843	2,237
		0,305	<b>0,068</b>	0,868	0,323	0,359	0,135
	DURBIN		-0,452		0,312		<b>-1,319*</b>
			0,938		0,198		<b>3,098</b>
			0,333		0,656		<b>0,078</b>
ln (INT)		-0,430*		-0,378		-0,469	
		2,740		0,992		1,354	
		0,098		0,686		0,245	
REELTOT		-0,016		-0,029		0,167	
		0,004		0,010		0,103	
		0,948		0,972		0,748	
PERSOTOT		<b>-0,976***</b>		-0,971		<b>-1,205**</b>	
		<b>6,044</b>		2,203		<b>4,261</b>	
		<b>0,014</b>		0,379		<b>0,039</b>	
ASSTOT		-0,674		<b>-1,583**</b>		-0,444	
		2,007		<b>3,674</b>		0,437	
		0,157		<b>0,205</b>		0,509	
-2L		213,5		114,185		88,708	
% Bon Class		75		79,8		75,6	

Chaque case du tableau fait apparaître trois éléments dans l'ordre suivant : la valeur du coefficient de régression logistique obtenu par la méthode du maximum de vraisemblance, la statistique de Wald et la P-value du test réalisé. Les astérisques portés en vis-à-vis des coefficients correspondent aux seuils de significativité des tests statistiques respectivement : \*\*\* 99%, \*\* 95% et \* 90%.

La régression 1 reprend dans ses grandes lignes le schéma de l'analyse générale et ce pour l'échantillon dans son ensemble. L'introduction des nouvelles variables n'en modifie que peu les inférences. Seul l'âge des clients connaît un changement faisant apparaître un test significatif, confirmant l'impact négatif de cet

élément sur la disponibilité du crédit. Le modèle demeure donc stable malgré la modification subie. On peut donc sans plus de soucis, comparer les effets des différentes natures de garanties sur DISPO. Aussi, mettons-nous clairement au jour un rationnement plus important pour les entreprises ayant fourni plus de garanties personnelles, et, de manière moins évidente, pour celles ayant recours à un mécanisme d'assurance, dans ce cas la *P-value* du test varie entre 13 % et 15,7 % selon la spécification retenue pour la durée. Notons à ce sujet que ces formes de garanties étant celles pour lesquelles la possibilité de subir des coûts d'agence est la plus importante. L'hypothèse alternative aux contrats séparants semble se vérifier. Les mesures effectuées, quant au recours aux sûretés réelles, d'un effet quasi nul et de surcroît non significatif sur la propension à prêter de notre banque test, tendent à appuyer cette conclusion.

Ce résultat est-il stable en considération du statut de banque principale ou secondaire de l'établissement de crédit ? En effet, l'analyse de la variable binaire BP, liée significativement à la disponibilité des fonds, laisse présager l'existence de deux régimes distincts en la matière. Cette difficulté est étudiée dans les régressions 2 et 3 considérant respectivement les sous-échantillons BP=1 et BP=0. Mais, avant de nous pencher sur leur commentaire, revenons un temps sur la théorie. Un des avantages du financement relationnel systématiquement mis en exergue dans les modèles afférents réside dans l'incitation au partage d'informations qu'il instaure entre ses participants. Aussi, dans un tel contexte, la possibilité de voir des coûts d'agence survenir du fait d'un comportement opportuniste du client est réduit. Nous devrions donc constater, de la part de notre banque test lorsqu'elle est banque principale, une réaction bien moins négative à la fourniture de garanties personnelles puisque ces dernières ont moins de chance d'être le cadre d'un détournement de valeur. La régression 2 va dans ce sens affichant, à l'image de REELTOT, un coefficient non significativement différent de 0 pour PERSOTOT. Seul ASSTOT demeure clairement négativement liée à la disponibilité des fonds. La banque principale est donc bien moins encline à prêter aux clients apportant la garantie d'un tiers. L'hypothèse de réduction des asymétries d'informations du fait de l'établissement d'une relation de clientèle durable semble une nouvelle fois appuyée. Pour ce qui est des conditions proposées lorsque BP=0, lorsque l'on se trouve dans un cadre transactionnel, la quantité de garanties réelles fournie apparaît



clairement comme un facteur d'amélioration de la disponibilité du crédit, contrairement aux deux autres modes de garanties qui eux affichent un impact négatif, avec un coefficient de régression significativement négatif pour PERSOTOT et juste négatif pour ASSTOT. La théorie alternative au signal classique paraît donc pertinente sur notre échantillon au moins du point de vue de l'accès au financement. Reste maintenant à étudier l'ensemble de ces considérations sur les autres dimensions du contrat de crédit : le couple taux/garanties.

- **Le Couple Taux/Garanties**

A l'instar de ce qui fut constaté dans l'étude de la disponibilité du crédit, les analyses précédentes ont permis, dans leur ensemble, de mettre à jour un lien positif symétrique entre le coût du crédit et la quantité de garanties fournies, et ce en tenant compte de multiples variables de contrôle visant à figer l'effet à la fois du risque apparent de l'entreprise et de l'incertitude pesant sur ce diagnostic. Elles accréditent ainsi l'hypothèse de coûts d'agence pour le financeur bien plus importants sur les engagements faisant l'objet de sûretés. Néanmoins, demeurent sur ce point bien des interrogations allant de la mise en évidence de l'existence même du conflit d'intérêt à celle de l'impact que peut avoir la mise en place d'une relation de clientèle privilégiée sur l'évolution voire le contrôle de celui-ci.

C'est autour de ces problématiques que va se construire cette partie de l'analyse en incluant, comme nous l'avons déjà fait pour DISPO, des variables représentatives de la nature des garanties dans le modèle général : REEL, PERSO et ASS. Celles-ci sont, de la même manière que celles utilisées dans l'étude de la disponibilité du crédit, représentatives de possibilités de détournement d'actifs croissantes. Elles ne sont cependant pas construites sur le même modèle que REELTOT, PERSOTOT et ASSTOT. En effet, un tel choix aurait fortement compromis les inférences du fait du lien mécanique de tels éléments avec la variable GAR. Aussi, avons-nous choisi de leur faire prendre la forme de variables binaires auxquelles on donne la valeur 1 lorsque la majorité des garanties conférées pour le contrat examiné appartient à telle ou telle catégorie. Nous supposons alors, aux vues des possibilités de coûts d'agence présumés que les engagements principalement supportés par des garanties réelles, pour lesquelles la substitution d'actif est la plus

difficile, connaîtront des conditions généralement plus favorables que ceux recourant majoritairement aux autres types de protection du créancier.

Comme pour l'ensemble des modèles du couple PRIME/GAR présentés jusqu'à maintenant, nous avons pratiqué une série de tests d'endogénéité des variables selon la méthode d'Hausman. Pour la première fois, ceux-ci permettent de rejeter l'hypothèse de l'existence d'un biais de simultanéité dans l'estimation du système. L'ensemble des résultats reportés dans le tableau 10 a donc été obtenu par la méthode des MCO. On y trouve tout d'abord une analyse générale de l'échantillon rég 1 puis une décomposition de ce dernier en fonction du statut de banque principale de notre banque test rég 2 et rég 3.

Chapitre 3 : Financement relationnel bancaire et conditions de financement de la PME : une étude sur données de contrats

**Tableau 10 : taux/garantie et nature de la garantie**

Le tableau ci-contre donne l'estimation des modèles explicatifs de PRIME et de GAR à la fois pour l'échantillon global, Rég 1, et pour les sous-échantillons BP=1, Rég 2, et BP=0, Rég 3.

$$\text{PRIME} = \alpha + \beta \text{RISQ} + \lambda \text{TAILLE} + \delta \text{AGE} + \mu \text{BP} + \nu \text{DUR} + \zeta \text{INT} + \rho \text{GAR} + \vartheta \text{type de gar} + \phi \text{TXVAR} \quad (17)$$

$$\text{GAR} = \alpha + \beta \text{RISQ} + \lambda \text{TAILLE} + \delta \text{AGE} + \mu \text{BP} + \nu \text{DUR} + \zeta \text{INT} + \rho \text{PRIME} + \vartheta \text{type de gar} + \phi \text{JUR} \quad (18)$$

Les variables dépendantes du modèle sont PRIME et GAR, respectivement, la différence entre le taux d'intérêt facturé sur le crédit considéré et la moyenne des taux Euribor 3 mois du mois de délivrance, et le rapport entre le montant des garanties conférées pour l'obtention de celui-ci et son montant. Les variables indépendantes sont : RISQ, une variable binaire prenant la valeur de 1 lorsque l'entreprise est considérée selon le système de notation de la banque comme risquée ; TAILLE, le nombre de salariés de l'entreprise ; AGE, le nombre d'années écoulées depuis sa création ; BP, une variable binaire prenant la valeur de 1 lorsque notre banque test est banque principale de l'entreprise considérée ; DUR, le nombre d'années écoulées depuis la conclusion du premier contrat avec la banque ; INT, le nombre de lignes de comptes ouvertes entre la banque et l'entreprise ; TXVAR, une variable binaire prenant la valeur 1 lorsque le crédit considéré a été conféré sur la base d'un taux variable ; JUR, une variable binaire prenant la valeur 1 lorsque l'entreprise considérée a adopté une forme autre que celle de la SA ; REEL, une variable binaire prenant la valeur de 1 lorsque la majorité des garanties conférées par l'entreprise prend la forme de sûretés réelles ; PERSO, une variable binaire prenant la valeur de 1 lorsque la majorité des garanties conférées par l'entreprise prend la forme de sûretés personnelles ; ASS, une variable binaire prenant la valeur de 1 lorsque la majorité des garanties conférées par l'entreprise prend la forme d'assurance ; SECT, une série de variables binaires représentatives du secteur d'activité de l'entreprise (non reproduites dans le tableau pour des raisons de clarté).

	Rég 1		Rég 2		Rég 3	
	PRIME	GAR	PRIME	GAR	PRIME	GAR
RISQ	-0,012 0,169 0,866	0,074 1,041 0,299	0,005 0,048 0,962	-0,023 0,265 0,792	-0,075 0,644 0,522	0,158 1,357 0,179
ln (TAILLE)	-0,071 0,975 0,331	-0,090 1,218 0,225	-0,026 0,275 0,784	<b>-0,158*</b> <b>1,789</b> <b>0,077</b>	<b>-0,199*</b> <b>1,683</b> <b>0,097</b>	0,010 0,080 0,937
ln (AGE)	<b>-0,161*</b> <b>1,864</b> <b>0,064</b>	-0,019 0,221 0,825	-0,188 1,554 0,123	-0,042 0,370 0,712	-0,144 1,124 0,265	-0,010 0,078 0,938
GAR	0,074 0,992 0,323		-0,140 1,343 0,182		<b>0,225*</b> <b>1,974</b> <b>0,052</b>	
PRIME		0,076 1,124 0,262		-0,122 1,406 0,163		<b>0,224**</b> <b>2,078</b> <b>0,041</b>
BP	-0,107 1,497 0,136	-0,051 0,725 0,470				
ln (DUR)*	0,026 0,296 0,768	0,001 0,011 0,991	0,069 0,603 0,548	0,044 0,410 0,683	0,026 0,205 0,838	-0,048 0,392 0,696
ln (INT)	0,095 1,375 0,171	0,071 1,047 0,296	<b>0,223**</b> <b>2,503</b> <b>0,014</b>	0,097 1,135 0,259	-0,049 0,455 0,651	0,080 0,742 0,460
TXVAR	-0,259 3,819 0,000		<b>-0,302***</b> <b>3,475</b> <b>0,001</b>		<b>-0,225**</b> <b>2,035</b> <b>0,045</b>	
JUR		0,020 0,279 0,780		0,094 1,123 0,264		-0,042 0,338 0,736
REEL	0,014 0,181 0,857	<b>0,165**</b> <b>2,226</b> <b>0,027</b>	0,080 0,796 0,428	<b>0,232**</b> <b>2,529</b> <b>0,013</b>	-0,036 0,298 0,767	0,141 1,181 0,242
PERSO	0,126 1,491 0,138	<b>0,448***</b> <b>5,957</b> <b>0,000</b>	<b>0,331***</b> <b>2,866</b> <b>0,005</b>	<b>0,619***</b> <b>6,550</b> <b>0,000</b>	-0,041 0,312 0,756	<b>0,380***</b> <b>3,172</b> <b>0,002</b>
ASS	<b>0,120*</b> <b>1,703</b> <b>0,090</b>	0,091 1,321 0,188	<b>0,220**</b> <b>2,383</b> <b>0,019</b>	<b>0,153*</b> <b>1,752</b> <b>0,083</b>	0,024 0,221 0,825	0,055 0,511 0,611
Fisher	4,130	5,356	3,857	5,830	2,066	2,253
R2 adj	0,195	0,241	0,274	0,364	0,216	0,23
Ind Cond	17,58	20,04	18,78	19,9	15,02	19,9

Chaque case du tableau fait apparaître trois éléments dans l'ordre suivant : la valeur du coefficient de régression linéaire obtenu par les MCO, le t de Student y afférant et la P-value du test correspondant. Les astérisques portés en vis-à-vis des coefficients correspondent aux seuils de significativité des tests statistiques respectivement: \*\*\* 99%, \*\* 95% et \* 90%.

