

Mémoire de recherche : Institut d'Etudes Politiques de Strasbourg, Master II « Finance
d'entreprise et pratique des marchés financiers »

LES CHOIX DE FINANCEMENT DES ENTREPRISES POLONAISES COTEES

Sous la direction de Messieurs Christophe GODLEWSKI et Laurent WEILL

Avant toute chose, je tiens à remercier les personnes, qui m'ont soutenu et conseillé lors de la rédaction de ce mémoire de recherche. Ainsi, je souhaite remercier mes deux tuteurs, Messieurs Laurent WEILL et Christophe GODLEWSKI pour leur aide, leurs conseils et leur disponibilité tout au long de ce travail. Ensuite, pour avoir pris le temps de répondre à mes questions et pour m'avoir apporté leurs connaissances sur la situation économique et financière de la Pologne actuelle, je tiens également à remercier Monsieur Stéphane HILD, Directeur général de la Société Générale en Pologne, ainsi que son collaborateur, Monsieur Tomasz WIRTH.

SOMMAIRE

I.	INTRODUCTION.....	5
II.	LES MARCHES DE CAPITAUX EN POLOGNE.....	11
A.	La réouverture du Warsaw Stock Exchange et le développement des marchés actions.....	12
1.	La réouverture de la bourse polonaise.....	12
2.	L'expansion du WSE.....	13
3.	Le WSE aujourd'hui.....	14
B.	La transformation du secteur bancaire.....	18
1.	Le secteur bancaire durant la transition économique.....	19
2.	L'implantation des banques étrangères en Pologne.....	20
3.	L'importance du financement par crédit bancaire en Pologne.....	22
4.	Quelques données sur le marché obligataire.....	24
C.	Conclusion.....	25
III.	LES THEORIES DE CHOIX DE STRUCTURE FINANCIERE.....	28
A.	Propositions 1 et 2 de Modigliani-Miller.....	28
1.	Structure financière et marchés parfaits.....	28
2.	La structure financière en présence d'impôts.....	31
B.	Développements ultérieurs des théories de choix de structure financière.....	32
1.	La théorie du compromis.....	32
2.	Théorie de l'agence et endettement des entreprises.....	36
3.	La théorie du financement hiérarchique.....	39

IV. LES DETERMINANTS DU LEVIER : UNE COMPARAISON ENTRE ECONOMIES DEVELOPPEES ET ANCIENNES ECONOMIES COMMUNISTES.....	46
A. Les déterminants macroéconomiques et institutionnels de l'endettement des entreprises.....	47
1. Débat autour de la définition du levier.....	47
2. Résultats des études sur les économies développées.....	47
3. Résultats des études sur les pays en développement et en transition.....	50
B. Les déterminants microéconomiques.....	51
1. Les variables retenues.....	52
2. Les résultats obtenues.....	57
3. Conclusion.....	64
V. LES DETERMINANTS DU LEVIER DES ENTREPRISES POLONAISES COTEES : 2000-2008.....	66
A. Données, méthodologies et description des variables.....	66
1. Les variables expliquées.....	67
2. Les variables explicatives.....	67
B. Résultats et commentaires.....	69
1. Aspect descriptif.....	69
2. Etude économétrique.....	71
VI. CONCLUSION.....	76
VII. BIBLIOGRAPHIE.....	79

I. INTRODUCTION

En 1989, la Pologne est l'un des tous premiers pays à s'émanciper du bloc communiste. Depuis près de dix ans, un vaste mouvement de contestation sociale traversait le pays pour réclamer la chute du Parti communiste. Installé peu de temps après la fin de la Seconde Guerre mondiale, ce système n'a pas permis à la Pologne de profiter de la forte croissance mondiale. Au contraire, au moment de son effondrement, le pays présentait de nombreux retards par rapport aux économies développées. Il était alors touché par une crise économique sévère, malgré les efforts des dirigeants pour libéraliser l'économie.

C'est à cette période, que la Pologne décide de changer totalement son système économique pour se rapprocher du système capitaliste. D'une manière générale, pour tous les pays de cette zone géographique, on a assisté dans les années 1990 à une période de transition économique. Le passage d'une économie centralement planifiée à une économie de marché supposait en effet de vastes réformes. Dans les économies communistes, la planification centrale jouait un rôle prépondérant : les dirigeants déterminaient le niveau de production de chaque bien, guidaient l'allocation des ressources en fonction des priorités établies et établissaient les prix pour répondre aux objectifs politiques. La production était largement subventionnée et ne laissait pas de place aux forces du marché.

En Pologne, la réforme économique a débuté en janvier 1990 avec le lancement du plan « Balcerowicz ». Il s'agissait tout d'abord de libéraliser les prix, le commerce intérieur et le commerce extérieur pour sortir d'un système où l'Etat contrôlait toute la sphère économique. Pour mettre en place une économie de marché, ce plan se basait sur quatre priorités : ouvrir une bourse de valeur, réformer le système fiscal, adopter une loi sur les faillites et privatiser les entreprises en propriété d'Etat. Leszek Balcerowicz est considéré comme le père des réformes économiques, qui ont permis la mise en place d'une économie de marché en Pologne. Son plan cherchait à atteindre un système capitaliste occidental le plus rapidement possible tout en menant une politique de stabilisation économique. Dans les toutes premières années de la transition, la Diète polonaise a adopté la plupart des lois que nécessite une économie capitaliste : code de commerce, loi sur les sociétés et sur la faillite, loi anti-monopole, indépendance de la banque centrale, etc.

Ministre des finances du premier gouvernement non communiste, Leszek Balcerowicz prend rapidement des mesures d'austérité pour maîtriser l'hyperinflation qui ravage alors l'économie polonaise. Il obtient l'aide du Fond monétaire international et de la Banque mondiale pour mettre en place sa « thérapie de choc ». C'est ainsi qu'il choisit notamment, d'augmenter les taux d'intérêt et de réduire sensiblement les subventions accordées par l'Etat aux entreprises.

Si la conséquence à court terme de cette politique est l'aggravation de la récession économique et l'apparition d'un chômage de masse, elle porte rapidement ses fruits. En 1997, l'inflation est stabilisée et la Pologne connaît une période de forte croissance économique. Le PIB augmente de plus de 35 % entre 1992 et 1995, ce qui est la plus forte croissance observée dans les pays en transition (Slay, 2000). Ces bons résultats s'expliquent principalement par l'investissement et les exportations, la consommation augmentant plus doucement. La forte croissance polonaise, dans la deuxième moitié des années 1990 s'explique aussi par l'expansion du secteur privé et par les larges flux d'IDE (Investissements Directs à l'Etranger) vers la Pologne.

Dans ce contexte, la Pologne a aussi mené un vaste programme de privatisation. La vague de privatisation débute en 1993. Elle n'a pas été aussi importante que dans d'autres économies en transition. On note une particularité polonaise dans la méthode utilisée : 20 % du capital social était réservé aux employés de l'entreprise. Andreff relève encore que 25 % du capital, lors des privatisations, restait aux mains de l'Etat. Ainsi, de nombreux conseils d'administration d'entreprises privatisées restaient contrôlés par l'Etat, via les représentants du Trésor, qui y siégeaient. Alors qu'en République tchèque, la privatisation est quasiment achevée en 1996, la Pologne n'a privatisé en 1997 que 2500 entreprises en propriété d'Etat. C'est moins de 30 % du total des entreprises à privatiser suite au changement de régime. Le programme de privatisation ne prend réellement d'importance qu'en 1995, lorsque les titres de propriétés de 514 entreprises en propriété d'Etat furent alloués à des fonds nationaux d'investissement. Cette vague de privatisation a largement contribué à l'approfondissement du système financier polonais et permis la restructuration de très nombreuses entreprises, ce qui était une condition indispensable à leur compétitivité sur le marché commun de l'Union européenne.

A côté de la privatisation de ses entreprises, la Pologne a encore dû mener une restructuration macroéconomique de son tissu productif. Il s'agissait principalement de liquider les entreprises les moins performantes et d'instaurer un environnement concurrentiel entre les sociétés. Les différents gouvernements communistes polonais, et plus généralement ceux des anciens pays du bloc soviétique privilégiaient le développement massif de l'industrie lourde. Les autres secteurs économiques, exception faite de l'agriculture, passaient au second plan. C'est ainsi, que le secteur des biens de consommation était largement négligé dans ces pays. A titre d'illustration, on peut citer les chiffres suivants : en 1989, en Pologne, l'agriculture représentait 13 % de la production, contre 5 % dans les pays de l'Union européenne, l'industrie 52 %, contre 33 % et les services 35 % en Pologne, contre 62 % dans les pays de l'UE (Andreff, 2007). L'agriculture, malgré son poids important dans la production nationale était peu productive. Pour s'adapter aux économies développées de l'Union européenne et surtout pour arriver à être concurrentiels, les Polonais ont dû rapidement transformer la structure de leur économie. En 2001, la restructuration sectorielle est achevée et l'économie polonaise se répartit entre les différents secteurs de manière très semblable à ce qu'on observe dans les autres pays de l'Union européenne. L'agriculture ne pèse plus que 5 % du PIB (3 % dans l'UE), l'industrie 29 % (contre 30 %) et les services 66 % (contre 67 %). Pour permettre cet ajustement, les économistes ont mis en avant le fort développement des petites entreprises privées récemment créées pour satisfaire aux nouveaux besoins de l'économie polonaise. L'apparition de ces acteurs fut l'un des succès de la transition économique polonaise. Les micro-entreprises polonaises ont créé 650 000 emplois entre 1993 et 1998 (Andreff, 2007). Leur productivité, dans l'industrie, est largement supérieure à celle qu'on observe dans les grandes entreprises polonaises. De même, elles sont généralement très innovatrices.