L'étude de la régression 1 présente dans son ensemble des résultats compatibles avec le modèle général. Les signes des variations constatées sont conformes à ceux observés précédemment. Néanmoins, ici encore ce sont les *P-values* des tests qui se trouvent dégradés par l'introduction des nouvelles variables. Ainsi, dans l'équation de PRIME, seule AGE est significativement différente de 0, les entreprises les plus anciennes obtenant leur crédit à un tarif plus avantageux. Les inférences pratiquées sur TAILLE, BP et INT, perdent de leur force de conviction bien que gardant des probabilités limites proches de 10 % particulièrement lorsque l'on exclut TXVAR de l'analyse. Pour ce qui est de l'équation de GAR, les facteurs explicatifs nouvellement introduits sont les seuls à apparaître comme pertinents.

On constate clairement que les crédits adossés majoritairement soit à des garanties personnelles, soit à des mécanismes d'assurance sont soumis à un coût du crédit bien plus important que les autres, PERSO et ASS étant positivement et significativement pour le second et avec une *P-value* de 13,8% pour le premier - significatif au seuil de 10% lorsque l'on exclut TXVAR - liées à PRIME. La primauté des sûretés réelles, quant à elle, ne semble pas avoir d'impact sur cet équilibre. On retrouve ici les mêmes résultats que ceux déjà mis en évidence pour DISPO. Ils viennent ainsi conforter l'hypothèse de coûts d'agence plus importants sur les crédits garantis en général et sur les cautions et autres assurances en particulier. Les mesures réalisées sur GAR vont d'ailleurs dans le même sens puisqu'elles montrent que les engagements principalement appuyés sur des garanties personnelles conduisent le client à fournir bien plus de sûretés que ceux principalement appuyés sur des sûretés réelles moins sujettes à la substitution d'actif.

Nous retrouvons les mêmes équilibres sur le sous-échantillon des firmes en relation de banque principale avec notre banque test ; BP=1. Notons néanmoins que les dispositifs d'assurance, dans ce cas, ne connaissent pas une aussi mauvaise influence sur les quantités de garanties à fournir que ce qui était initialement prévu. La garantie apportée par un tiers, bien que fournissant des incitations différentes de celles d'une forme de sûreté plus directe, permet tout de même, dans le cadre d'une relation de clientèle, à la protection du créancier de garder pour partie de sa substance. Aussi, semble-t-il que bien que les probabilités de défaut volontaire n'en

soient pas réduites, le substitut au débiteur demeure. Dans le contexte BP=0, il n'apparaît pas que la nature de la garantie puisse être désignée comme déterminant du coût du crédit. Aucune des variables utilisées n'est significativement liée à PRIME. Pour ce qui est de la quantité de garanties à apporter au regard des sommes avancées, l'appui majoritaire de sûretés personnelles conduit ici clairement à une augmentation des sûretés à fournir. En l'absence de relation privilégiée entre financeur et débiteur, l'usage de caution est plus difficile que l'usage des autres formes de garanties.

## **Conclusion**

Ce chapitre pose la question du lien entre les mécanismes de garanties et le financement relationnel, dans le traitement par les banques des asymétries d'information portant sur les projets de leurs clients PME. Nous nous interrogeons sur la manière dont ces deux éléments affectent les conditions de financement de ces mêmes clients. La réflexion sur ce point reste embryonnaire dans la littérature. Les modèles théoriques, de même que les différentes études empiriques, affichent des résultats contradictoires quant à la complémentarité ou substituabilité des garanties et du financement relationnel dans la lutte contre les problèmes d'asymétries d'information. A partir d'un échantillon de contrats de crédit d'équipement tirés du portefeuille de la direction régionale Nord de la banque BNP Paribas, nous effectuons trois séries de tests.

La première considère la garantie comme un tout et fait ressortir, en contrôlant les différents facteurs de risques apparents et informationnels, que celle-ci ne permet ni d'obtenir plus facilement du crédit, ni de le payer moins cher. En revanche, la mise en place d'un financement relationnel rend bien notre banque test plus encline à conférer un nouveau financement et ce à un taux plus favorable. Le seul bémol au bienfait de la relation demeure la mise en évidence qu'un grand nombre de produits vendus par le même intermédiaire à un client, et donc une certaine forme d'exclusivité, conduit à une dégradation des conditions de financement à la fois en termes de taux et de disponibilité. Ceci est le signe d'une forme de problème de *hold-up*.

La seconde série de tests se focalise sur ce point en considérant l'existence d'un avantage informationnel de la banque quant au risque de son client. Nous mettons ainsi en évidence que l'origine de l'amélioration des conditions de financement générée par le financement relationnel est bien basée sur la réduction des asymétries d'information. De plus, il apparaît que la substitution taux/garanties prévue dans les mécanismes d'équilibre séparant puisse dans ce cadre prendre effet. Une explication possible réside dans la présence de coûts d'agence sur les crédits assortis de garanties. En effet, ceux-ci seraient tels qu'en présence de fortes divergences informationnelles, l'opération périlleuse serait finalement rejetée par le financeur, la relation permet alors de circonvenir cette difficulté.

La série de test troisième est consacrée à l'examen de ce postulat. Au travers de la prise en compte des différentes natures des garanties fournies par les clients, nous mettons en évidence la présence de ces coûts d'agence, et relevons à la fois un usage et un impact différencié des différents types de garanties dans les contextes relationnels et transactionnels. Ainsi, lorsque notre banque test n'est pas banque principale, seul le recours aux sûretés réelles permet d'obtenir plus facilement du crédit tandis que les cautionnements ont l'effet inverse à la fois en termes de coût et de disponibilité. Par contre, lorsque notre banque test est banque principale, seul le recours à l'assurance entraîne une dégradation. La garantie personnelle est alors plus efficace. L'asymétrie d'information étant moins importante, les comportements opportunistes sont plus rares.

Deux choses ressortent de ces résultats. D'une part, les garanties et le financement relationnel doivent être vus comme des compléments, et non comme des substituts dans le traitement des difficultés liées aux asymétries d'information. La communication générée par le financement relationnel bancaire permet aux garanties de gagner en efficacité en réduisant les coûts d'agence qui leur sont liés. Ce constat apporte de nouveaux éléments à la compréhension de la structuration des contrats de crédit et a fortiori du paradoxe de la garantie. De nombreuses questions demeurent néanmoins. D'autre part, pour maintenir les bienfaits procurés par le financement relationnel fourni par sa banque principale, une PME doit prendre garde à ne pas concentrer de manière excessive ses achats de produits financiers:

introduire une dose de concurrence en développant une certaine forme de multibancarité apparaît utile. Celle-ci ne détruit pas la relation mise en place avec le financeur. D'autres études nous ont précédés quant à cette conclusion. La plupart, dans le prolongement d'Ongena et Smith (2000) privilégient des explications institutionnelles telles que l'efficacité du système judiciaire et la protection du droit des créanciers. Les conditions dans lesquelles cette concurrence est vertueuse demeurent floues du point de vue du lien banque/client, de même que des liens existant entre les différentes banques.

## **Conclusion générale**





**L'étude de l'effet de la mise en place d'un financement relationnel bancaire sur les conditions de financement des PME est le principal objet de cette thèse.**

Le **chapitre introductif** constitue une mise en perspective des problèmes traités et à pour but de les replacer au sein de la littérature existante. Il commence par rappeler la définition du concept de financement relationnel bancaire, c'est-à-dire, la fourniture de services financiers de la part d'une banque qui investie afin d'obtenir une information privée au sujet de son client et amortie cet investissement au travers de multiples opérations étalées dans le temps. Ce type de convention repose sur une garantie implicite de confidentialité des échanges d'informations entre les parties. Cette garantie permet de surmonter les difficultés telles que les problèmes de double audience des signaux et de passagers clandestins qui peuvent inhiber la production et la transmission d'informations. Emprunteurs et prêteurs peuvent alors mieux utiliser les différentes clauses composant les contrats de crédit de manière à obtenir plus de flexibilité. Le contrôle exercé par la banque sur son client en est alors d'autant plus efficace. Ceci permet, au fil du temps, à l'entreprise de se construire une réputation de solvabilité auprès des tiers. En effet, ces derniers peuvent observer la confiance renouvelée que lui accorde la banque et agir en conséquence.

Les conditions de financement des entreprises les plus sujettes aux problèmes d'asymétries d'information s'en trouvent modifiées. Les études d'événements réalisées sur la base d'annonces tendant à mettre en évidence la présence d'un financement relationnel bancaire montrent toutes les signes de la présence d'une valorisation positive par le marché de cet élément. Cette valorisation apparaît de même d'autant plus importante que l'entreprise considérée est jeune et/ou de petite taille. Concernant plus spécifiquement les PME, les études empiriques menées dans différents pays concluent d'un point de vue général à une amélioration de leur accès aux crédits bancaires par la mise en place de ce type de conventions de même qu'à une réduction de la demande de garanties pour obtenir ces fonds. L'effet de la relation sur le taux d'intérêt facturé est lui plus ambigu. Il apparaît que la banque fournissant le financement relationnel puisse profiter à

certaines moments du report des asymétries d'information en dehors de la relation pour pratiquer des tarifs non concurrentiels.

Différents facteurs influencent la mise en place d'un financement relationnel bancaire.

Tout d'abord, compte tenu des distorsions que celui-ci peut introduire dans les choix d'investissements des bénéficiaires, certains vont renoncer à l'exclusivité qu'il implique pour multiplier les partenaires bancaires. En effet, d'un côté le pouvoir de monopole informationnel développé au fil du temps par la banque relationnel sur son client, permet à l'établissement de crédit d'extraire une rente de sa situation de non concurrence en sur facturant ses interventions. Ce faisant, il détourne une partie des profits générés par les projets de l'entreprise. Cette répartition distordue des gains a un effet contre incitatif sur la recherche et la mise en œuvre de projets nouveaux ce qui conduit l'entreprise à sous investir<sup>52</sup>. D'un autre côté, en facilitant l'accès au crédit des clients, le financement relationnel peut rendre non crédible le refus de nouveaux concours. L'entreprise peut alors faute de discipline réelle de la part de ses prêteurs sur investir<sup>53</sup>. L'effet net du financement relationnel sur les choix d'investissements reste néanmoins peu exploré sur le plan empirique. Aussi, est-il difficile de voir quel phénomène prime à ce niveau.

La distance entre le financier relationnel et son client conditionne de même la mise en place de financement relationnel bancaire et ce de deux manières. D'une part, au niveau interne, les difficultés que peuvent rencontrer les agents bancaires en contact avec la clientèle à voir leur travail de collecte d'informations reconnu au sein de l'organisation peuvent les décourager à l'accomplir de manière efficace. Ainsi, compte tenu de la nature qualitative, difficilement vérifiable par la hiérarchie, de l'information servant de base au financement relationnel bancaire celui-ci sera moins fréquemment mis en place par des institutions au sein desquelles la distance entre les opérationnels et les décideurs est importante. D'autre part, au niveau externe, une proximité géographique importante entre la banque et son client lui assurant déjà un avantage comparatif sur ces concurrentes, celle-ci sera moins

---

<sup>52</sup> Sous-investir est entendu ici comme le fait de refuser des projets à VAN positive.

<sup>53</sup> Surinvestir est entendu ici comme le fait d'investir même si les projets présente une VAN négative ou nulle.

encline à investir dans la production d'informations privées nécessaires à l'établissement d'un avantage informationnel et donc à mettre en place un financement relationnel.

Pour finir, le contexte institutionnel lui-même conditionne l'établissement de ce type de conventions. Ainsi, un contexte juridique moins protecteur des droits des créanciers est plus propice à la mise en place d'un système financier centré sur les banques et a fortiori à la fourniture de financements relationnels bancaires. L'incertitude induite par la faible protection des créanciers pousse ceux-ci à investir dans l'information au sujet de leurs clients de manière à prévenir les difficultés. Le niveau de concurrence influe également sur la mise en place d'un financement relationnel bancaire. Ainsi, sur un marché fort concurrentiel, il apparaît que la relation durable entretenue avec le client puisse être utilisée comme barrière à l'entrée de nouveaux acteurs. La réglementation prudentielle et son évolution impact de même la mise en place de relations bancaires. Le risque de défaut de leur banque principale conduit les clients à diversifier leurs sources de financements et donc à renoncer à tous liens durables et exclusifs avec elle. La mise en place d'un système prudentiel performant réduit le phénomène et donc favorise l'établissement de financements relationnels bancaires. Néanmoins, la forme du système prudentiel n'est pas neutre. Ainsi, par exemple, la standardisation de l'information concernant les engagements bancaires conduit à réduire à une plus grande production d'informations quantitatives standards sur le client et donc limite les financements relationnels.

Les **trois chapitres** suivants proposent des **contributions empiriques** dont le but est de mesurer directement les effets de la mise en place d'un financement relationnel bancaire sur les conditions de financement des PME.

Les résultats de l'estimation d'une série de modèles de l'usage par les entreprises de substituts coûteux au crédit bancaire<sup>54</sup>, réalisée sur un échantillon de relations banque principale/PME, dans le **chapitre 1**, confirment l'effet réducteur des problèmes de rationnement du crédit de la mise en place d'un financement

---

<sup>54</sup> Nous considérons ici trois financements : le crédit fournisseur, la dette fiscale et sociale, le crédit-bail.

relationnel bancaire. Les structures travaillant avec un partenaire bancaire présentant des caractéristiques organisationnelles favorables à l'offre de ce type de financement, c'est-à-dire ayant une forme décentralisée<sup>55</sup>, recourent moins souvent à la dette fiscale et sociale et au crédit-bail. Les résultats obtenus sur le crédit fournisseur sont moins nets. Ceci laisse néanmoins apparaître la présence de différences de comportement vis-à-vis de cette source de financement entre PME travaillant avec une banque centralisée et PME travaillant avec une banque décentralisée, mais ceci uniquement au travers de l'évolution de l'âge de l'entreprise. Ainsi, lorsqu'elles travaillent avec une banque centralisée l'usage du crédit fournisseur décroît dans un premier temps avec l'âge des entreprises puis augmente, tandis que, lorsqu'elles travaillent avec une banque décentralisée l'usage du crédit fournisseur décroît uniformément avec l'âge des entreprises. Ces différents constats accèdent l'idée d'une hiérarchie de financements chez les PME associées à leurs problèmes spécifiques d'opacité et du rôle crucial que joue, dans le traitement de ces difficultés, leur banque principale respective.

Les résultats du **chapitre 2** vont dans le même sens que ceux du précédent. Ils confirment, au travers d'une série de modèles spécifiant le choix de banque principale réalisé par les PME, que celles-ci cherchent à travailler de manière prioritaire avec des structures décentralisées, plus à même de leur offrir un financement relationnel. Cette tendance est d'autant plus marquée que ces PME présentent des caractéristiques d'opacité importantes. Les estimations ont été réalisées sur un échantillon d'entreprises jeunes, de moins de cinq ans d'existence. En effet, pour celles-ci le choix d'un partenaire de départ apparaît d'autant plus crucial et contraint que l'historique d'affaires dont disposent les apporteurs de fonds potentiels pour appuyer leur décision est faible. Nous constatons un lien positif clair entre la taille de l'entreprise et la taille de sa banque principale. Ce résultat est confirmé par deux autres indicateurs de l'organisation centralisée ou décentralisée de la banque : la classification dans l'une de ces deux classes sur la base de critères juridiques et l'importance des ressources en personnels mobilisées pour l'octroi de crédits. Les structures les plus petites préfèrent ainsi travailler avec des banques plus petites, utilisant plus de personnel pour accorder leurs crédits, donc décentralisées.

---

<sup>55</sup> Banques mutualistes, caisses d'épargne, banques régionales.

Nous relevons de même que les PME les plus opaques n'ayant pas eu la chance de conclure une relation avec une banque adaptée utilisent de manière plus importante les dettes fiscales et sociales pour se financer à court terme. Nous interprétons ce résultat comme la marque d'un rationnement du crédit bancaire plus fréquent. Ceci montre une nouvelle fois l'importance du choix de sa banque principale pour l'approvisionnement en crédit d'une PME et par là même la nécessité pour les systèmes financiers de maintenir une offre de banque décentralisée suffisante pour limiter les situations de rationnement du crédit en favorisant la mise en place de financements bancaires relationnels.

Pour finir, notre **chapitre 3**, montre qu'il existe une complémentarité entre l'usage de garanties et l'établissement d'un financement relationnel bancaire en termes de gestion par les banques des problèmes d'asymétries d'information grevant le financement des PME. A partir, d'un échantillon de contrats de crédit conclus entre une grande banque française et ses clients PME, nous avons estimé trois séries de modèles des conditions contractuelles de crédit subies par ces derniers considérant à la fois la disponibilité des fonds, leur coût et la quantité de garanties conférées pour les obtenir. Il apparaît alors clairement qu'un équilibre séparant destiné à trier les emprunteurs en fonction de leur qualité cachée sur la base de leurs apports de garantie ne puisse se mettre en place que dans le cadre d'un financement relationnel bancaire. En effet, ce type de financement en réduisant les asymétries d'information suite à la conclusion du prêt réduit de même les coûts d'agences générés par l'usage de garanties. En l'absence de ce mécanisme, l'emprunteur, ne bénéficiant que marginalement de l'augmentation de la valeur des actifs offerts en garantie en cas de redressement de l'activité suite à des difficultés, sera désincité à en préserver la valeur. Ainsi, une augmentation de la quantité de garanties augmente les coûts d'agence subis par les créanciers qui les répercutent sur le coût du crédit interdisant de fait la substitution taux intérêt/garanties sur laquelle repose l'équilibre séparant. Au-delà de ces considérations, le financement relationnel bancaire joue également sur la nature des garanties utilisées permettant aux sûretés personnelles de trouver une plus grande efficacité.

**Cependant, les résultats de ce travail de recherche présentent certaines limites qui offrent des extensions et des perspectives de recherches futures.**

Les limites du **chapitre 1** sont principalement liées à la faible prise en considération des interactions pouvant exister entre les différents substitues au crédit bancaire que nous utilisons pour approximer la présence de rationnement du crédit. Aussi, serai-il intéressant de constituer, au travers une recherche future, un indicateur synthétique de rationnement prenant en compte de manière hiérarchique l'usage de ses différentes sources de financements alternatifs. Pour cela, il faudrait considérer explicitement leurs comportements différents de même que leur profonde hétérogénéité. En effet, dans le cadre du crédit fournisseur, on ne peut s'abstraire, pour juger de sa disponibilité, de la prise en compte d'éléments industriels tandis que concernant les dettes fiscales et sociales les considérations réglementaires doivent clairement primer. Une autre solution serait l'établissement d'un système d'équations simultanées dotées d'instruments suffisant pour établir les liens entre ces différents indicateurs tant à court terme qu'à long terme. Par ailleurs, au-delà du problème de rationnement du crédit, il serait intéressant d'étudier sur la même base l'effet global de l'établissement d'un financement relationnel bancaire sur le levier des entreprises en bénéficiant. En effet, en réduisant les asymétries d'information pesant sur les créanciers, le financement relationnel bancaire devrait réduire les coûts d'agence de la dette et donc la rendre plus efficace dans la limitation des coûts d'agence subis par les actionnaires. Le levier des entreprises sujettes à ces derniers coûts mais travaillant avec une banque principale décentralisée devrait donc être plus élevé.

Dans le prolongement du travail effectué dans le **chapitre 2**, nous envisageons une nouvelle modélisation qui cette fois considérerait simultanément les choix des PME et des banques de travailler ensemble. Ceci permettra de lever l'hypothèse d'un choix unique de l'entreprise sur sa banque. Pour intégrer de manière formelle cet élément, il est important d'inclure expressément dans l'analyse la structure des marchés bancaires locaux, l'intensité de la concurrence y régnant, le nombre de banque de chaque type, de même que la distance existant entre les banques et leurs clients. La compréhension de la décision des parties de travailler ensemble n'en sera que meilleure puisqu'une telle spécification permettrait de considérer les arbitrages existant notamment entre distance interne et distance externe dans la décision de mise en place d'un financement relationnel bancaire.

Pour finir, notons que les principales limites des travaux réalisés dans le **chapitre 3** reposent sur deux éléments liés à l'échantillonnage. D'une part, le nombre de contrat utilisé reste faible, bien que proche des travaux précédents dans le domaine. D'autre part, le fait de considérer une seule banque contraint de même les possibilités de généraliser nos conclusions. Et ceci même si cette dernière occupe à la fois une place très importante sur le marché du crédit en France et apparaît de par son organisation comme moins susceptible de fournir un financement de type relationnel. Néanmoins, l'accessibilité des données dans le domaine étant particulièrement limitée, nous avons dû nous contenter de celles-ci. Une enquête complémentaire à plus grande échelle réalisée sur plusieurs établissements bancaires présentant des caractéristiques organisationnelles et stratégiques différentes pourrait venir compléter nos résultats. Celle-ci devrait, en plus des éléments mobilisés dans cette thèse, inclure des informations sur l'existence et la nature de clauses de gestions adjointes aux contrats de crédit de même que sur le rapport existant entre la durée des prêts accordés et celle des projets financés. Par ailleurs, une approche plus fine de la modélisation du coût du crédit, dans un contexte où un *hold-up* informationnel est susceptible de se mettre en place de différentes manières, est appelée de nos vœux. Ainsi, l'inclusion des frais associés aux différentes opérations bancaires de l'entreprise devrait être envisagé de même qu'une spécification non linéaire du lien durée de la relation avec le coût du crédit devrait être mis en œuvre afin de mettre à jour les moments où la banque est susceptible de profiter de l'absence de concurrence.





# **Bibliographie**



- Agarwald S. et Hauswald R., 2006, « Distance and information asymmetries in lending decisions », Université américaine Working Paper Washington D.C.
- Aintablian S. et Roberts G., 2000, « A note on market response to corporate loan announcements in Canada », *Journal of Banking and Finance*, vol. 24, p. 381-393.
- Allen F., 1990, « The Market for Information and the Origin of Financial Intermediation », *Journal of Financial Intermediation*, vol. I, p. 3-30.
- Allen F. et Gale D., 1995, « A welfare comparison of intermediaries and financial markets in Germany and US », *European Economic Review*, vol. 39, p. 179-209.
- Allen F. et Gale D., 2000, « Comparing Financial Systems », MIT Press.
- Andre P., Mathieu R. et Zhang P., 2001, « A note on: capital adequacy and the information content of term loans and lines of credit », *Journal of Banking and Finance*, vol. 25, p. 431-444.
- Andreani E. et Neuberger D., 2004, « Relationship finance by banks and non-banks institutional investors: a review within the theory of the firm », *Thuenen-Series of Applied Economic Theory*, 46, Université de Rostock, Allemagne.
- Ang J.S., 1991, « Small business uniqueness and the theory of financial management », *The Journal of Small Business Finance*, vol.1, p. 1-13.
- Ang J.S., 1992, « On the theory of finance for private held firms », *The Journal of Small Business Finance*, vol. 1, p. 185-203.
- Angelini P., Di Salvo et Ferri G., 1998, « Availability and cost of credit for small businesses: customer relationships and credit cooperatives », *Journal of Banking and Finance*, vol.22, p. 925-954.
- Bae K., Kang J. et Lim C., 2002, « The value of durable bank relationships: evidence from Korean banking shocks' », *Journal of Financial Economics*, vol. 64, p. 181-214.
- Barclay M. et Smith M., 1995, « The priority structure of corporate liability », *The Journal of Finance*, vol. 50, p. 899-917.