Dans le cadre de ce mémoire, nous nous intéressons plus particulièrement à la période allant de l'année 2000 à l'année 2008. Nous allons donc rapidement voir quelle a été l'évolution économique du pays sur cette période. Depuis 2000, la croissance réelle du PIB polonais a toujours été positive et relativement soutenue avec un taux moyen de 4,17 % (d'après les chiffres du *Transition Report 2009*). La croissance polonaise a été largement supérieure à celle des autres pays en transition. En 2009, alors que l'économie mondiale se contractait, la Pologne parvenait à maintenir un taux de croissance positif, à 1,1 %. A l'inverse l'inflation a très largement diminué puisqu'elle est passée de 10,1 % en 2000 à 4,2 % en 2008. On remarque même qu'entre 2002 et 2007, le taux annuel moyen d'inflation ne dépassait pas les 2 %. Le taux de chômage, quant à lui, a bien diminué, mais reste à un niveau élevé. En juillet

2009, il atteignait 8,2 %, alors qu'il dépassait 19 % en 2003. La situation macroéconomique de la Pologne s'est donc largement améliorée au cours de la décennie passée.

Avec le changement de système économique, la question du financement des entreprises privatisées et des nouvelles entreprises s'est rapidement posée. Sous le communisme, les modes de financement des entreprises différaient beaucoup de ce qu'on peut observer dans les économies développées. Kornai, lorsqu'il travaillait sur les entreprises des pays communistes écrivait que la contrainte budgétaire qui pesait sur ces entreprises était « lâche ». Cela signifie qu'une entreprise dans une économie centralement planifiée ne doit pas se soucier de la couverture de ses dépenses par ses recettes. Sa survie n'est pas menacée par sa performance. Si une telle entreprise fait des pertes, elle reçoit des subventions d'Etat. Cet auteur présente souvent le changement de système comme un durcissement de la contrainte budgétaire qui pèse sur les entreprises. En effet, dans un système où règne la libre concurrence entre les entreprises, une telle pratique est interdite. La survie des entreprises et leur financement dépendent désormais de leur performance et de leur capacité à maîtriser leurs coûts.

Ben Slay tentait, en 2000, de dresser un bilan des dix premières années de la transition économique en Pologne. En concluant son article, il écrivait que l'économie polonaise n'est plus une économie en transition. Selon lui, elle est désormais une économie de taille moyenne, qui a plus de traits communs avec l'Italie ou l'Espagne, qu'avec la Russie et la Chine. La transition se serait donc achevée à la fin des années 1990. C'est l'une des raisons, qui nous ont amenées à commencer notre étude en 2000. L'objet de ce mémoire est donc de s'intéresser au financement des entreprises polonaises cotées. A la suite de plusieurs études, que nous résumerons ultérieurement, nous avons voulu centrer notre analyse empirique sur les déterminants du levier des entreprises polonaises cotées. La question a déjà été traitée, mais aucune étude, à notre connaissance, ne s'intéresse à la période qui suit celle de la transition. Au contraire, la période étudiée se termine généralement au début des années 2000. La période que nous avons choisi d'étudier va donc de l'année 2000 à l'année 2008. L'un des intérêts étant de voir ce qui a changé dans les déterminants du levier.

Dans les économies de marché, le financement des entreprises passe principalement par deux canaux : un financement en fonds propres tout d'abord, via l'émission d'actions (qui peuvent être cotées pour les plus grandes entreprises) et l'utilisation des réserves puis un financement

par crédit bancaire ou obligataire. Comme nous l'avons déjà précisé, l'une des priorités du plan Balcerowicz était de rouvrir la bourse de Varsovie pour permettre aux plus grandes entreprises polonaises d'obtenir davantage de financements en fonds propres. Nous analyserons plus en détails l'évolution des marchés financiers polonais depuis leur émergence, jusqu'à la période actuelle. A côté de cela, afin de permettre le deuxième type de financement, toutes les économies en transition ont voulu rapidement instituer un nouveau système bancaire. Durant la période communiste, ces pays étaient dotés d'un système mono bancaire administré par l'Etat pour répondre aux différents besoins de financement. Ce système n'était pas efficient et ne pouvait pas répondre aux besoins d'une économie capitaliste. La question de la réforme du système bancaire s'est posée différemment selon les pays concernés. Nous nous pencherons davantage sur ces questions dans les premiers développements de ce travail.

Dans un second temps, nous nous consacrerons aux questions de choix de structure financière. Ce sera l'occasion de rappeler comment la théorie financière explique l'endettement ou le financement en fond propre des entreprises. Après avoir rappelé les propositions de Modigliani-Miller, qui sont à la base des recherches ultérieures, nous nous intéresserons aux trois principales théories de choix de financement : la théorie du compromis ou théorie de l'arbitrage (*Trade-off Theory*), prolongée ensuite par la théorie de l'agence et enfin la théorie du financement hiérarchique (*Pecking-order Theory*). Ces théories ne sont pas entièrement vérifiées dans la réalité, elles ont pour objet de modéliser le comportement financier des entreprises.

Dans une partie suivante, nous nous pencherons sur les études empiriques, qui ont été menées sur les déterminants du levier des entreprises. On parle de levier dans la littérature financière pour qualifier le niveau d'endettement des entreprises. Dans un article célèbre de 1995, deux auteurs, Rajan et Zingales, ont étudié les facteurs influençant l'endettement des entreprises dans les pays du G7. Ils se sont d'une part intéressés à la manière dont l'environnement économique et juridique d'un pays explique le niveau d'endettement. Ils montrent que ces caractéristiques peuvent influencer les choix de levier des entreprises. Mais, ils montrent aussi que ce choix est la conséquence de facteurs propres aux entreprises. Ainsi, ils ont regardé en quoi des variables comme la part d'actifs tangibles, le market-to-book, la taille et la rentabilité viennent expliquer le niveau d'endettement. A partir de cette étude, les auteurs ont voulu

montrer si les résultats obtenus viennent, ou ne viennent pas corroborer les théories financières proposées pour expliquer le levier.

A la suite de cette étude, de nombreux auteurs ont appliqué cette méthode à d'autres zones géographiques et à d'autres types d'économies. Ainsi, plusieurs articles s'intéressent aux économies en transition. Nous observerons donc, dans cette partie, quels sont les résultats obtenus par les auteurs et nous constaterons en quoi ceux-ci varient lorsque l'on s'intéresse à des économies développées et à des économies en transition. Nous reprendrons aussi les explications proposées par ces auteurs pour justifier les différences observées.

Enfin, dans une dernière partie, nous présenterons l'étude menée sur les entreprises polonaises cotées. Dans le cadre de ce mémoire, nous avons voulu reprendre la méthode utilisée dans les articles traitant des déterminants microéconomiques du levier des entreprises. Ainsi, nous avons réuni des données sur 349 entreprises non financières cotées à la bourse de Varsovie dans une période allant de 2000 à 2008. Les résultats obtenus confirment largement les études précédemment menées. Toutefois, le choix d'un horizon temporel différent, plus récent, fait apparaître certaines différences. Nous verrons lesquelles et essayerons d'apporter des explications.

II. LES MARCHES DE CAPITAUX EN POLOGNE

Dans un colloque à la London School of Economics, Matthew Olex, le Ministre des Finances du premier gouvernement postcommuniste affirmait que les « *les succès macroéconomiques à long-terme de la Pologne dépendent de manière cruciale de la création de marchés financiers modernes* » (cité par Hussain et Nivorozhkin, 1997, p. 4). S'il disait aussi que la Pologne devrait suivre les modèles économiques des pays d'Europe occidentale, il avouait qu'il n'avait pas de feuille de route précise à suivre dans l'élaboration de ces nouvelles institutions.

L'une des questions qui se posait toutefois à l'époque était celle de la nature à donner au système capitaliste. Les pays développés possèdent un système économique globalement semblable. On note quand même quelques différences, dans la taille relative des marchés de capitaux ou dans l'application des normes juridiques. Les auteurs ont ainsi dessiné deux principaux groupes de pays : les pays « *bank-based* » et les pays « *market-based* ». Dans le premier groupe, le poids des banques et des financements bancaires dans l'économie est plus important. Les droits des actionnaires minoritaires sont moins importants, ce qui favorise la présence d'un actionnariat plus concentré. La gouvernance des entreprises passe davantage dans la surveillance qu'exercent les banques sur les entreprises. L'Allemagne est l'exemple type de ce groupe de pays.

A l'inverse, dans le second groupe de pays, le poids des marchés financiers est plus important et la compétition y est plus accrue. Les investisseurs institutionnels sont davantage présents dans ces pays. L'actionnariat est généralement plus diffus. Le système est plus libéral et la gouvernance d'entreprise passe avant tout par le marché action. Un dirigeant d'entreprise cotée est en permanence sous la discipline du marché des OPA (offre publique d'achat) : en cas de baisse de performance et donc de baisse des cours boursiers, son entreprise risque de se faire racheter et le dirigeant licencié par les nouveaux propriétaires. Les pays anglo-saxons se placent généralement dans cette catégorie. Cette dichotomie a fait réfléchir les auteurs, notamment pour savoir quel était le meilleur système. Toutefois, les études empiriques ne parviennent pas à montrer la supériorité de l'un sur l'autre.

Dans la Pologne communiste, les marchés financiers n'existaient pas et le système de banque unique prévalait. Après la fin du communisme, un vaste mouvement de réforme a été lancé

pour installer une économie capitaliste. On va maintenant essayer de retracer cette transformation en s'intéressant aux deux piliers de la finance : les marchés action et le secteur bancaire. Nous allons étudier ces deux éléments en résumant les principaux développements qui ont permis leur émergence en Pologne dans les années 1990. Nous essayerons ensuite, en comparant la Pologne des années 2000 avec d'autres économies développées, de voir vers quel système s'oriente l'économie polonaise.

A. La réouverture du Warsaw Stock Exchange et le développement des marchés actions

1. La renaissance de la bourse polonaise

La réouverture d'une bourse de valeur figurait parmi les quatre priorités du plan Balcerowicz. Une bourse de valeur est en effet une institution clé dans une économie de marché puisqu'elle permet l'échange et la valorisation des valeurs mobilières. Contrairement à plusieurs pays d'Europe centrale, la Pologne était déjà dotée d'une telle institution. La première bourse de valeur a ouvert à Varsovie le 12 mai 1817¹. Au XIX^{ème} siècle, ce fut principalement les titres d'Etat qui étaient cotés à Varsovie. Les cotations d'actions se sont développées dans la deuxième moitié du XIX^{ème} siècle. En 1938, un an avant sa fermeture, 130 titres étaient échangés sur le Warsaw Stock Exchange (WSE).

Le WSE a été fermé au moment où éclatait la Seconde Guerre mondiale. En 1945, la bourse de Varsovie n'a pas rouvert. Il a fallu attendre la chute du communisme et les premiers pas de la transition pour que les cotations reprennent. Le système des échanges a été organisé sur le modèle de la bourse française, qui lui a apporté son soutien technique et financier. Le Parlement polonais a adopté le 22 mars 1991 une loi sur les échanges publics de titres pour poser les bases juridiques du système financier. Elle créait notamment une instance de régulation des marchés financier, la *Polish Security Commission*, dont le rôle est proche de celui de l'Autorité des Marchés financiers et autorisait la profession de courtier.

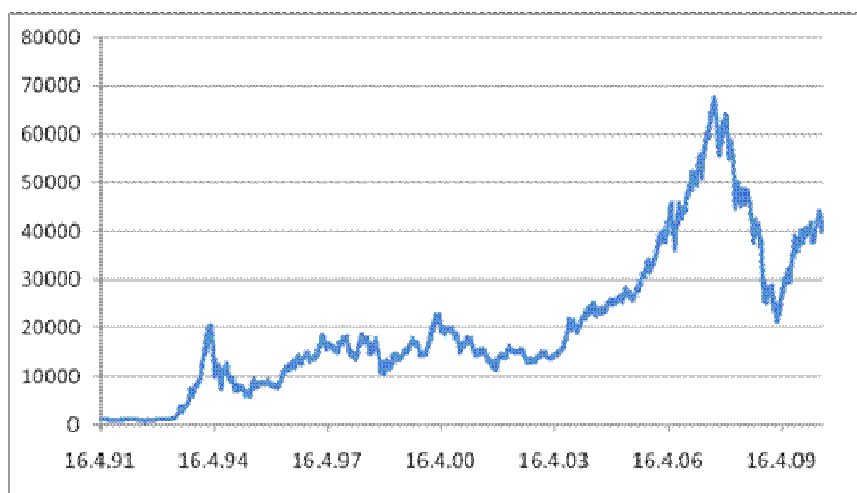
Les bases étaient donc posées et le 16 avril 1991 les échanges ont débuté. Ce jour là, seulement cinq entreprises étaient cotées : Exbud, Kable, Krosno, Prochnik et Tonsil. A

¹ http://www.gpw.pl/gpw.asp?cel=e_ogieldzie&k=1&i=/historia/historia&sky=1

l'exception de Tonsil, qui était une nouvelle entreprise, ces sociétés figuraient parmi les premières entreprises privatisées. Cette première journée fut considérée comme un succès puisque chaque action avait changé de propriétaire le soir. Toutefois, le volume d'échange était très limité : environ 2000 dollars. Au début, les échanges n'avaient lieu qu'une fois par semaine. Le nombre d'entreprises cotées est resté faible durant les premières années. Ce n'est qu'à partir du milieu des années 1990, alors que le système d'échange a commencé à fonctionner cinq jours par semaine, que le nombre d'entreprises a augmenté. En 1996, soit cinq ans après son ouverture leur nombre était de 107 (de la Rosa, Crawford et Franz, 2004). La même année, la Pologne adoptait un système de cotation en continu. 265 entreprises étaient cotées en 2000.

C'est aussi au cours de cette première décennie que le législateur polonais a adopté toutes les normes comptables nécessaires au bon fonctionnement d'une bourse de valeur. Dès 1991, les autorités ont promulgué un décret sur les principes comptables, qui obligent les entreprises faisant appel public à l'épargne à publier un certain nombre de documents financiers : un compte de résultat, un bilan et un rapport d'activité (*management report*). Une étude menée par Krzywda, Bailey et Schroeder, sur le début des années 1990 montre que la pratique du reporting financier ne permet pas une bonne comparaison des entreprises entre elles. La plus grande avancée dans ce domaine a lieu en 1994, lorsqu'une loi sur la comptabilité vient obliger les entreprises à appliquer les normes IAS. Cela permet alors de comparer les entreprises entre elles à l'échelle européenne, l'application de ces normes est l'une des conditions d'entrée dans l'Union européenne.

2. L'expansion du Warsaw Stock Exchange



Le graphique ci-dessus² décrit l'évolution de la capitalisation du WSE, en partant d'une base 1000 en 1991. Pour en rappeler les principales évolutions, on remarque que l'indice a d'abord diminué pour atteindre son plus bas niveau en juin 1992. Puis, il a commencé à augmenter, de manière de plus en plus rapide, pour aboutir à la formation d'une bulle spéculative. Certains auteurs (Bolt et Milobedzki) suggèrent que la formation de cette bulle s'explique par la politique monétaire de la Banque centrale polonaise, qui a alors choisi de baisser les taux d'intérêt. Cela a rendu les placements en action très attractifs. La bulle a explosé finalement en 1994. Après cet événement, la croissance de la bourse polonaise est restée plus régulière et n'a été réellement impactée que par la crise financière, qui a débuté en 2007.

3. Le Warsaw Stock Exchange aujourd'hui

a. Fonctionnement général

Aujourd'hui, la bourse de Varsovie est considérée comme la plus en avance parmi celle des anciennes économies communistes. Elle est désormais jugée de taille moyenne et comparée avec la bourse de Vienne. Son rôle de leader en Europe centrale et orientale l'a encouragée à entamer, depuis quelques années une stratégie de croissance visant à faire de Varsovie une place financière incontournable pour toute la région.

Depuis les années 2000, le nombre d'entreprises cotées à Varsovie a continué d'augmenter. Il était à peu près stable jusqu'en 2004 et a brusquement augmenté en 2007, où, près de 70 nouvelles entreprises ont été admises à la cotation. Début août 2010, il y a 386 entreprises cotées. 363 sont des entreprises domestiques et 23 sont étrangères. En termes de capitalisation, le marché dépasse (au 16 août 2010) un volume de 192 milliards d'euros. Notons aussi le poids important des 23 entreprises étrangères dont la capitalisation totale s'élève à plus de 70 milliard d'euro.

Le WIG (*Warszawski Indeks Giełdowy*) est le nom de l'indice polonais. Il comprend l'ensemble des sociétés cotées à Varsovie. C'est un indice dirigé par les ordres : il est établi à tout moment un carnet d'ordres pour confronter l'offre et la demande sur un titre. Le prix d'équilibre est celui, qui permet de satisfaire le maximum d'échanges. C'est le système d'échange défini sur la plus grande bourse de valeur au monde : NYSE-Euronext. Pour

² http://www.gpw.pl/zrodla/gpw/spws/portfele/wigh_en.html#Wykres

améliorer la liquidité du marché, des brokers peuvent jouer le rôle de market maker en proposant à chaque instant un prix d'offre et de demande. Le WIG est un indice pondéré par les prix. Pour calculer son évolution, on fait la somme des capitalisations des différentes valeurs qui le compose, que l'on rapporte à un diviseur. C'est la méthode générale de calcul des plus grands indices boursiers mondiaux, à l'exception du Dow Jones. L'indice phare polonais est le WIG 20.

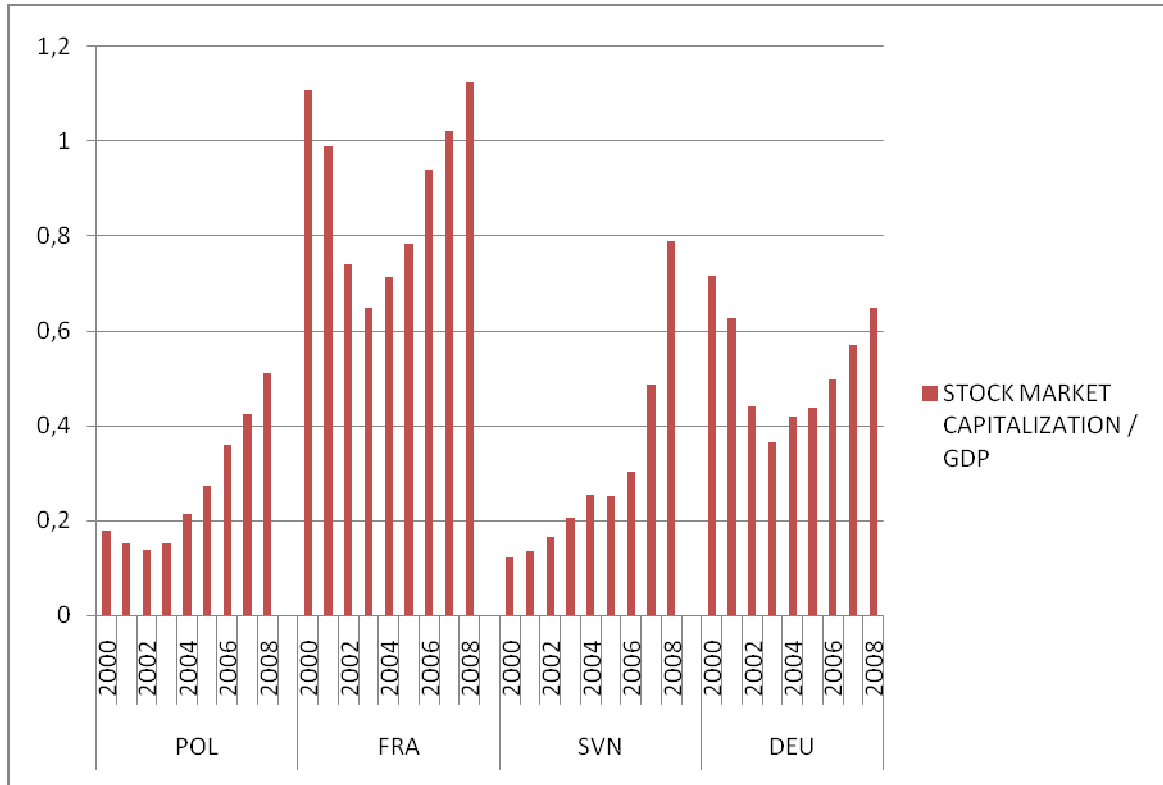
Le marché est aujourd'hui divisé en deux segments : le marché principal, où est cotée la grande majorité des entreprises et le marché parallèle, baptisé New Connect, où sont cotées 40 sociétés. Le deuxième segment a été créé en 2007, sur le modèle d'Alternext, pour permettre à des entreprises jeunes, mais à fort potentiel de croissance d'accéder aux marchés financiers. Il permet à de plus petites compagnies de lever des capitaux sur les marchés sans devoir respecter l'ensemble des contraintes réglementaires imposées aux plus grandes.