- Bebczuk R., 2004, « What determines the access to credit by SMEs in Argentina? », working paper université nationale de la Plata.
- Beck T. et Levine R., 2002, « Industry growth and capital allocation: does having a market or bank-based system matter? », *Journal of Financial Economics*, vol. 64, p.147-180.
- Becker G., 1957, « The economics of discrimination », University of Chicago Press.
- Becker G. et Murphy K., 1992, « The division of labor, coordination costs and knowledge », *The Quarterly Journal of Economics*, vol. 107, p 1137-1160.
- Berger A., 1995, « The profit structure relationship in banking. Tests of market-power and efficient-structure hypothesis », *Journal of Money, Credit and Banking*, vol. 27, p. 404-431.
- Berger A., 1999, « The dynamics of market entry: the effects of mergers and acquisitions on de novo entry and small business lending in the banking industry », *Finance and Economics Discussion Paper*, series 1999-41, Board of Governors of the Federal Reserve System.
- Berger A, Demsetz R. et Strahan P., 1999, « The consolidation of the financial services industry : causes and implications for the future », *Journal of Banking and Finance*, vol. 23, p 135-194.
- Berger A, Klapper L et Udell G, 2001, « The ability of banks to lend to information opaque small businesses », *Journal of Banking and Finance*, vol. XXV, p 2127-2167.
- Berger A, Miller N, Petersen M, Rajan R et Stein J, 2005, « Does function follow organizational form? Evidence from the lending practices of large and small banks », *Journal of Financial Economics*, vol. LXXVI, p 237-269.
- Berger A, Rosen R et Udell G, (2007), « Does market size structure affect competition: the case of small business lending », *Journal of Banking and Finance*, vol 31, p 11-33.
- Berger A. et Udell G., 1990, « Collateral, loan quality and bank risk », *Journal of Monetary Economics*, vol. 25, p. 21-42.

- Berger A. et Udell G., 1994, « Did risk-based capital allocate bank credit cause a credit crunch in the US? », *Journal of Money, Credit and Banking*, vol. 26, p. 585-628.
- Berger A. et Udell G., 1995, « Relationship lending and lines of credit in small firm finance », *Journal of Business*, vol. 68, p. 351-381.
- Berger A. et Udell G., 1996, « Universal banking and the future of small business lending », dans *Financial System Design: The case for Universal Banking* édité par Saunder A et Walter I., New York: Business One Irwin.
- Berger A. et Udell G., 1998, « The economics of small business finance: the roles of private equity and debt markets in the financial growth cycle », *Journal of Banking and Finance*, vol. 22, p. 613-673.
- Berger A. et Udell G., 2002, « Small business credit availability and relationship lending: the importance of bank organisational structure », *The Economic Journal*, vol. 112, p. 32-53.
- Berger A. et Udell G., 2006, « A more complete conceptual framework for SME finance », *Journal of Banking and Finance*, vol. 30, p. 2945-2966.
- Berger A., Saunders A., Scalise J. et Udell G., 1998, « The effects of bank mergers and acquisitions on small business lending », *Journal of Banking and Finance*, vol. 50, p. 187-229.
- Berlin M., John K. et Saunders A., 1996, « Bank equity stakes in borrowing firms and financial distress », *Review of Financial Studies*, vol. 9, p. 889-919.
- Berlin M. et Mester L., 1992, « Debt covenants and renegotiation », *Journal of Financial Intermediation*, vol. 2, p. 95-133.
- Berry T., Byers S. et Fraser D., 2002, « Do bank loan relationships still matter? », working paper College Station TX, Texas A&M University.
- Besanko D. et Kanatas G., 1993, « Credit market equilibrium with bank monitoring and moral hazard », *The Review of Financial Studies*, vol. 6, p. 213-232.

- Besanko D. et Thakor A., 1987, « Collateral and rationing: sorting equilibria in monopolistic and competitive credit markets », *International Economic Review*, vol. 28, p. 671-689.
- Best R. et Zhang H., 1993, « Alternative information sources and the information content of bank loans », *The Journal of Finance*, vol. 48, p. 1507-1522.
- Bester H., 1985, « Screening versus rationing in credit markets with imperfect information », *American Economic Review*, vol. 75, p. 850-855.
- Bharath S., Dahiya S., Saunders A. et Srinivasan A., 2004, « So what do I get? The bank's view of lending relationships », communication congrès annuel de la FMA (Financial Management Association), La Nouvelle Orléan.
- Bhattacharya S. et Chiesa G., 1995, « Proprietary information, financial intermediation, and research incentives », *Journal of Financial Intermediation*, vol. 4, p. 328-357.
- Biais B. et Gollier C., 1997, « Trade credit and credit rationing », *Review of Financial Studies*, vol. 10, p. 903-937.
- Billet M. et Flannery J. et Garfinkel J., 1995, « The effect of lender identity on a borrowing firm's equity return », *The Journal of Finance*, vol. 50, p. 699-718.
- Blackwell D. et Winters D., 1997, « Banking relationships and the effect of monitoring on loan pricing », *Journal of Financial Research*, vol. 20, p. 275-289.
- Blumberg B. et Letterie W., 2007, « Business starters and credit rationing », *Small Business Economics*, à paraître.
- Bodenhorm H., 2003, « Short term loans and long term relationships: relationship lending in early America », *Journal of Money, Credit and Banking*, vol. 35, p. 485-505.
- Bolton P. et Scharfstein D., 1996, « Optimal debt structure and the number of creditors », *Journal of Political Economy*, vol. 104, p. 1-25.
- Bolton P. et Dewatripont M., 1994, « The Firm as a communication network », *The Quarterly Journal of Economics*, vol. 109, p. 809-839.

- Bonaccorsi di Patti E. et Gobbi G., 2007, « Winner or Losers? The effects of banking consolidation on corporate borrowers », *The Journal of Finance*, vol.62, p. 669-696.
- Boot A., 2000, « Relationship banking: what do we know? », *Journal of Financial Intermediation*, vol. IX, p. 7-25.
- Boot A., Greenbaum S. et Thakor A., 1993, « Reputation and discretion in financial contracting », *American Economic Review*, vol. LXXXIII, p. 1165-1182.
- Boot A. and Thakor A., 2000, « Can relationship banking survive competition? », *The Journal of Finance* 55, p. 679–713.
- Boot A. et Thakor A., 1994, « Moral hazard and secured lending in an infinitely repeated credit market game », *International Economic review*, vol. 35, p. 899-920.
- Boot A., Thakor A. et Udell G., 1991, « Secured lending and default risk: equilibrium analysis, policy implications, and empirical results », *The Economic Journal*, vol., 101, p. 458-472.
- Boscaljon B. et Ho C., 2005, « Information content of bank loan announcements to Asian corporations during periods of economic uncertainty », *Journal of Banking and Finance*, vol. 29, p. 369-389.
- Bourdieu J. et Colin-Sédillot B., 1993, « Structure du capital et coûts d'information : le cas des entreprises françaises à la fin des années 80 », *Economie et Statistique*, n°268/269, p. 87-100.
- Boyd J. et Prescott E., 1986, « Financial intermediation-coalition », *Journal of Economic Theory*, vol. 38, p. 211-232.
- Brewer E., Genay H., Hunter W. et Kaufman G., 2003, « The value of banking relationships during a financial crisis: evidence from failures of Japanese banks », *Journal of Japanese and International Economies*, vol. 17, p. 233-262.
- Brick I., Kane E. et Palia D., 2004, « Evidence of jointness in the terms of relationship lending », working paper Newark, Rutgers Business School.



- Brickley J, Linck J et Smith C, 2003, « Boundaries of the firm: evidence from the banking industry », *Journal of Financial Economics*, vol. LXX, p 351-383.
- Bris A. et Welch I., 2005, « The optimal concentration of creditors », *The Journal of Finance*, vol. 60, p. 2193-2212.
- Bukart M. et Ellingsen T., 2004, « In-Kind Finance: A theory of trade credit », *American Economic Review*, vol. 94, p. 569-90.
- Cabro-Valverde S., Rodriguez-Fernandez F. et Udell G., 2006, « Bank market power and SME financing constraints », *Congrès annuel de l'EFA*, Zurich.
- Calles J., 1998, « Une entreprise sur deux disparaît avant cinq ans », *Economie et Statistique*, n°215, p 45-50.
- Campbell T., 1979, « Optimal investment financing decisions and the value of confidentiality », *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, vol. 14, p. 913-924.
- Campbell I., Lo A. et Mc Kinlay A., 1997, « The econometrics of Financial Markets », Princeton University Press.
- Canovas G. et Solvano P., 2006, « Banking relationships: effect on debt terms for small Spanish firms », *Journal of Small Business Management*, vol. 44, p. 315-333.
- Capra M., Fernandez M. et Ramirez I., 2001, « The separating role of collateral requirements in credit markets with asymmetric information », Working Paper LINEEX Universidad de Valencia, n°21/01, 33 pages.
- Carey M., Post M., Sharpe S., 1998, « Does corporate lending by banks and finance companies differ? Evidence on specialization in private debt contracting », *The Journal of Finance*, vol. 53, p. 845-878.
- Carling K. et Lundberg S., 2005, « Asymmetric information and distance: an empirical assessment of geographical credit rationing », *Journal of Economics and Business*, vol. 57, p. 39-59.
- Carow K., Kane E. et Narayanan R., 2005, « How have borrowers fared in banking mega-merger », *Journal of Money, Credit and Banking*, à paraître.

- Carow K., Kane E. et Narayanan R., 2006, « Winners and losers from enacting the financial modernization statute », NBER Working Paper series vol. w11256.
- Cavalluzzo K. et Cavalluzzo L., 1998, « Market structure and discrimination: the case of small businesses », *Journal of Money, Credit and Banking*, vol. 30, p. 771-792.
- Cavalluzzo K., Cavalluzzo L. et Wolken J., 2002, « Competition, small business financing, and discrimination: evidence from a new survey », *The Journal of Business*, vol. 75, p. 641-679.
- Cerquiere G., Degryse H., Ongena S., 2007, « Distance, Bank organisational structure, and credit », Working Papers Université de Tilburg.
- Cerquiere G., Degryse H., Ongena S., 2008, « Rules versus discretion in loan rate setting », Working Papers Université de Tilburg.
- Chakraborty A. et Hu C., 2006, « Lending relationships in line of credit and non line of credit: evidence from collateral use in small business », *Journal of Financial Intermediation*, vol. 15, p. 86-107.
- Chan Y. et Kanatas G., 1985, « Asymmetric Valuation and the role of collateral in loan agreements », *The Journal of Money, Credit and Banking*, vol. 17, p. 85-95.
- Chemmanur T. et Fulgherie P., 1994, « Investment bank reputation, information production and financial intermediation », *The Journal of Finance*, vol. 49, p. 57-79.
- Chiappori P., Perez-Castillo D. et Verdier T., 1995, « Spatial competition in the banking system – Localization, cross subsidies and regulation of deposit rates », *European Economic Review*, vol. 39, p. 889-918.
- Chiou I., 1999, « Daiwa bank's reputational crisis: valuation effects on bank firm relationships », working paper New York University, Stern School of Business.
- Clarke G., Cull R., Martinez Peria M. et Sanchez S., 2005, « Bank lending to small businesses in Latin America: does bank origin matter? », *Journal of Money, Credit and Banking*, vol. 37, p. 83-118.

- Cole R., 1998, « The important of relationships to the availability of credit », *Journal of Banking and Finance*, vol. 22, p. 959-977.
- Cole R., Goldberg L. et White L., 2004, « Cookie-cutter versus character: the micro structure of small business lending by large and small banks », *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, vol.39, p. 227-252.
- Conan J et Holder M, 1979, « *Analyse des causes de faillite des PMI* », Thèse de doctorat d'état, Université Paris Dauphine.
- Conigliani C., Ferri G. et Generale A., 1997, « The impact of bank-firm relations on the propagation of monetary policy squeezes: an empirical assessment for Italy », *Quarterly Review Banco Nazionale del Cavoro*, vol. 50, p. 271-299.
- Cosci S. et Meliciani V., 2002, « Multiple banking relationships: evidence from the Italian experience », *Manchester School Supplement*, p. 37-54.
- Cunat V., 2007, « Trade credit: Suppliers as debt collectors and insurance providers », *Review of Financial Studies*, vol. 20, p. 491-527.
- D'auria C., Foglia A. et Reedtz P., 1999, « Bank interest rates and credit relationships in Italy », *Journal of Banking and Finance*, vol. 23, p. 1067-1093.
- Danielson M. et Scott J., 2004, « Bank Loan Availability and Trade Credit Demand », *The Financial Review*, vol. 39, p. 489-600.
- Davydenko S. et Franks J., 2008, « Do bankruptcy codes matter? A study of defaults in France, Germany and the UK », *The Journal of Finance*, vol. 63, p. 565-608.
- De Angelo H. et Masulis R., 1980, « Optimal capital structure under corporate and personal taxation », *Journal of Financial Economics*, vol. 8, p. 3-29.
- De Bodt E., Filareto M. et Lobez F., 2001, « Décision de crédit-bail, dette bancaire et risque moral », *Banque et Marchés*, vol. 54, p. 5-18.
- De Bodt E., Lobez F. et Statnik J., 2000, « Credit decision and adverse selection: an empirical study of banking behaviour », *Congrès annuel de l'EFMA Athènes*.
- De Bodt E., Lobez F. et Statnik J., 2005, « Credit rationing, customer relationship and the number of bank: An empirical analysis », *European Financial Management*, vol. 11, p. 195-228.

- De Bondt G., 1998, « Financial structure: theory and stylised facts for EU six countries », *De Economist*, vol. 146, p. 271-301.
- Degryse H. et De Jong A., 2006, « Investment and Internal Finance: Asymmetric information or managerial discretion? », *International Journal of Industrial Organisation*, p. 125-147.
- Degryse H. et Ongena S., 2005, « Distance, lending relationships, and competition », *Journal of Finance*, vol. 60, p. 231-266.
- Degryse H. et Ongena S., 2005, « Competition and regulation in the banking sector: a review of the empirical evidence on the sources of bank rents », chapitre dans « *Handbook of Financial Intermediation and Banking* », édité par Thakor A. et Boot A., p 483-554.
- Degryse H. et Van Cayseele P., 2000, « Relationships lending within a bank-based system: evidence from European small business data », *Journal of Financial Intermediation*, vol. 9, p. 90-109.
- Degryse H., Masschelein N. et Mitchell J., 2005, « SME's and bank lending relationships: The impact of mergers », *CEPR Discussion Paper n° 5061*.
- Deidda L. et Fattouh B., 2008, « Banks, Financial markets and growth », *Journal of Financial Intermediation*, vol. 17 p 6-36.
- Dell'Ariccia G. et Marquez R., 2004, « Information and bank credit allocation », *Journal of Financial Economics*, vol.72, p. 185-214.
- Denis D. et Mihov V., 2003, « The choice among debt, non bank private debt, and public debt: evidence from new corporate borrowing », *Journal of Financial Economics*, vol. 70 p. 3-28.
- Dennis S. et Mullineaux D., 2000, « Syndicated loans », *Journal of Financial Intermediation*, vol. 9, p. 404-426.
- Detragiache E., Garella P. et Guiso L., 2000, « Multiple versus single banking relationships: theory and evidence », *The Journal of Finance*, vol. 55, p. 1133-1161.
- Dewatripont M. et Maskin E., 1995, « Credit and efficiency in centralized and decentralized economies », *Review of Economic Studies*, vol 62, p. 541-555.

- Dewatripont M. et Tirole J., 1994, « A theory of debt and equity: diversity of securities and manager-shareholder congruence », *The Quarterly Journal of Economics*, vol. 109, p. 1027-1054.
- Diamond D., 1984, « Financial intermediation and delegated monitoring », *Review of Economic Studies*, vol. 51, p. 393-414.
- Diamond D., 1991, « Monitoring and reputation: the choice between bank loans and directly placed debt », *The Journal of Political Economy*, vol. 99, p. 689-721.
- Dick A., 2007, « Market size, service quality and competition in banking », *Journal of Money, Credit and Banking*, vol. 34, p. 49-81.
- Dietsch M., 2003, « De Bâle II vers Bâle III: les enjeux et les problèmes du nouvel accord », *La revue d'Economie Financière*, vol. 73, p. 325-342.
- Dietsch M., 2003, « Financing Small Businesses in France », *European Investment Bank Papers*, vol. 8, p. 93-119.
- Dietsch M. et Garabiol D., 2004, « Du caractère pro-cyclique du nouveau ratio de capital: une analyse empirique sur données françaises », *Banque et Marchés*, vol. 69, p 5-20.
- Djankov S., Jindra J. et Klapper L., 2005, « Corporate valuation and the resolution of bank insolvency in East Asia », *Journal of Banking and Finance*, vol. 29, p. 2095-2118.
- Eber N., 1999, « Les relations de long terme banque-entreprise », Livre éditions Vuilbert, 160 pages.
- Edwards J. et Nibler M., 2000, « Corporate governance in Germany: the role of banks and ownership concentration », *Economic Policy*, vol. 15.
- El Hajj Chehade H. et Vigneron L., 2006, « Small business's main bank choice and organizational structure: Evidence from France », *NTU International Conference on Finance in Taipei*.
- Elsas R., 2005, « Empirical determinants of relationship lending », *Journal of Financial Intermediation*, vol. 14, p. 32-57.

- Elsas R. et Krahnén J., 1998, « Is relationship lending special? Evidence from credit file data in Germany », *Journal of Banking and Finance*, vol. 22, p. 1283-1316.
- Elsas R. et Krahnén J., 2002, « Collateral, relationship lending and financial distress: an empirical study on financial contracting », working paper center for financial studies, Frankfurt, Allemagne.
- Erel I., 2006, « The effect of bank mergers on loan prices: evidence from the US », Fisher College of business working paper n ° 2006-03-0002.
- Erungor O., 2004, « Market versus bank-based financial systems: do rights and regulations really matter? », *Journal of Banking and Finance*, vol. 28, p. 2869-2887.
- Ewert R., Schenk G. et Sczesny A., 2000, « Determinants of bank lending performance in Germany », *Schmalenback Business Review*, vol. 52, p. 344-362.
- Fama E., 1970, « Efficient capital markets: a review of theory and empirical work », *The Journal of Finance*, vol. 25, p. 383-417.
- Fama E., 1985, « What's different about banks? », *Journal of Monetary Economics*, vol. 15, p. 29-40.
- Fama E., 1991, « Efficient capital markets: II », *The Journal of Finance*, vol. 45, p. 1575-1617.
- Fama E., Fisher L., Jensen M. et Roll R., 1969, « Adjustment of stock prices to new information », *International Economic Review*, vol. 10, p. 1-21.
- Farinha L. et Santos J., 2002, « Switching from single to multiple bank lending relationships: Determinants and implications », *Journal of Financial Intermediation*, vol. 11, p. 124-151.
- Fazzari S., Hubbard G. et Petersen B., 1998, « Financing constraints and corporate investment », *Brookings Papers on Economic Activity*, p. 141-195.
- Ferri G. et Messori M., 2000, « Bank-firm relationships and allocative efficiency in north-eastern and central Italy and in the south », *Journal of Banking and Finance*, vol. 24, p. 1067-1095.

- Fery J., Gasborro D., Woodliff R. et Zumwalt J., 2003, « Market reaction to published and non-published corporate loan announcements' », *Quarterly Review of Economics and Finance*, vol. 43, p. 1-10.
- Filareto M., 2001, « Décision de crédit-bail et risque moral », thèse de doctorat en sciences de gestion, Université de Lille 2.
- Focarelli D., Panetta F. et Salleo C., 2002, « Why do banks merge? », *Journal of Money, Credit and Banking*, vol. 34, p. 1047-1066.
- Frank M. et Maksimovic V., 2005, « Trade credit, collateral and adverse selection », Université du Maryland Working paper.
- Freid V. et Hisrich R., 1994, « Toward a model of venture capital investment decision making », *Financial Management*, vol. 23, p. 28-37.
- Garmaise M., 2001, « Informed investors and the financing of entrepreneurial projects », Congrès annuel de l'EFMA à Lugano.
- Goldewski C., 2007, « Les déterminants de la décision de syndication bancaire en France », Documents de Travail du LARGE, Université Louis Pasteur Strasbourg II.
- Goldsmith R., 1987, « Premodern Financial system: a historical comparative study », Cambridge University Press, Cambridge.
- Gorman M. et Sahlman W., 1989, « What do venture capitalists do? », *Journal of Business Venturing*, vol.4, p. 231-248.
- Gorton G. et Schmid F., 2000, « Universal banking and the performance of german firms », *Journal of Financial Economics*, vol. 58, p. 29-80.
- Graham J., Lemmon M. et Schallheim J., 1998, « Debt, leases, taxes, and the endogeneity of corporate tax status », *The Journal of Finance*, vol. 53, p. 131-162.
- Greenbaum S., Kanatas G. et Venezia I., 1989, « Equilibrium loan pricing under the bank-client relationship », *Journal of Banking and Finance*, vol. 13, p. 221-235.
- Grossman S. et Hart O., 1980, « Disclosure laws and takeover bids », *The Journal of Finance*, vol. 35, p. 323-334.

- Guiso L., 2003, « Small Business Finance in Italy », European Investment Bank Papers, vol. 8, p. 121-147.
- Gurley J. et Shaw E., 1960, « Money in a theory of finance », Brookings Institution Washington D.C.
- Hannan T., 1997, « Market share inequality, the number of competitors, and the HHI: an examination of bank pricing », Review of Industrial Organisation, vol. 12, p. 23-35.
- Hao L., 2004, « Bank effects and the determinants of loan yield spreads », working paper université de Toronto.
- Harhoff D. et Korting T., 1998, « Lending relationships in germany-Empirical evidence from survey data », Journal of Banking and Finance, vol. 22, p. 1317-1353.
- Hauswald R. et Marquez R., 2006, « Competition and strategic information acquisition in credit markets », Review of Financial Studies, vol. 19, p. 967-1000.
- Hellmann T., Lindsey L. et Puri M., 2007, « Building relationships early: Banks in venture capital », The Review of Financial Studies, à paraître.
- Hellmann T. et Puri M., 2000, « The interaction between product market and financing strategy the role of venture capital », Review of Financial Studies, vol. 13, p. 959-984.
- Hellwig M., 1977, « A Model of Borrowing and lending with bankruptcy », Econometrica, vol. 45, p. 1879-1906.
- Hershleifer D., 1971, « The private and social value of information and reward to incentive activity », American Economic Review, vol. 61, p. 561-574.
- Hester D., 1979, « Customer relationships and terms of loans: evidence from a pilot survey », Journal of Money, Credit and Banking, vol. XI, p. 349-357.
- Hoshi T., Kashyap A. et Scharfstein D., 1990, « Bank monitoring and investment: evidence from the changing structure of Japanese corporate banking relationship », Chapitre dans « Asymmetric information, corporate finance and investment », Glenn Hubbard, University of Chicago Press.