Notons encore que le marché polonais est très actif en matière d'introduction en bourse. En 2007, on recensait 81 opérations de ce type. Varsovie était donc à la deuxième place européenne en la matière, derrière Londres (99 opérations) et loin devant Euronext (40 opérations). Evidemment, le marché des introductions en bourse est largement soutenu par la politique de privatisation du gouvernement polonais.

b. Comparaison internationale du marché polonais

Pour mesurer le développement de la bourse de Varsovie, nous allons prendre en compte deux indicateurs : le poids de la capitalisation par rapport au PIB et la valeur totale des titres échangés par rapport au PIB. De plus, pour avoir une idée de la significativité de ces chiffres, on a jugé utile de les comparer à trois autres pays : la France, la Slovénie et l'Allemagne. On a retenu cet échantillon de pays pour plusieurs raisons. Dans la classification présentée au début de cette partie, la France est un pays intermédiaire, le poids des financements bancaires et du marché action ont des niveaux semblables. Son système juridique présente des caractéristiques propres et a été repris dans plusieurs pays. L'Allemagne, à l'inverse est l'archétype du pays où l'économie repose sur les financements bancaires. Enfin, on a jugé utile d'inclure une autre ancienne économie communiste pour rendre la comparaison avec la Pologne plus intéressante. Le choix de la Slovénie n'est pas neutre. Ce pays est généralement jugé, dans la littérature économique comme le plus en avance dans le processus de

convergence vers les économies développées. C'est notamment le premier à avoir satisfait tous les critères de convergences économiques permettant son entrée dans la zone euro. Mais passons à l'analyse de ces deux indicateurs :

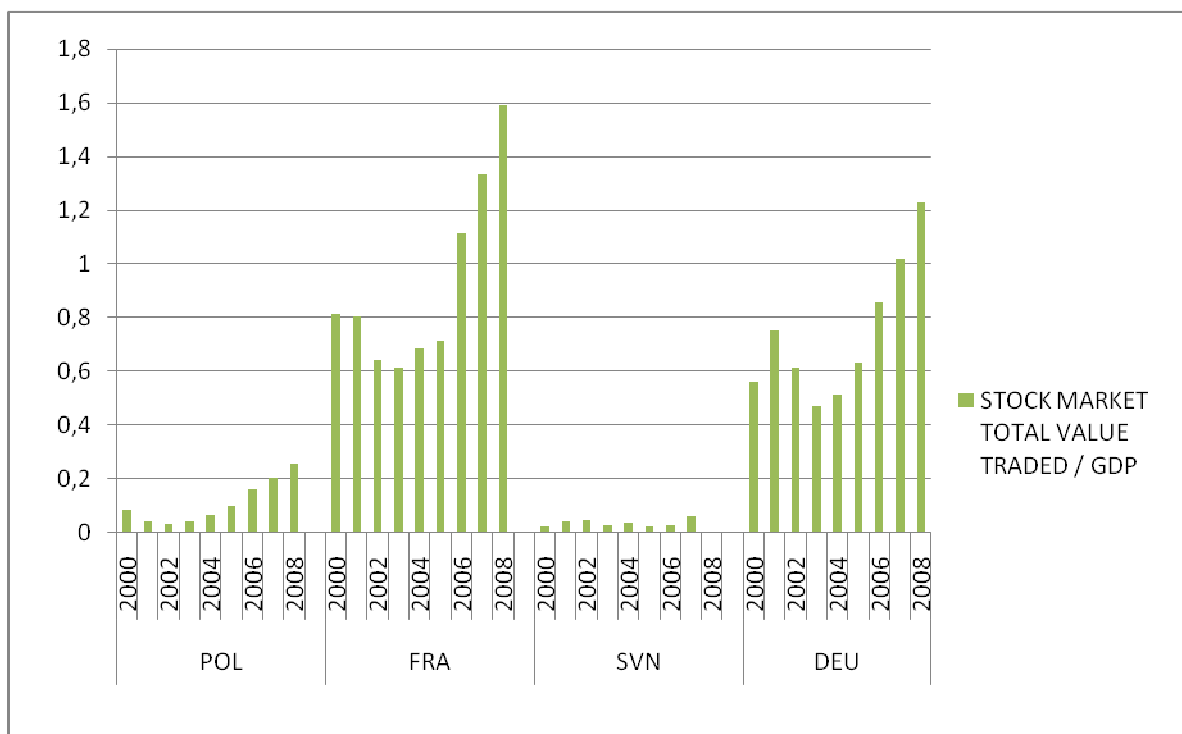


Source : Financial Structure Dataset

On retrouve dans ce premier graphique le ratio de la capitalisation d'une place boursière rapportée au PIB du pays auquel elle appartient. Cette mesure est généralement utilisée pour mesurer la taille des marchés financiers. Un premier constat est de noter la forte évolution qu'a connue la bourse de Varsovie depuis 2000. Sa taille, en valeur relative, a presque triplé entre 2000, où la capitalisation totale ne représentait que 17,9 % du PIB et 2008, où le ratio s'établissait à 51 %. Etant donné le taux de croissance soutenu qu'a connu la Pologne durant cette période, la comparaison en montant absolu serait encore plus importante. Depuis une loi de 1999, les fonds de pensions polonais sont très encadrés quant à la possibilité d'investir les sommes reçues des épargnants sur les marchés internationaux : pas plus de 5 % des actifs totaux ne peuvent être investis à l'étranger. En obligeant ces acteurs à investir sur le marché polonais, les autorités de ce pays ont largement encouragé le développement de leur marché boursier. C'est l'une des explications à la forte augmentation de taille observée depuis 2000.

Outre un réel développement de la bourse de Varsovie, comment pouvons-nous interpréter ces valeurs ? En France comme en Allemagne, la capitalisation boursière en proportion du PIB a connu une évolution identique. On note tout d'abord une forte chute de ce ratio, qui s'explique par la crise financière ayant suivi l'explosion de la bulle « internet » au début des années 2000. Le fort développement d'Internet à cette époque avait suscité l'apparition d'une bulle spéculative autour des valeurs liées à Internet. Depuis, la perte a été rattrapée et en 2008, le ratio atteignait 112 % dans le premier pays et 65 % dans le second. Ces chiffres sont proches de ce qu'ils étaient en 2000. A côté de cela, la Slovénie a connu une évolution semblable à la Pologne puisque ces mêmes chiffres sont passés de 12 % à 79 %. On note que la capitalisation boursière pèse désormais davantage dans la richesse nationale slovène qu'allemande.

La bourse polonaise se développe donc rapidement depuis 2000. Contrairement aux économies avancées, elle n'a pas souffert de l'explosion de la bulle Internet. On observe un véritable mouvement de convergence. Passons maintenant à l'analyse de la liquidité :



Source : Financial Structure Dataset

En termes de liquidité, la situation est différente. La liquidité se traduit par la possibilité d'acheter ou de vendre ses titres facilement sur le marché. Un titre liquide trouve rapidement preneur et son vendeur peut le vendre pour un montant proche de sa valorisation théorique. A l'inverse, un titre illiquide mettra du temps à trouver un acheteur et son vendeur devra souvent

accepter de le vendre en dessous de sa valeur. Ainsi, on considère souvent le volume total des échanges sur un marché, comme une bonne mesure de la liquidité. Comme le graphique le montre, on note une réelle amélioration de la liquidité sur le Warsaw Stock Exchange. La valeur des titres échangés représentait seulement 8,5 % du PIB en 2000 et atteignait 25,4 % en 2008. La liquidité des titres polonais tend donc à augmenter au fil du temps.

Le rapport entre la valeur échangée sur les marchés financiers et le PIB a doublé en France (passant de 81 à 159 %) et en Allemagne (passant de 56 à 122 %), alors que ce ratio reste très faible en Slovénie (6% seulement en 2007). De ce point de vue là, on note encore un fort retard des économies émergentes d'Europe centrale et orientale sur les économies occidentales. Malgré les progrès récents, la bourse polonaise souffre toujours d'un véritable retard en termes de liquidité. La bourse de Varsovie, si elle souhaite réellement attirer de manière plus massive les capitaux étrangers devra améliorer sensiblement la liquidité de ses titres. En effet, c'est l'un des éléments principaux pris en compte par les investisseurs internationaux lorsqu'ils décident de diversifier leur portefeuille de titres.

Globalement, on peut conclure que le marché primaire polonais, celui sur lequel les entreprises émettent leurs titres est relativement important. Lors d'une discussion avec des banquiers de la branche polonaise de la Société Générale, nous apprenions que la plupart des très grosses entreprises polonaises, celles appartenant au WIG 20 n'avaient pas de réels problèmes pour lever des fonds. De plus, ils jugeaient qu'il existait une cinquantaine d'entreprise pour lesquelles la liquidité est bonne. A l'inverse, pour les entreprises de taille plus réduite, la liquidité est loin d'être satisfaisante. Leur présence sur les marchés actions s'explique par d'autres raisons. Il y a un effet marketing. Une entreprise peut choisir de se faire coter pour augmenter sa notoriété. Ils soulignaient aussi le faible coût d'une introduction en bourse en Pologne. Ils l'estiment à 0,6 % dans ce pays, contre 2,5 % en France et 6 % aux Etats-Unis.

B. La transformation du système bancaire

Le passage du communisme au capitalisme n'était pas non plus aisé en ce qui concerne le secteur bancaire. Comme on l'a déjà écrit, les économies communistes se caractérisaient généralement par un système mono-bancaire très étroitement encadré par l'Etat. Dans la Pologne communiste cette banque était la NBP (*Narodowy Bank Polski* ou Banque nationale

polonaise)³. Responsable des activités gérées traditionnellement par une banque centrale, comme l'émission de monnaie, elle était aussi responsable du financement des entreprises et de la collecte des dépôts. Dans cette économie, l'Etat planifiait le volume annuel des crédits à octroyer aux entreprises pour répondre aux objectifs fixés par les autorités communistes.