- Hoshi T., Kashyap A. et Scharfstein D., 1991, « Corporate structure, liquidity and investment: evidence from Japanese industrial groups », *Quarterly Journal of Economics*, vol. 106, p. 33-60.
- Hoshi T., Kashyap A. et Scharfstein D., 1993, « The choice between public and private debt: analysis of post deregulation corporate financing in Japan », *Working paper NBER*; 4421.
- Hotelling H., 1929, « Stability in competition », *Economic Journal*, vol. 39, p. 41-45.
- Hwan Shin G., Fraser D. et Kolari J., 2003, « How does banking industry consolidation affect bank-firm relationships? Evidence from a large Japanese bank merger », *Pacific-Basin Finance Journal*, vol. 11, p. 285-304.
- Hyytinen A. et Pajarinen M., 2007, « Is cost debt capital higher for young firms? », *Scottish Journal of Political Economy*, vol. 54, p.55-71.
- INSEE, 2004, « Image économique des entreprises et des groupes », *INSEE Résultats*, N°20.
- Jackson W., 1997, « Market structure and the speed of adjustment: Evidence of nonmonotonicity », *Review of Industrial organization*, vol. 12, p. 37-57.
- Jaffee D. et Russell T., 1976, « Imperfect information, uncertainty, and credit rationing », *Quarterly Journal of Economics*, vol. 90, p. 651-666.
- James C., 1987, « Some evidence on the uniqueness of bank loans », *Journal of Financial Economics*, vol. 19, p. 217-235.
- Jayaratne J. et Wolken J., 1999, « How important are small banks to small business lending? New evidence from a survey to small businesses », *Journal of Banking and Finance*, vol. 23 p. 427-458.
- Jensen M., 1986, « Agency costs of free cash flow, corporate finance and takeovers », *American Economic Review*, vol. 76, p. 323-329.
- Jensen M. et Meckling W., 1976, « Theory of firm: managerial behaviour, agency costs and ownership structure », *Journal of Financial Economics*, Vol. 3, p. 305-360.

- Jimenez G., Salas V. et Saurina J., 2004, « Determinants of collateral », Conférence annuel de l'EFA Maastricht.
- John K., Lynch A. et Puri M., 2003, « Credit ratings, collateral and loan characteristics: implication for yield », *Journal of Business*, vol. 76, p. 371-407.
- Jones D., 2000, « Emerging problems with the Basel capital accord: regulatory capital arbitrage and related issues », *Journal of Banking and Finance*, vol. 24, p. 35-58.
- Kaplan S. et Minton B., 1994, « Appointments of outsiders to Japanese boards: determinants and implications for managers », *Journal of Financial Economics*, vol. 36, p. 225-258.
- Kaplan S. et Stromberg P., 2004, « Financial contracting meets the real world: an empirical study of venture capital contracts », *The Journal of Finance*, vol. 59, p. 2177-2210.
- Karceski J., Ongena S. et Smith D., 2005, « The impact of bank consolidation on commercial borrower welfare », *The Journal of Finance*, vol. 60, p. 2043-2082.
- Kim M., Kristiansen E. et Vale B., 2006, « What determines bank's market power? Akerlof or Herfindahl », Congrès annuel de l'EFA (European Finance Association) Zurich (Suisse).
- La Porta R., Lopez de Silanes F., Shleifer A. et Vishny R., 1997, « Legal determinant of external finance », *The Journal of Finance*, vol. 52, p. 1131-1150.
- La Porta R., Lopez de Silanes F., Shleifer A. et Vishny R., 1998, « Law and Finance », *Journal of Political Economy*, vol. 106, p. 1113-55.
- La Porta R., Lopez de Silanes F., Shleifer A. et Vishny R., 1999, « The quality of government », *Journal of Law, Economics and Organization*, vol. 15, p. 222-279.
- La Porta R., Lopez de Silanes F., Shleifer A. et Vishny R., 2000, « Investor protection and corporate governance », *Journal of Financial Economics*, vol. 58, p. 3-27.

- Lehman E. et Neuberger D., 2001, « Do lending relationships matter? Evidence from bank survey data in Germany », *Journal of Economic Behavior and Organization*, vol. 45, p. 339-359.
- Lehman E., Neuberger D. et Rathke S., 2004, « Lending to small and medium-sized firms: is there an east-west gap in Germany », *Small Business Economics*, vol. 23, p. 23-39.
- Lehman E., Weigand J., 2000, « Does the governed corporation perform better? Governance structures and corporate performance in Germany », *European Finance Review*, vol. 4, p. 157-195.
- Lerner J., 1995, « Venture capitalists and the oversight of private firms », *The Journal of Finance*, vol. 50, p. 301-318.
- Lescure M., 1996, « PME et croissance économique », *Economica*, Paris ?
- Liberti J. et Mian A., 2006, « Estimating the effect of hierarchies on information use », *Review of Financial Studies* à paraître.
- Lobez F. et Vilanova L., 2006, « Microéconomie bancaire », Presses Universitaires de France.
- Longofer S. et Santos J., 2000, « The importance of bank seniority for relationship lending », *Journal of Financial Intermediation*, vol. IX, p. 57-89.
- Lukas E., « The economic role of SMES in world economy, especially in Europe », *European Integration Studies*, Miskolc, vol. 4, p 3-12.
- Lummer S. et Mc Connell J., 1989, « Further evidence on the bank lending process and the capital market response to bank loan agreements », *Journal of Financial Economics*, vol. 25, p. 99-122.
- Machauer A. et Weber M., 1998, « Bank behaviour based on internal credit ratings of borrowers », *Journal of Banking and Finance*, vol. 22, p. 1355-1383.
- Mallet T. et Sen A., 2001, « Does local competition impact interest rates charged on small business loans? Empirical evidence from Canada », *Review of Industrial Organisation*, vol. 19, p. 437-452.
- Manove M., Padilla J. et Pagano M., 2001, « Collateral versus screening: a model of lazy banks », *Rand Journal of Economics*, vol. 32, p. 726-744.

- Maudos J. et Fernandez de Guevara J., 2004, « Factor explaining the interest margin in the banking sectors of the European union », *Journal of Banking and Finance*, vol. 28, p. 2259-2281.
- Mayers C., 1988, « New issues in corporate finance », *European Economic Review*, vol. 32, p. 1167-1189.
- Menkhoff L. et Suwanaporn L., 2007, « The rationale of bank lending in Pre-crisis Thailand », *Applied Economics Journal*, vol. 39, p. 1077-1089.
- Meza D. et Webb D., 1992, « Efficient credit rationing », *European Economic Review*, vol. 36, p. 1277-1290.
- Mian S. et Smith C., 1992, « Accounts receivable management policy: Theory and evidence », *The Journal of Finance*, vol. 47, p. 169-200.
- Miarka T., 1999, « The recent economic role of bank-firm relationships in Japan », working paper WZB Berlin.
- Mikkelson W. et Partch M., 1986, « Valuation effects of security offerings and the issuance process », *Journal of Economics*, vol. 15, p. 31-60.
- Milton M. et Thakor A., 1985, « Moral Hazard and information sharing: a model of financial information gathering agencies », *The Journal of Finance*, vol. 40, p. 1403-1421.
- Miwa Y. et Ramseyer J., 2005, « Trade credit, bank loans, and monitoring: Evidence from Japan », Working paper Université de Tokyo.
- Modigliani F. et Miller M., 1963, « Corporate income taxes and the cost of capital: A correction », *The American Economic Review*, vol. 53, p. 433-443.
- Modigliani F. et Perotti E., 2000, « Security markets versus bank finance: Legal enforcement and investor protection », *International Review of Finance*, vol. 1, p. 81-96.
- Morck R., Nakamura M. et Shivdasani A., 2000, « Banks, ownership structure, and firm value in Japan », *Journal of Business*, vol. 73, p. 539-567.
- Myers S. et Majluf N., 1984, « Corporate financing and investment decisions when firms have information that investor do not have », *Journal of Financial Economics*, vol. 13, p. 187-221.

- Nakamura L., 1994, « Small borrowers and the survival of the small bank: is mouse bank mighty or Mickey? », Federal Reserve Bank of Philadelphia Business Review, Novembre/Décembre, p. 3-15.
- Nakatani I., 1984, « The role of financial corporate grouping », chapitre dans « Economic analysis of the Japanese Firm », Aoki M., North Holland.
- Narayanaswamy C., Scrim D. et Shukla R., 2001, Financial distress and the stockholder-bondholder conflict: application of binomial pricing methodology, Journal of Applied Finance, p. 35-40.
- Ogura Y. et Uchida H., 2007, Bank consolidation and soft information acquisition in small business lending, REITI Discussion Paper n° 07-E-037.
- Ongena S. et Smith D., 2000, « What determines the number of bank relationships? Cross-country evidence », Journal of Financial Intermediation, vol. 9, p. 26-56.
- Ongena S. et Smtih D., 2001, « The duration of relationships », Journal of Financial Economics, vol.61, p. 449-475.
- Ongena S., Smith D. et Michaelsen D., 2003, « Firms and their distressed banks: lessons from the Norwegian banking crisis (1988-1991) », Journal of Financial Economics, vol. 67, p. 81-112.
- Ongena S., Tümer-Alkan G. et Westernhagen N., 2007, « Creditor concentration: an empirical investigation », working paper de l'université de Tilburg.
- Orgler Y., 1970, « A credit scoring model for commercial loans », Journal of Money, Credit and Banking, vol. II, p. 435-445.
- Park C., 2000, « Monitoring and structure of debt contracts », The Journal of Finance, vol. 55, p. 2157-2195.
- Peek J. et Rosengren E., 1998, « Bank consolidation and small business lending: it's not just bank size matters », Journal of Banking and Finance, vol. 22, p. 799-819.

- Peltoniemi J., 2004, « The value of relationship banking empirical evidence on small business financing in Finnish credit market », thèse de doctorat de l'université de Oulu, Finlande.
- Petersen M., 2004, « Information: Hard and Soft », Mineo, Kellogg School of Management, Northwestern University.
- Petersen M. et Rajan R., 1994, « The Benefits of Firm-Creditor Relationships: Evidence from Small Business Data », *The Journal of Finance*, vol.49, p. 3-37.
- Petersen M. et Rajan R., 1995, « The effect of credit market competition on lending relationships », *Quarterly Journal of Economics*, vol. 110, p. 407-443.
- Petersen M. et Rajan R., 1997, « Trade Credit: Theories and Evidence », *Review of Financial Studies*, vol. 10, p. 661-691.
- Petersen M. et Rajan R., 2002, « Does distance still matter? The information revolution in small business lending », *The Journal of Finance*, vol. 57, p. 2533-2570.
- Pinkowitz L. et Williamson R., 2001, « Bank power and cash holdings: evidence from Japan », *Review of Financial Studies*, vol. 14, p. 1059-1082.
- Pistor K. et Xu C., 2002, « Fiduciary duty in transitional civil law jurisdictions, lessons from the incomplete law theory », ECGI Working paper n°01/2002.
- Pozzolo A., 2004, « The role of guarantees in bank lending », working paper de la Banque d'Italie.
- Radner R., 1993, « The organization of decentralized information processing », *Econometrica*, vol. 61, p. 1109-1146.
- Rajan R. et Winton A., 1995, « Covenants and collateral as incentives to monitor », *The Journal of Finance*, vol. 50, p. 1113-1146.
- Rajan R. et Zingales L., 1998, « Which capitalism? Lessons from the East Asian crisis », *Journal of Applied Corporate Finance*, vol. 11, p. 40-49.
- Rajan R., 1992, « Insiders and outsiders: the choice between informed and arm's-length debt », *The Journal of Finance*, vol. 47, p. 1367-1400.

- Ramakrishnan S. et Thakor A., 1984, « Information reliability and a theory of financial intermediation », *Review of Economic Studies*, vol. 51, p. 415-432.
- Reppetto A., Rodriguez S. et Valdes R., 2002, « Bank lending and relationship banking: evidence from Chilean Firms », working paper de l'université du Chili.
- Rhoades S., 1995, « Market share inequality, the HHI, and other measures of the firm-composition of a market », *Review of Industrial Organisation*, p. 657-674.
- Ribon S. et Yosha O., 1999, « Financial liberalization and competition in banking: an empirical investigation », documents de travail de l'université de Tel Aviv n°99-23.
- Rosenstein J., 1998, « The board and strategy: venture capital and high technology », *Journal of Business Venturing*, vol. 3, p. 159-170.
- Sahlman W., 1990, « The structure and governance of venture capital organizations », *Journal of Financial Economics*, vol. 27, p. 473-521.
- Salop S., 1979, « Monopolistic competition with outside goods », *Bell Journal of Economics*, vol. 10, p. 141-156.
- Santos J. et Longhofer S., 2003, « The paradox of priority », *Financial Management*, vol. 32, p. 69-80.
- Sapienza P., 2002, « The effects of banking mergers on loan contracts », *The Journal of Finance*, vol. 57, p. 329-367.
- Schenone C., 2007, « Lending relationships and information rents: Do banks exploit their information advantages? », working paper de l'université de Virginia.
- Scott J., 2006, « Loan officer turnover and credit availability for small firms », *Journal of Small Business Management*, vol. 44, p. 544-562.
- Scott J. et Dunkelberg W., 2003, « Bank mergers and small firm financing », *Journal of Money, Credit and Banking*, vol. 35, p. 999-1017.
- Scott J. et Dunkelberg W., 2005, « Why do firms change banks? », working paper Fox school of business and management Temple University.

- Shaffer S., 1993, « A test of competition in Canadian banking », *Journal of Money, Credit and Banking*, vol. 25, p. 49-61.
- Sharpe E., 1963, « A simplified model for portfolio analysis », *Management Science*, vol. 9, p. 277-293.
- Sharpe S. et Nguyen H., 1995, « Capital market imperfection and the incentive to lease », *Journal of Financial Economics*, vol. 39, p. 271-294.
- Sharpe S., 1990, « Asymmetric information, bank lending and implicit contracts: a stylised model of customer relationship », *The Journal of Finance*, vol. 45, p. 1069-1087.
- Slovin M., Johnson S. et Glascock J., 1992, « Firm size and the information content of bank loan announcements », *Journal of Banking and Finance*, vol. 16, p. 35-49.
- Slovin M., Sushka M. et Polonchek J., 1993, « The value of bank durability: borrowers as bank stakeholders' », *The Journal of Finance*, vol. 48, p. 289-302.
- Smith C. et Wakeman L., 1985, « Determinants of corporate leasing policy », *The Journal of Finance*, vol. 11, p. 895-908.
- Smith C. et Warner J., 1979, « On financial contracting: an analysis of bond covenants », *Journal of Financial Economics*, vol. 7, p. 117-162.
- Sohn W., 2002, « Banking relationships and conflicts of interest: market reactions to lending decisions by Korean banks », working paper New York Columbia University.
- Sridhar S. et Magee R., 1996, « Financial contracts, opportunism and disclosure management », *Review of Accounting Studies*, vol. 1, p. 225-258.
- Lobez F. et Statnik J., 2007, « La complémentarité entre la dette bancaire et la dette obligataire : une interprétation en termes de signaux », *Finance*, à paraître.
- Stein J., 2002, « Information production and capital allocation: decentralized versus hierarchical firms », *The Journal of Finance*, vol. 57, p. 1891-1921.
- Stiglitz J. et Weiss A., 1981, « Credit rationing in markets with imperfect information », *American Economic Review*, vol. 71, p. 393-410.



- Strahan P. et Weston J., 1996, « Small business lending and bank consolidation; is there cause for concern? », Federal Reserve Bank of New York Current Issues in Economics and Finance 2, p.1-6.
- Strahan P. et Weston J., 1998, « Small business lending and changing structure in bank industry », Journal of Banking and Finance, vol. 22, p. 821-845.
- Streb J., Bolzico J., Druck P., A. Henke, J. Rutman et Escudero W., 2003, « The effect of bank relationships on credit for firms in Argentina », Chapitre dans « Credit constraints and investment in Latin America », Inter-American Development Bank publications, Washington D.C.
- Sussman O. et Zeira J., 1995, « Banking and development », CEPR, Londres.
- Townsend R., 1979, « Optimal contracts and competitive markets with costly state verification », Journal of Economic Theory, vol. 21, p. 265-293.
- Uchida H., Udell F. et Watanabe W., 2006, « Are trade creditors relationship lending? », RIETI Discussion paper.
- Uchida H., Udell G. et Watanabe W., 2007, « Bank size and lending relationships in Japan », NBER Working Paper N°13005.
- Uchida H., Udell G. et Yamori N., 2006, « Loan officers and relationship lending », RIETI discussion paper N°06-E-029.
- Uzzi B., 1999, « Embedded ness in the making of financial capital: How social relations and networks benefit firms seeking financing », American Sociological Review, vol. 64, p. 481-505.
- Vilanova L., 1999, « La décision de prêt bancaire comme signal imparfait sur l'emprunteur : aspects théoriques et applications au cas de soutien abusif », Thèse de Doctorat de Sciences de Gestion, IAE Aix-en-Provence, France.
- Von Thadden E., 1995, « Long-term contracts, short-term investments and monitoring », Review of Economic Studies, vol. 62, p. 557-575.
- Von Thadden E., 2004, « Asymmetric information, bank lending and implicit contracts: the winner's curse », Finance Research Letters, vol.1, p. 11-23.
- Wagster J., 1999, « The Basel Accord of 1988 and the international credit crunch of 1989-1992 », Journal of Financial Services Research, vol. 15, p. 123-143.

- Weill L. et Blazy R., 2005, « Why do bank ask for collateral? », XXII Symposium on Banking and Monetary Economics, Strasbourg.
- Weinstein D. et Yafeh Y., 1998, « On the costs of a bank centered financial system: evidence from the changing main bank relations in Japan », *The Journal of Finance*, vol. 53, p. 635-672.
- Williamson O., 1988, « Corporate finance and corporate governance », *The Journal of Finance*, vol. 43, p 567-591.
- Williamson O., 1985, « The economic Institutions of capitalism », Edition Free Press, New York.
- Wilner B., 2000, « The Exploitation of relationships in financial distress: The case of trade credit », *The Journal of Finance*, vol. 55, p. 153-178.
- Yosha O., 1995, « Information disclosure costs and the choice of financing source », *Journal of Financial Intermediation*, vol. IV, p. 3-20.
- Zarutskie R., 2003, « Does bank competition affect how much firms can borrow? New evidence from the US », 39<sup>th</sup> annual conference on bank structure and competition, Chicago 2003.
- Ziane Y., 2003, « Number of bank and credit relationships empirical results from French small business data », *European Review of Economics and Finance*, vol. 2, p. 32-48.
- Ziane Y., 2004, « Structure financière, relations bancaires et financement interentreprises des PME françaises », Thèse de Doctorat de Sciences de Gestion, Université Paris X- Nanterre, France.



# **Annexes**



**Annexe 1 Chapitre 1**  
**Statistiques de codage de la variable DECENT**

Le tableau ci-contre reprend le détail du codage de la variable DECENT représentative de l'organisation de la banque enregistrée comme banque principale pour les entreprises de l'échantillon.

<b>Type de banque</b>	<b>Nombre de couples identifiés</b>	<b>Pourcentage de l'échantillon</b>	<b>Codage de DECENT</b>	<b>Nombre de couples identifiés</b>	<b>Pourcentage de l'échantillon</b>
Mutualiste	1896	35	1	3365	62
Régionale	1469	27			
Grande	1534	28			
Nationale	271	5	0	2034	38
Etrangère	229	4			
<i>Total</i>	5399	100		5399	100

### Annexe 1 Chapitre 3

#### Statistiques de codage de la variable DISPO

Le tableau ci-contre reprend le détail du codage de la variable DISPO représentative, dans notre étude, de la propension de la banque teste à prêter aux entreprises de l'échantillon. La première colonne reprend l'énoncé des Orientations Commerciales attribuées. La seconde dénombre les clients concernés par ces derniers. La troisième traduit ces quantités en pourcentage. La quatrième reprend la règle de codage de DISPO, 1 dans les cas où l'orientation commerciale est « Augmenter » ou « Accompagner », donc quand l'entreprise n'est pas rationnée, 0 dans les autres cas « Stabiliser », « Réduire » et « Se retirer ». La cinquième donne le décompte des entreprises concernées et la sixième ramène cette valeur en pourcentage.

<b>Orientations Commerciales</b>	<b>Nombre d'entreprises</b>	<b>Pourcentage de l'échantillon</b>	<b>Codage de DISPO</b>	<b>Nombre d'entreprises</b>	<b>Pourcentage de l'échantillon</b>
Augmenter	17	8,5	1	133	66,5
Accompagner	116	58			
Stabiliser	57	28,5	0	167	33,5
Réduire	6	3			
Se retirer	3	1,5			
<i>Total</i>	200	100		200	100

## Annexe 2 Chapitre 3

## Test d'endogénéité de Hausman réalisé sur la base de la variable GAR

Dans un premier temps, nous régressons par les MCO la variable posant potentiellement un problème d'endogénéité, GAR, sur l'ensemble des variables exogène de manière à en extraire à la fois une prédiction et son résidu. Ces derniers sont alors réinjectés dans l'équation de la variable PRIME pour être régressés à leurs tours. Si le résidu de GAR est significativement différent de 0, les deux variables endogènes apparaissent alors comme liées par le terme d'erreurs. Les MCO sont biaisés et donc non pertinent l'estimation du modèle.

$$\text{PRIME} = \alpha + \beta \text{RISQ} + \lambda \text{TAILLE} + \delta \text{AGE} + \mu \text{BP} + \gamma \text{DUR} + \varphi \text{INT} + \zeta \text{PrédGAR} + \vartheta \text{RésGAR} + \varepsilon$$

		PRIME
RISQ	Coef	0,660**
	t-Stat	(0,930)
ln (TAILLE)	Coef	- 0,170
	t-Stat	(- 2,431)
ln (AGE)	Coef	- 0,188***
	t-Stat	(- 2,688)
BP	Coef	- 0,830
	t-Stat	(- 1,165)
ln (DUR)	Coef	- 0,850
	t-Stat	(- 1,195)
ln (INT)	Coef	0,078
	t-Stat	(1,099)
Préd GAR	Coef	0,236***
	t-Stat	(3,424)
Rés GAR	Coef	<b>0,150**</b>
	t-Stat	<b>(2,139)</b>
Fisher		8,387
R2 Ajusté		0,069

Les astérisques portés en vis à vis des coefficients correspondent aux seuils de significativité des tests statistiques de Student respectivement: \*\*\* 99%, \*\* 95% et \* 90%.



### Annexe 3 Chapitre 3

#### Statistiques de codage de la variable RISQ

Le tableau ci-contre reprend le détail du codage de la variable RISQ représentative, dans notre étude, du risque de crédit des entreprises de l'échantillon tel qu'il apparaît dans le système d'information de la banque au terme du retraitement d'informations principalement comptables. La première colonne reprend l'énoncé des différentes classes de notation interne produites. La seconde dénombre les observations correspondantes. La troisième les exprime en pourcentage de l'échantillon. La quatrième présente le codage primaire de la variable et la cinquième le codage définitif. Elle prend la valeur de 1 pour les entreprises risquées, celles dont la note interne est « CREA », « SENS » et « PREO », 0 pour les autres « BR » et « RM ». Les colonnes six et sept nous donne la répartition de l'échantillon relativement à ces deux items respectivement en unité et en pourcentage.