A l'inverse, l'économie de marché se caractérise par un système bancaire à double niveau, où une banque centrale indépendante mène la politique monétaire et des banques commerciales ont une fonction d'intermédiaire financier : elles collectent les dépôts des épargnants pour les diriger vers les agents à besoin de financement. Les économistes de la Banque nationale de Pologne ont affirmé qu'il a fallu 12 ans pour assurer la transition entre les deux systèmes.

Nous nous intéressons ici à l'émergence du secteur bancaire en Pologne. Nous verrons quels ont été les problèmes rencontrés et les moyens pour y faire face.

1. Le secteur bancaire durant la transition économique

Les réformes liées au secteur bancaire ont démarré avant même que le premier gouvernement non-communiste ne soit élu. En janvier 1989, la Sejm avait voté deux lois liées à la restructuration du secteur bancaire⁴. La première redonne à la NBP son rôle de banque centrale indépendante en lui confiant le triple rôle traditionnel de telles institutions : émettre la monnaie, réguler le taux de change et agir en tant que banquier des banques commerciales.

La seconde visait à autoriser la création de banques sous forme de sociétés par actions, de banques coopératives et à étendre les activités de ces banques. La Banque nationale perdait aussi son statut de banque unique et neuf banques commerciales régionales étaient créées. Elles devaient entre autres reprendre l'activité de banque de détail de la NBP en assurant une fonction d'intermédiation financière traditionnelle.

Les débuts du secteur bancaire furent assez difficiles. Un système de licences autorisant la création de banques est mis en place. Toutefois, ces documents étaient accordés trop facilement et avec un montant de capital social minimum trop faible. Cette politique libérale, que l'on retrouve dans la plupart des économies d'Europe de l'Est à cette époque, aboutit toujours à un certain nombre de problèmes financiers : taux de créances douteuses trop important dans le bilan des banques, insolvabilité des banques et crises financières. Par ailleurs, ces problèmes ont coïncidé avec les difficultés des entreprises liées au durcissement

³ http://www.nbp.pl/homen.aspx?f=/en/onbp/informacje/historia_bankowosci.html

⁴ http://www.nbp.pl/en/publikacje/inne/system_bankowy.pdf

de leur contrainte budgétaire. En Pologne, une crise du secteur bancaire a eu lieu en 1993. Cette année-là, les créances douteuses représentaient 31 % du total bilan des banques. Pour répondre à ce problème, le Parlement a adopté une loi sur la restructuration des entreprises et des banques, dont la mesure principale fut de forcer les banques à renégocier les modalités des contrats de dettes pour laisser à leurs débiteurs le temps et les moyens de rembourser leurs prêts. Ce programme a permis de résorber 3000 milliards de zlotys de dettes. En plus de ces procédures, l'Etat polonais a fait le choix de recapitaliser en 1993 les sept plus grandes banques polonaises en leur attribuant 11 000 milliards de zlotys à faible taux d'intérêt.

Pour éviter de tels problèmes à l'avenir, le législateur polonais a créé un fond de garantie bancaire pour permettre de garantir les dépôts bancaires en cas d'insolvabilité. Les banques protégées par ce système devaient verser tous les ans une contribution pour alimenter ce fond.

La supervision du secteur bancaire fut du ressort de la NBP durant les premières années de la transition. En 1997, les autorités polonaises ont créé un organisme indépendant, la Commission de Contrôle Bancaire, pour assurer la pérennité du secteur bancaire. Ses principales missions sont l'encadrement et la surveillance de l'activité des institutions financières. Pour exécuter ses décisions, les Polonais ont créé un deuxième organisme « the General Inspectorate of Banking Supervision ». Cet organe est notamment responsable pour attribuer les licences d'exploitation des banques, mener des audits dans les institutions financières et préparer les régulations prudentielles.

Aujourd'hui, le système bancaire polonais est tout à fait semblable aux systèmes bancaires des pays d'Europe occidentale. Du fait de sa volonté d'entrer dans l'Union européenne, la Pologne a accéléré la convergence de son industrie bancaire. Elle est aujourd'hui membre des accords de Bâle 2, qui imposent certaines conditions aux banques, comme un niveau de fonds propres minimum visant à favoriser la stabilité du secteur bancaire. Ainsi, on note dans le rapport de la BERD de 2009 une forte diminution de la part des créances douteuses parmi l'ensemble des prêts. Elle est passée de 25,1 % en 2003 à 4,7 % en 2008.

2. L'implantation des banques étrangères

Au début de la transition, il n'était pas facile pour une banque étrangère de s'implanter directement sur le territoire polonais. Les autorisations pour ouvrir une agence bancaire en Pologne étaient accordées par le Ministre des Finances. Jusqu'en 2000, seules trois agréments

furent donnés. La Société Générale, par exemple, obtint l'un d'eux. Une manière plus facile pour les banques de s'installer en Pologne était de demander une autorisation pour ouvrir un bureau de représentation. 22 autorisations furent accordées entre 1990 et 1992. Fin 2001, 27 banques étrangères disposaient d'un bureau de représentation en Pologne. Toutefois, seules les banques ayant une filiale en Pologne pouvaient mener une activité commerciale. Depuis 2001, pour des raisons d'harmonisation avec la législation européenne et suite à l'entrée de la Pologne dans l'OCDE, ces réglementations ont été libéralisées. Désormais, une banque étrangère a seulement besoin d'un agrément de son pays d'origine pour s'installer en Pologne. Face à ces problèmes pour s'implanter directement sur le territoire polonais, les grandes banques internationales ont généralement choisi de prendre des participations dans le capital de banques polonaises. C'est ainsi que de grands groupes internationaux, comme American Bank, Raiffeisen, Citibank ou le Crédit Lyonnais furent parmi les premiers à attaquer le marché polonais.

Cette tendance a été renforcée par le développement du secteur bancaire polonais, qui a amené les banques commerciales à chercher des partenaires extérieurs. Il s'agissait notamment de bénéficier des transferts de compétences et de l'expérience des institutions financières occidentales sur le marché bancaire. La simple coopération au départ a rapidement évolué. Face aux nécessités d'augmenter les capitaux propres des banques polonaises, particulièrement après la crise financière de 1993, les banques étrangères partenaires ont massivement pris des parts dans le capital de ces banques. En 1993, sur les 87 banques commerciales recensées en Pologne, 10 seulement étaient majoritairement détenues par des investisseurs étrangers. En 2000, sur les 72 banques commerciales, ce chiffre était de 48, soit les deux tiers de ces banques⁵.

Aujourd'hui, les économies d'Europe centrale et orientale sont toutes marquées par la forte présence de banques étrangères. La Pologne ne fait pas figure d'exception puisque la grande majorité des banques les plus actives dans ce pays est contrôlée par des banques étrangères. A titre d'exemple, la « Millennium Bank » est détenue à 65,5 % par la Banco Commercial Portugues⁶, une banque portugaise, la « Bank Pekao SA » est détenue à 59,25 % par UniCrédit SPA⁷, une banque italienne. La « Lukas Bank » est contrôlée par le Crédit

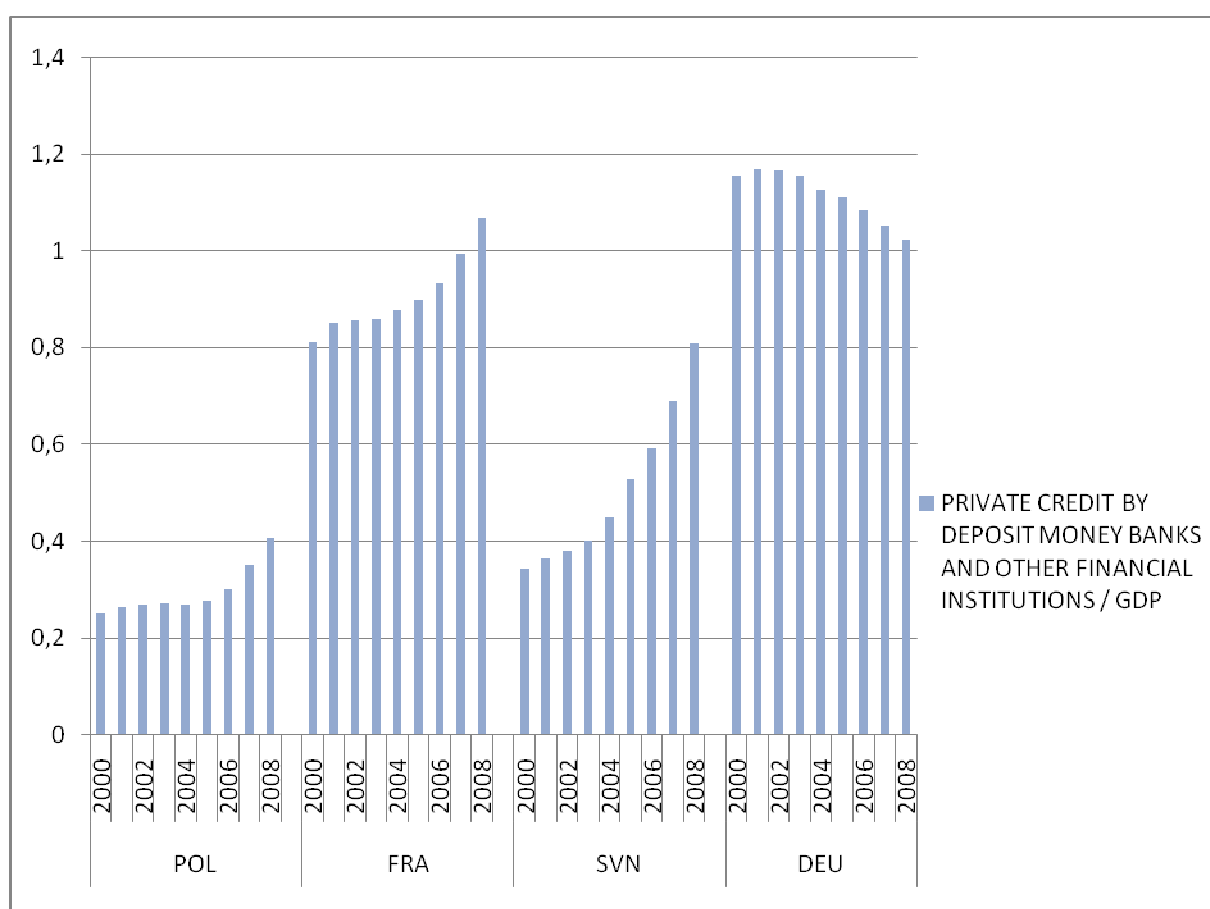
⁵ http://www.nbp.pl/en/publikacje/inne/system_bankowy.pdf