<i>Classe de notation interne</i>	<i>Effectifs</i>	<i>Fréq.</i>	<i>Codage Primaire</i>	<i>Codage RISQ</i>	<i>Effectifs</i>	<i>Fréq.</i>
BR, Bon risque	34	17	1	0	172	86
RM, Risque Moyen	138	69	2			
CREA, Création	8	4	3	1	28	14
SENS, Risque Sensible	13	6,5	3			
PREO, Situation Préoccupante	7	3,5	4			
<i>Total</i>	200	100			200	100

### Annexe 4 Chapitre 3

#### Statistiques de codage de la variable DIFSCOR

Le tableau ci-contre reprend le détail du codage de la variable DIFSCOR représentative de l'avantage informationnel dont dispose notre banque. Elle est bâtie sur la base de la comparaison entre l'évaluation que cette dernière a du risque crédit de son client et celle diffusée publiquement par la Banque de France. Pour cela, ces deux éléments ont bien sûr dû être normés de manière à pallier à leur différence d'intitulé. La première colonne reprend la notation interne développée. La seconde énonce le nombre et la part des entreprises de l'échantillon appartenant à telle ou telle catégorie. La troisième et la quatrième sont constituées des mêmes éléments mais pour la cote de crédit Banque de France. La cinquième et sixième présentent également ces dimensions mais cette fois pour la variable DIFSCOR elle-même qui prend la valeur de 1 quand la banque a une évaluation différente de celle de la banque de France, 0 dans les cas où elles parviendraient à un consensus.

<i>Notation Interne</i>	<i>Effectifs Fréquences</i>	<i>Cote de crédit Banque de France</i>	<i>Effectifs Fréquences</i>	<i>DIFSCOR</i>	<i>Effectifs Fréquences</i>
BR, Bon Risque	34 17%	3, forte	75 50%	1, avantage info	89 60%
RM, Risque Moyen	138 69%	4, acceptable	42 28%		
CREA, Création	8 4%	5, faible	14 9%		
SENS, Risque Sensible	13 6,5%	6, très faible	1 0%	0, absence d'avantage	60 40%
PREO, Situation Préoccupante	7 3,5%	7, nécessite une attention particulière	0 0%		
		0, pas assez d'information	17 11%		
Total	200		149		149



## **Tables**



# Liste des tableaux

## Chapitre Introductif

Tableau 1 : Synthèse des études d'événement mettant en évidence la réaction du marché face à une annonce portant sur l'existence d'un financement relationnel bancaire	45
Tableau 2 : Récapitulatif des études du liens relation de clientèle/rationnement du crédit	50
Tableau 3 : Récapitulatif des études du liens relation de clientèle/coût du crédit	55
Tableau 4 : Récapitulatif des études du liens relation de clientèle/usage de garanties	61

## Chapitre 1

Tableau 1 : Distribution des entreprises de l'échantillon par industrie	114
Tableau 2 : Définition des variables	123
Tableau 3 : Caractéristiques de l'échantillon	125
Tableau 4 : Analyse bi-variée liant la taille et l'âge avec les différents ratios	127
Tableau 5 : Etude bi-variée de la nature de la banque et des ratios et facteurs d'opacité	131
Tableau 6 : Recours au crédit fournisseur pour le financement à court terme	133
Tableau 7 : Recours au crédit fournisseur pour le financement à court terme	137

Tableau 8 : Recours à la dette auprès de l'Etat pour le financement à court terme	140
Tableau 9 : Recours au crédit-bail dans le financement à moyen long terme	145
Tableau 10 : Recours au crédit-bail dans le financement à moyen long terme	148

## Chapitre 2

Tableau 1 : Décomposition sectorielle de l'échantillon	164
Tableau 2 : Caractéristiques des banques de l'échantillon	167
Tableau 3 : Statistiques descriptives	172
Tableau 4 : Taille de la banque principale	174
Tableau 5 : Analyse bi-variée banque centralisée/décentralisée	176
Tableau 6 : Analyse Logit du choix de banque principale	178
Tableau 7 : Personnel utilisé pour l'attribution de crédit	181

## Chapitre 3

Tableau 1 : Récapitulatif des hypothèses et de signes des coefficients	197
Tableau 2 : Statistiques de présentation de l'échantillon	200
Tableau 3 : Statistiques descriptives des variables	211
Tableau 4 : Etudes bi-variées	213
Tableau 5 : Modélisation Logit de la disponibilité des fonds pour l'entreprise	215
Tableau 6 : Modélisation du couple taux/garanties	223
Tableau 7 : Avantage informationnel et disponibilité des fonds	229
Tableau 8 : Couple taux/garantie et avantage informationnel	233
Tableau 9 : Disponibilité du crédit et nature de la garantie	238
Tableau 10 : Taux/garantie et nature de la garantie	242

# Liste des figures

## **Chapitre Introductif**

Figure 1 : Bénéfices du financement relationnel 27

Figure 2 : Apports de la confidentialité de la relation bancaire 27

## **Chapitre 1**

Figure 1 : Diagramme de la politique d'utilisation du crédit-bail sur l'échantillon 144



# Table des matières

<b>Introduction Générale</b>	<b>3</b>
<b>Chapitre Introductif : Le financement relationnel bancaire dans la littérature</b>	<b>15</b>
Section 1 : Définition et avantages du financement relationnel bancaire	22
I/ Le financement relationnel bancaire : vers une définition	23
II/ Avantage du financement relationnel bancaire	27
A/ La confidentialité des échanges	27
B/ La flexibilité des contrats formels mise en place	29
C/ Un contrôle renforcé du débiteur	31
D/ L'acquisition d'une réputation de qualité au travers la certification bancaire	33
Section 2 : Les conditions de financement des PME et relations bancaires	36
I/ Opacité et difficultés de financement	36
II/ Bénéfices de la relation de clientèles banques entreprises	40
A/ Les études d'événements	41
B/ Les études sur données de contrat	46
1/ Disponibilité du crédit	48
2/ Coût du crédit	52
3/ Demande de garantie	59

Section 3 : Les déterminants de l'offre et de la demande de financement relationnel bancaire	64
I/ Confidentialité et équilibres d'investissement sous optimaux issus du financement relationnel	65
A/ Confidentialité et comportement opportuniste de la banque ( <i>The Hold-up problem</i> )	65
B/ Confidentialité et comportement opportuniste de l'entreprise ( <i>The soft budgeting constraint problem</i> )	74
II/ Distance interne et distance externe	79
A/ Organisation de la banque et mise en place de financement relationnel	79
B/ Eloignement du client et mise en place d'un financement relationnel bancaire	84
III/ Les facteurs institutionnels	87
A/ Incitations à contrôler le débiteur	88
B/ Les restructurations bancaires et les règles prudentielles	91
1/ Les restructurations bancaires	91
2/ Fragilité bancaire et évolution des règles prudentielles	94
Conclusion	99
<b>Chapitre 1 : Financement relationnel bancaire et rationnement du crédit</b>	<b>103</b>
Section 1 : Littérature	107
Section 2 : Données et tests	113
I/ L'échantillon	113
II/ Modélisation empirique	115
A/ Les variables expliquées	115
1/ Crédit Fournisseur	115
2/ Dettes fiscales et sociales	116
3/ Crédit-bail	116
B/ Les variables explicatives	117
1/ Opacité	117
2/ Substitution au crédit bancaire	119

3/ Banque principale	120
4/ Variables de contrôles	121
Section 3 : Résultats	125
I/ Opacité et structure de financement	125
II/ Banque principale et rationnement du crédit	130
A/ Le recours au crédit fournisseur	132
B/ Le crédit auprès de l'Etat	139
C/ Le recours au crédit-bail	143
Conclusion	150
<b>Chapitre 2 : Choix de la banque principale de la PME, la capacité à fournir un financement relationnel compte t-elle ?</b>	<b>153</b>
Section 1 : Littérature	158
Section 2 : Données et tests	162
I/ L'échantillon	162
II/ Modèle empirique :	165
A/ Les variables expliquées	165
B/ Les variables explicatives	170
Section 3 : Résultats	173
A/ Les déterminants de la taille de la banque principale	173
B/ Les déterminants de la probabilité de choisir une banque principale décentralisée	176
C/ Les déterminants du ratio PERS/TA	179
Conclusion	182
<b>Chapitre 3 : Financement relationnel bancaire et conditions de financement de la PME : une étude sur données de contrats</b>	<b>185</b>
Section 1 : Revue de la littérature	190
Section 2 : Hypothèses et tests	195
Section 3 : Présentation des données	199
I/ L'échantillon	199
II/ Les variables expliquées	201
III/ Les variables explicatives	202

Section 4 : Résultats et commentaires	212
I/ Relations bancaires et conditions de financement	212
La disponibilité du crédit	212
Le couple taux/garanties	220
II/ Avantage informationnel et conditions de financement	228
La disponibilité du crédit	228
Le couple taux/garanties	232
III/ Différence de nature de la garantie conséquences en terme de financement	237
La disponibilité du crédit	237
Le couple taux/garanties	240
Conclusion	244
<b>Conclusion Générale</b>	<b>247</b>
<b>Bibliographie</b>	<b>257</b>
<b>Annexes</b>	<b>283</b>
Annexe 1 Chapitre 1	285
Annexe 1 Chapitre 3	286
Annexe 2 Chapitre 3	287
Annexe 3 Chapitre 3	288
Annexe 4 Chapitre 3	289

---

## Conditions de Financement de la PME et Relations Bancaires

---

### Résumé

L'étude des effets de la mise en place d'un financement relationnel bancaire sur les conditions de financement de la PME est l'objet principal de cette thèse. Il s'agit de mettre en évidence la manière dont un accord implicite de collaboration sur le long terme mitige les problèmes d'asymétries d'information caractéristiques de ces structures. On peut inférer de ce travail plusieurs contributions dans le domaine de la politique financière de la PME et de la tarification bancaire. Les entreprises ayant pour banque principale une entité décentralisée, donc à l'organisation favorable à la fourniture de financement relationnel, utilisent de manière moins importante le crédit fournisseur, la dette fiscale et sociale et le crédit-bail. Il apparaît qu'elles obtiennent plus facilement du crédit. Une étude de leur choix de banque principale montre l'intériorisation du phénomène. Les PME s'orientent ainsi soit vers une banque centralisée, si elles peuvent produire une information standard suffisante et crédible, soit, si elles en sont incapables, vers une banque décentralisée de manière bénéficiant d'un financement relationnel. Les entreprises n'étant pas parvenues à établir de lien avec une banque correspondant au type d'information qu'elles sont susceptibles de produire subissent une contrainte financière plus importante. Dans le cadre d'un financement relationnel, la banque peut réduire les difficultés informationnelles en mettant en place un équilibre séparant taux/garanties afin de distinguer les porteurs de projet de qualité. L'échange d'informations durant la relation réduit les possibilités de détournement de valeur des actifs offerts en garantie. Les porteurs de projets peu risqués peuvent ainsi de manière crédible conférer plus de garanties afin d'obtenir un taux inférieur. Ceci réduit les situations de rationnement du crédit.

---

## Small Business Financing and Bank Lending Relationship

---

### Abstract

This research is concerned with how bank lending relationship affects small and medium-sized enterprise financing. We particularly focus on the effect of this contractual feature on their specific asymmetric information problems. We contribute in several ways to the fields of corporate finance and financial intermediation. First, we find evidence that firms which work with more likely to provide lending relationship banks, decentralized ones, use less trade credit, social and fiscal debt and leasing. They appear to access more easily to bank credit. Second, we note that small and medium-sized enterprises choose their main bank for their ability to deal with the kind of information they can provide. Firms with hard information prefer to borrow to centralized banks and firms with soft information prefer to borrow to decentralized ones. Those which can't work with a bank of good type are more credit constrained. Third, we show that bank lending relationship improve collateral efficiency in credit contracts. It allows banks to offer separating equilibrium based on two dimension contracts: interest rate and collateral level. The information transfer during the relationship prevents agency costs associated with collateral. So good project holders can credibly signal themselves giving more collateral to obtain lower interest rate. By doing this, banks limit credit rationing in this context.

---

### Sciences de Gestion - Finance

---

**Mots clés:** PME, Banque, Organisation bancaire, Conditions de financement, Taux, Garantie, Rationnement du crédit.

*Ecole doctorale n°74, Université de Lille 2 droit e t santé. BP 629, 59024 Lille cedex.*