⁶ <http://www.bankmillennium.pl/pl/o-banku/relacje-inwestorskie/akcjonariusze/>

⁷ http://www.pekao.com.pl/about_bank/pekao_uci/

Agricole. On pourrait multiplier les exemples de ce type puisque parmi toutes les plus grandes banques polonaises, seule la « PKO Bank Polski » est détenue par des acteurs étatiques polonais : le Trésor polonais détient 40,99 % des actions et la « Bank Gospodarstwa Krajowego » (banque publique, dont le but est de soutenir financièrement l'action du gouvernement), 10,25 %. Dans un article de 2007, Natalya Delcour affirmait qu'à la fin de l'année 2002, 70 % du secteur bancaire appartenait à des acteurs étrangers. C'est un chiffre que l'on retrouve dans le « *Transition report 2009* » de la BERD.

3. L'importance du financement par crédit bancaire en Pologne



Source : Financial Structure Dataset

Ce graphique obtenu à partir de la base de données « Financial Structure Dataset » présente l'évolution de l'activité bancaire dans l'échantillon de pays que nous avons retenu précédemment pour mesurer et comparer le développement du Warsaw Stock Exchange. On y trouve l'évolution du volume des crédits bancaires accordés par les institutions financières aux acteurs du secteur privé en proportion du PIB de leur pays. Le premier constat montre que ce volume a bien augmenté entre 2000 et 2008, en passant de 25 % à 40,5 %. Toutefois, la

comparaison avec les trois autres pays montre le retard dont souffre encore la Pologne. En Slovénie, le volume des crédits bancaires accordés au secteur privé dépasse 80 % du PIB et se rapproche beaucoup des chiffres, légèrement supérieurs à 100 % que l'on observe en France et en Allemagne.

On peut considérer une deuxième manière pour mesurer le développement de l'activité bancaire en Pologne. Dans la base de données précitée, nous trouvons aussi des informations sur le rapport entre la quantité totale de crédits bancaires sur le volume global des dépôts bancaires. En fonction de ce critère-là aussi, on note un développement sensible du secteur bancaire. Si les crédits ne représentaient que 73 % des dépôts polonais en 2000, ce chiffre a atteint 112 % en 2008. En France, le rapport est passé de 136 % à 156 %. En Slovénie on observe une explosion avec un passage de 80 % à 190 %. A l'inverse, l'Allemagne a vu une baisse du volume des crédits accordés puisque le rapport s'est rétracté de 130 % à 93 %.

Que pensent les banquiers, que nous avons rencontrés, du marché du crédit polonais ? Ils soulignent le fait que l'accès à l'argent et principalement au crédit à court terme est relativement facile en Pologne. L'une des raisons se trouve dans la forte concurrence sur le marché bancaire dans ce pays. A long terme, les banques exigent plus de garanties et le coût du crédit devient moins intéressant. Une autre raison avancée pour expliquer la prépondérance du crédit à court terme est que la liquidité du marché interbancaire, sur lequel les banques se refinancent est bonne seulement pour des durées courtes. La personne interrogée sur cette question affirmait, qu'au-delà d'un mois, les financements sur le marché interbancaire devenaient chers.

Pour avoir une idée plus claire de ce problème nous pouvons comparer la structure par terme des taux interbancaires de la zone Euro, les taux EURIBOR avec les taux de référence du marché interbancaire polonais, les taux WIBOR. Au 18 août 2010, nous observions les taux suivants. A 3 mois, l'Euribor s'élevait à 0,894 %⁸, pour un Wibor à 3,62 %⁹, à 6 mois le premier était à 1,149 %, contre 3,79 % et à un an on observait un taux de 1,423 % dans la zone euro contre 4,04 % en Pologne. On note donc bien une réelle différence entre les taux pratiqués dans la zone euro et ceux pratiqués en Pologne. Vu la différence importante, on comprend qu'il est beaucoup plus cher de s'endetter en zloty qu'en euro.

⁸ <http://fr.euribor-rates.eu/taux-euribor-actuels.asp>

⁹ <http://wibor.money.pl/>

4. Quelques données sur le marché obligataire

Avant de conclure cette partie sur le marché du crédit en Pologne, nous allons essayer d'apporter quelques informations sur l'état du marché obligataire privé en Pologne. Dans les pays d'Europe centrale et orientale, les émissions obligataires du secteur privé sont rares, voire inexistantes. Le marché obligataire existe principalement grâce aux titres de dette publique. On lit dans l'article de N. Delcour que fin 2002, le marché obligataire polonais « corporate » était illiquide et qu'il correspondait seulement à 10 % du marché de la dette. A titre de comparaison, en République tchèque et en Slovaquie, seules les banques les plus importantes émettent des titres de dette. Parmi les pays de cet espace géographique, seul le marché obligataire russe a une certaine profondeur.

Andreff affirme que le faible développement de ce marché résulte du faible taux d'épargne, que l'on observe dans ces pays et du comportement des banques commerciales, qui préfèrent l'achat de bons d'Etats.

Le marché obligataire privé polonais a commencé réellement à exister suite à la parution d'un texte législatif de 2000. Cette loi libérait les procédures d'émission de dette obligataire. La Banque mondiale, dans un rapport de 2006 sur l'état du marché du « fixed-income » en Pologne affirme que la dette obligataire relève largement du marché des placements privés et non d'un marché organisé. Le placement privé est une technique d'émission, qui consiste à faire appel directement à des investisseurs, généralement des investisseurs institutionnels, sans être soumis aux règles de l'appel public à l'épargne. Trois entreprises seulement ont fait le choix de faire coter leurs émissions obligataires sur le Warsaw Stock Exchange en 2002-2003. Toutes les autres ont eu recours à la méthode de placement précédente. Le rapport met encore en avant la très faible transparence et l'absence d'activité sur le marché secondaire.

En termes de taille, on trouve les chiffres suivants : fin 2004, le marché obligataire « corporate » représentait 6,9 milliards de zlotys, soit 1% du PIB. Cette année là, 69 sociétés, principalement financières et de télécommunication ont émis de tels titres. En guise de comparaison, notons qu'à la même date, la dette obligataire du gouvernement polonais s'élevait à 287 milliards de zlotys, soit 30 % du PIB. On voit donc que le marché de la dette obligataire des entreprises reste très étroit. Cette situation résulte de plusieurs facteurs : une trop grande liquidité dans le secteur bancaire, des besoins d'investissement limités du côté des entreprises ou encore la très faible proportion d'entreprises notées.

D'après la base de données Bloomberg, 143 entreprises ont procédé à une émission obligataire entre 2000 et 2008. Parmi celles-ci, seulement 66 étaient le fait d'entreprises non financières. Comme on l'écrivait plus haut, on peut penser que le faible volume du marché obligataire « corporate » polonais s'explique par la très faible proportion d'entreprises faisant l'objet d'une notation. Sur le site internet de Moody's¹⁰, on ne retrouve que 67 « rating actions » en ce qui concerne les sociétés polonaises alors qu'il y a eu 851 « rating actions » pour la France. Sur le site de Fitch, on ne trouve que 5 ratings sur les deux dernières années pour des entreprises polonaises alors qu'il y en a 29 en France pour la même période. Or, la plupart des investisseurs sur le marché obligataire exigent d'investir dans des produits ayant été évalués par une agence de notation.

C. Conclusion

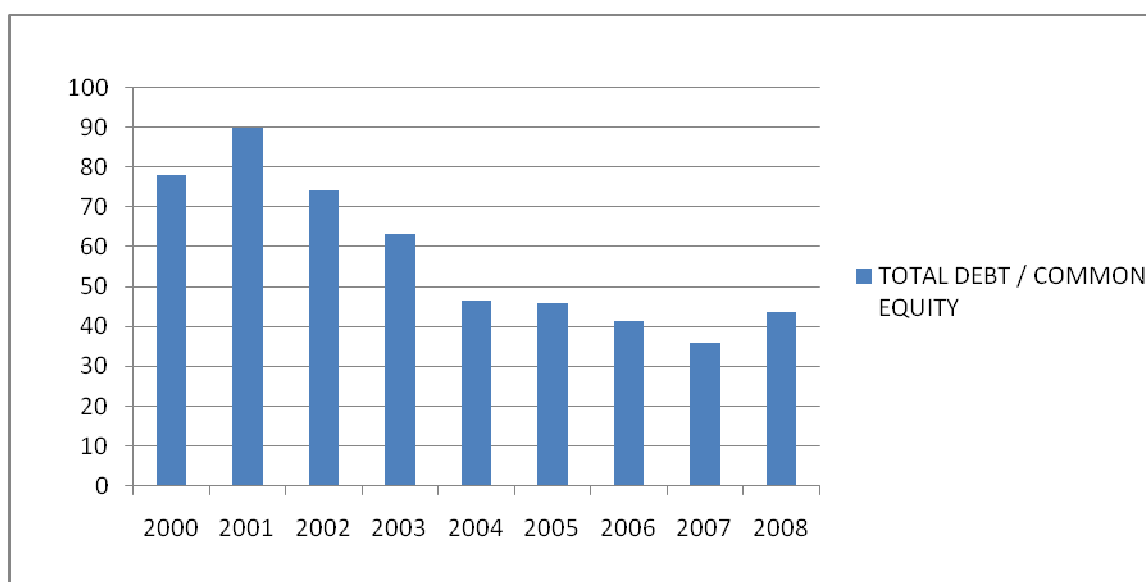
On se rend compte à travers cette partie que la construction d'un système financier efficace et moderne prend du temps. En Pologne, les marchés de capitaux se sont beaucoup développés au cours des années précédentes. L'une des raisons à cette expansion peut aussi se trouver, nous ne l'avons pas signalée, dans l'amélioration de l'environnement juridique général. Une étude de La Porta et associés, en 1997, montrait que le développement du système juridique est une condition préalable au développement des marchés de capitaux. Ils affirmaient que les pays ayant un degré de protection des investisseurs plus faible, avaient aussi des marchés financiers plus petits et plus étroits. Suivant leur conclusion, on peut donc penser, que la transition juridique, qui a eu lieu dans les années 1990 a favorisé la forte croissance des marchés financiers dans les années 2000.

Le poids et l'importance des marchés financiers et du marché du crédit tendent à se rapprocher de ceux observés dans les économies développées. La tendance observée au cours des dix dernières années montre en effet une réelle convergence même si l'écart entre les deux groupes reste important. La bourse de Varsovie est désormais celle dont le développement est le plus avancé parmi les anciennes économies communistes. Tous les ans, la BERD (Banque européenne de reconstruction et de développement) publie un document, le « *transition report* » où elle évalue l'état général de l'économie dans les anciens pays du bloc soviétique.

¹⁰<http://v3.moody.com/researchandratings/market-segment/corporates/-/005000/429496622%204294964800%204294966708/4294966848/0/0/-/0/-/rr>

Dans la dernière édition parue (2009), on observe que la Pologne, juste derrière l'Estonie obtient les meilleures notes attribuées à ce groupe de 29 pays. Dans la rubrique « *Banking reform and interest rate liberalization* », elle obtient une note de 4- (4 étant la note maximale observée sur une échelle de 1 à 4+) et dans la rubrique « *Securities markets and non-bank financial institutions* », aussi une note de 4-.

Pour conclure cette partie, nous avons jugé intéressant de présenter l'évolution du ratio de la dette totale sur le montant des actions ordinaires des 349 entreprises non financières cotées au Warsaw Stock Exchange sur une période de 2000 à 2008.



Source : Bloomberg

Comme on peut le constater dans ce graphique, l'importance de la dette dans le bilan des entreprises cotées sur le Warsaw Stock Exchange a largement décliné depuis l'année 2000. En 2007, l'endettement des entreprises représentait moins de 36 % de leur fonds propres alors qu'en 2001 le volume de la dette était presque équivalent au volume des actions ordinaires dans le bilan de ces entreprises. On peut donc penser que le fort développement des marchés actions en Pologne depuis les années 2000 a permis aux entreprises de compter davantage sur des financements en fonds propres.

Nous nous demandions, au début de cette partie, vers quel modèle d'économie capitaliste s'oriente la Pologne. Nous avons vu que la capitalisation boursière dépasse désormais le niveau des crédits accordés au secteur privé par les institutions financières. Doit-on en

conclure que la Pologne se rapproche donc davantage d'un système anglo-saxon ? Je pense, qu'il est un peu tôt pour tirer une conclusion claire. Il paraît plus prudent d'affirmer, comme Andreff (p. 348) que « *chaque économie en transition a suivi sa trajectoire spécifique vers l'économie de marché capitaliste* ». En effet, même si les marchés financiers semblent avoir pris un peu d'avance sur le marché du crédit, on peut douter qu'ils remplissent déjà leur rôle de discipline des dirigeants. La capitalisation a fortement augmenté ces dernières années du fait de l'augmentation des entreprises admises à la cotation, mais les valeurs échangées, à l'exception des entreprises du WIG 20, restent très peu liquides. Contrairement aux Etats-Unis, il n'est pas possible d'affirmer que le marché ait un rôle déterminant dans la gouvernance des sociétés. Il faudra donc continuer à observer l'évolution des marchés de capitaux pour conclure quant à un éventuel modèle polonais.

III. LES THEORIES DE CHOIX DE STRUCTURE FINANCIERE

La littérature sur les choix de structure financière a réellement débuté en 1958, date à laquelle, deux chercheurs ont publié un premier article fondateur. La structure financière d'une entreprise est déterminée par « *la proportion relative de dettes et de capitaux propres* » au passif de son bilan (Berk et DeMarzo, 2008, p. 449). Ce niveau relatif fait généralement l'objet d'une décision de la part de l'entreprise. De quelle manière est-elle influencée ? C'est à cette question que Modigliani et Miller ont commencé à répondre dans les années 1950. Dans le cadre d'un premier article, aujourd'hui célèbre, ils ont démontré, qu'au prix de quelques hypothèses, la structure financière d'une entreprise n'avait pas d'impact sur sa valeur totale. Quelques années plus tard, en 1963, dans un deuxième article, ils complétaient cette théorie en y incluant l'un des principaux dysfonctionnements de marché, la fiscalité. Depuis, les théoriciens se sont emparés de cette question et ont cherché à développer des modèles expliquant la structure financière des entreprises en se rapprochant le plus possible des paramètres observés dans la réalité.

Même si la question a beaucoup avancé aujourd'hui, les auteurs ne sont pas tombés d'accord sur un modèle résumant de manière correcte les choix de levier des entreprises. Nous essayerons donc ici de résumer les arguments et les différents modèles développés depuis les années 1950 pour comprendre la structure du passif des entreprises.

A. Propositions 1 et 2 de Modigliani-Miller

1. Structure financière et marchés parfaits

La problématique principale de l'article de ces deux auteurs est de savoir si l'on peut accroître la valeur d'une entreprise simplement en modifiant la structure de son financement, c'est-à-dire en faisant un choix opportun d'action et de dette. Au prix de quelques hypothèses, ils montrent que la structure financière n'impacte pas la valeur de l'entreprise. Ils lèvent ensuite l'une de ces hypothèses pour se rapprocher davantage de la réalité.

Les auteurs s'intéressent à cette question d'abord dans le cadre de marchés parfaits. Un marché parfait suppose quelques écarts par rapport à la réalité. Dans ce cas de figure, il n'y a pas d'imposition, ni de coûts de transaction. L'information est équitablement répartie entre les agents et il n'y a pas d'incertitude. En d'autres termes, les agents peuvent acheter et vendre des titres financiers sans supporter de coûts et en ayant la même information que la personne qui les vend (généralement un dirigeant d'entreprise).

Au prix de ces simplifications, ils montrent que « *la valeur d'une entreprise est exclusivement déterminée par la valeur actuelle des flux de trésorerie provenant de ses investissements passés, présents et futurs* » (Berk et DeMarzo, 2008, p. 455). Autrement dit, sous ces hypothèses, ils affirment que la valeur de l'entreprise est indépendante de ses choix de financement. Seule la valeur de ses actifs détermine sa valorisation. Ce postulat est resté célèbre dans la littérature financière sous le nom de « proposition 1 de Modigliani-Miller ».

Voilà la démonstration généralement rattachée. On considère deux entreprises identiques, à une différence près : l'une est endettée (A), l'autre se finance entièrement en fonds propres (B). Dans quelle entreprise est-il préférable d'investir ? Si un investisseur achète 1% du passif de B, il récupère 1% du profit. Si un investisseur achète 1% du passif de A, il achète 1% des actions de A et 1% de la dette de A. Il récupère donc 1 % des intérêts versés par A à ses créanciers plus 1 % des profits réalisés. Comme les deux entreprises sont identiques, elles ont les mêmes actifs, la même rentabilité et les flux totaux qu'elles versent à leurs débiteurs sont les mêmes. L'investisseur récupère donc la même chose lorsqu'il investit dans une entreprise endettée ou non. La valorisation, qui s'effectue à partir des flux financiers dégagés par une entreprise sera donc la même que l'entreprise soit endettée ou non.

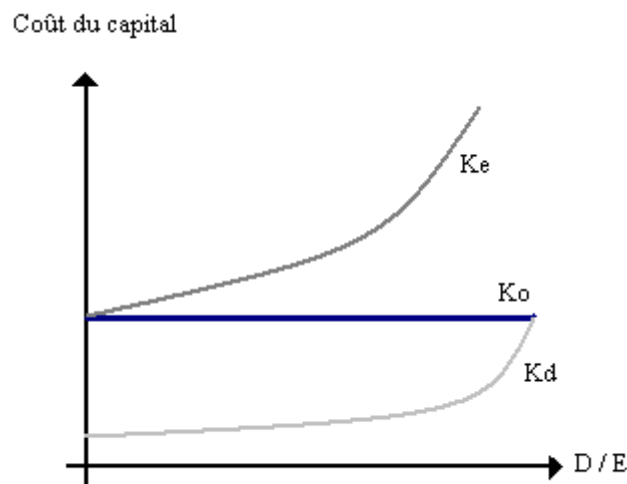
Cette solution élégante peut toutefois paraître étrange lorsque l'on sait que le coût des fonds propres est la plupart du temps supérieur au coût de la dette. Les actionnaires exigent généralement une rémunération plus importante des capitaux qu'ils placent dans l'entreprise que les créanciers. Une entreprise n'aurait-elle pas intérêt à s'endetter davantage pour diminuer le coût global de ces capitaux ?

Modigliani et Miller apportent encore une réponse à cette question. Dans une deuxième proposition, ils énoncent, que « *le coût des capitaux propres d'une entreprise endettée est*

égal au coût des capitaux propres d'une entreprise non endettée plus une prime de risque proportionnelle au levier (...) de l'entreprises » (Berk et DeMarzo, 2008, p. 462).

Ainsi, plus une entreprise est endettée, plus ses actionnaires vont exiger une prime de risque élevée. Celle-ci compensera parfaitement la baisse du coût du capital, lié à l'augmentation de l'endettement. Au final, le coût moyen pondéré du capital d'une entreprise sera toujours stable quelque soit son endettement.

On peut présenter le raisonnement précédent à l'aide d'un graphique :



Nous avons ici en abscisse le levier de l'entreprise, défini par le rapport Dette sur Actions et en ordonnée le coût des différents types de capitaux : K_d est le coût de la dette (c'est-à-dire le taux d'intérêt exigé par les créanciers), K_e est le coût des capitaux propres (le taux de rentabilité des fonds propres exigé par les actionnaires pour investir dans une entreprise) et K_o est le coût moyen pondéré du capital. Il est obtenu en faisant la moyenne pondérée des coûts des différents financements d'une entreprise. Comme expliqué précédemment, on observe un accroissement du coût de la dette lorsqu'elle devient trop importante dans le bilan. Les créanciers imposent une prime supplémentaire pour tenir compte de l'augmentation du risque associé à leur dette. Le coût exigé par les actionnaires est aussi croissant avec le poids de la dette. Leur risque en tant que créancier résiduel augmente en même temps que la dette. Le coût moyen pondéré du capital reste toutefois stable au cours du temps, comme on l'observe sur le graphique.

2. La structure financière en présence d'impôts

Nous quittons maintenant partiellement le cadre théorique des propositions de Modigliani-Miller, pour voir en quoi l'introduction d'un impôt sur les sociétés peut influencer le levier d'une entreprise. La fiscalité est l'un des principaux facteurs incitant une entreprise à s'endetter. En effet, la plupart des sociétés doivent payer un impôt en fonction de leur résultat. Si le taux varie entre les pays, le principe est généralement le même : les entreprises doivent reverser à l'Etat une partie de leur bénéfice. En s'endettant, les entreprises peuvent généralement réduire ce résultat imposable. Le principe en la matière est celui de la déductibilité des intérêts : les entreprises peuvent réduire leur résultat imposable en déduisant de leur assiette fiscale les intérêts versés sur le remboursement de leur dette. De cette manière, l'endettement permet d'accroître le volume des fonds qu'une entreprise peut verser à ses investisseurs : actionnaires et créanciers. Comme la valorisation d'une entreprise se fait généralement à partir des fonds qu'elle peut verser, on comprend que la valeur d'une entreprise augmente avec son endettement.

Suivant cette idée, Modigliani et Miller corrigent leur première proposition en énonçant : « *la valeur d'une entreprise endettée excède celle d'une entreprise non endettée de la valeur actuelle des économies d'impôt permises par la déductibilité fiscale des intérêts* » (Berk et DeMarzo, 2008, p. 487). De cette manière, plus le taux d'imposition est élevé, plus l'intérêt à s'endetter est grand pour une entreprise et plus sa valeur augmente avec son levier.

Une conséquence immédiate de cette proposition est de dire que les entreprises devraient s'endetter le plus possible pour bénéficier au maximum de cet effet. En fait, elle devrait s'endetter jusqu'au moment où les intérêts de la dette couvrent le résultat imposable. Dans la pratique, l'endettement est la principale source de financement externe des entreprises, ce qui va dans le sens de la proposition énoncée ci-dessus. Toutefois, on note une réelle disparité des niveaux d'endettement en fonction des secteurs d'activité. Le niveau d'endettement reste de plus relativement faible, par rapport au niveau qui permettrait de profiter au maximum de la déductibilité des intérêts. Dans un article de 2000, J. Graham montre que les entreprises n'utilisent pas la moitié des économies d'impôt qu'elles obtiendraient en s'endettant de manière optimale. Berk et DeMarzo dans leur manuel de finance d'entreprise calculent même que les charges d'intérêt des grandes entreprises ne représentent que 20 à 30 % de leur résultat imposable.

Les chercheurs se sont donc interrogés sur les raisons de cette utilisation sous optimale du levier. Les chefs d'entreprise ou leurs directeurs financiers sont généralement des gens rationnels, qui connaissent les théories financières. Ainsi, s'ils ne recourent pas plus à l'endettement, c'est qu'il doit présenter également un certain nombre d'inconvénients. C'est vers l'étude de ces inconvénients que nous allons maintenant nous tourner.

B. Développements ultérieurs des théories de choix de structure financière

La théorie financière a développé jusqu'à aujourd'hui deux grands modèles pour expliquer les choix de levier effectués par les entreprises. Il s'agit de la théorie du compromis (ou *Trade-off Theory*) et de la théorie du financement hiérarchique (ou *Pecking order Theory*). La première affirme que les choix de financement des entreprises résultent d'un arbitrage entre les avantages et les inconvénients de l'endettement. La seconde stipule qu'une entreprise, pour financer de nouveaux investissements se tourne d'abord vers l'autofinancement (disponibilités, bénéfices non distribués, réserves...), puis émet de la dette et, en dernier recours, s'il lui manque encore des fonds, elle émet des actions supplémentaires.

Nous allons maintenant présenter plus en détail ses deux modèles. Nous retracerons, tout d'abord, les premiers développements de la théorie du compromis. Nous verrons ensuite en quoi la théorie de l'agence, lorsque qu'elle étudie les conflits d'intérêt au sein d'une entreprise, vient compléter cette première théorie. Nous expliquerons enfin les fondements, qui ont amené Myers à énoncer la théorie des choix de financement hiérarchique.

1. La théorie du compromis

a. Les coûts associés aux difficultés financières

Pour comprendre la théorie du compromis, il faut tout d'abord présenter les coûts que fait peser la dette d'une entreprise sur sa valeur totale. Le niveau d'endettement présente un inconvénient majeur : il augmente la probabilité de faillite. En effet, l'entreprise qui s'endette a une obligation de remboursement du capital et des intérêts rattachés à cette créance. Dans les cas où elle manque à cette obligation, elle est mise en faillite. On ouvre alors une procédure collective. A partir de ce moment là, deux situations peuvent être retenues : ou

l'activité de l'entreprise est arrêtée et on parle de liquidation judiciaire, ou l'activité de l'entreprise peut repartir et on parle de redressement judiciaire.

L'hypothèse de la liquidation judiciaire est la plus fréquente. Dans ce cas, l'entreprise doit vendre la totalité de ses actifs afin de rembourser ses dettes. La loi a établi des privilèges pour permettre à certains créanciers d'être remboursés de manière prioritaire, c'est le cas, en premier lieu des salariés de l'entreprise. L'hypothèse du redressement judiciaire est plus favorable à l'entreprise, puisque son objectif est de lui permettre de continuer son activité. Le tribunal définit généralement une période d'observation pendant laquelle l'entreprise doit faire des ajustements, notamment sur sa masse salariale, afin de retrouver une certaine rentabilité. Il sera décidé par le tribunal, à la fin de la période d'observation si l'entreprise peut poursuivre son activité dans les nouvelles conditions.

Dans un cas comme dans l'autre, les difficultés financières font subir de nombreux coûts à une entreprise. Il y a tout d'abord des coûts directs, comme les honoraires des experts devant intervenir dans ces dossiers. Diverses études les estiment à 3 ou 4 % de la valeur de marché des actifs avant le dépôt de bilan. Les créanciers subissent aussi des coûts liés au remboursement partiel ou tardif des sommes qu'ils ont prêtées à l'entreprise. Dans l'hypothèse d'un redressement judiciaire, on demande généralement aux banquiers un rééchelonnement de leur dette pour diminuer les remboursements de l'entreprise.

Mais, interviennent aussi des coûts indirects. Ces coûts apparaissent en général avant même le commencement d'une procédure de faillite. Lorsqu'une entreprise présente une situation financière dégradée, différents acteurs avec lesquels elle est en relation peuvent décider de rompre leurs contrats avec la société. A titre d'exemple, on peut citer les fournisseurs qui vont craindre de ne jamais être payés si l'entreprise venait à faire faillite. Sans rompre leurs relations avec l'entreprise, ils pourront exiger d'être payés comptant, ce qui fragilisera encore la situation de l'entreprise. Les employés de la société voyant que leur emploi est menacé peuvent aussi choisir de démissionner. En fonction du type d'entreprise, on peut aussi assister à une forte diminution de la clientèle, qui va craindre de ne jamais profiter du bien ou du service qu'elle aura acheté. Ces coûts indirects vont précipiter la faillite d'une entreprise.

L'estimation de ces coûts indirects n'est pas évidente et la littérature sur cette question est assez restreinte. Une étude d'Andrade et Kaplan (1998) montre que la valeur d'une entreprise

trop endettée peut diminuer de 10 à 20 %. Ils s'intéressent, dans cet article, à des entreprises qui reçoivent un prêt supplémentaire alors qu'elles sont déjà très endettées. L'ajout de dette dans le passif de leur bilan provient généralement d'une opération de MBO (Management Buy Out), c'est-à-dire une opération par laquelle les dirigeants et les salariés rachètent leur entreprise en s'endettant substantiellement. Ils s'intéressent notamment aux difficultés financières auxquelles elles font face après avoir reçu ce prêt. Un intérêt notable de cet article est qu'il étudie le coût des seules difficultés financières, en essayant de les distinguer des difficultés économiques. Ils définissent les difficultés économiques comme celles qui apparaissent lorsqu'une entreprise n'est plus assez rentable et qu'elle a une marge opérationnelle négative. Dans le cadre de cet article, les entreprises étudiées présentent une bonne situation économique puisqu'elles ont toutes une marge opérationnelle supérieure à la moyenne de leur secteur d'activité. Ils affirment que les difficultés financières peuvent apparaître alors que la rentabilité de l'entreprise est encore positive, mais que sa dette fait peser sur elle un poids très important. Ils définissent les difficultés financières comme celles, qui surgissent lorsque l'entreprise est en défaut de paiement sur les intérêts ou le principal de sa dette (cas où le ratio EDITDA / intérêts < 1) ou lorsqu'elle choisit de restructurer sa dette pour éviter une telle situation.

Ils mesurent la perte de valeur associée à l'augmentation de l'endettement de plusieurs manières. Tout d'abord, ils regardent l'évolution de la marge opérationnelle (définie comme le ratio EBITDA / Chiffre d'affaire). Ils observent une augmentation de 12,8 % de cette marge l'année qui suit l'opération. Le ratio des cash-flows sur le CA augmente aussi de manière élevée (52,9%). L'entreprise gagne donc de la valeur immédiatement après avoir reçu un volume de dette supplémentaire. Les auteurs justifiaient cela en reprenant un argument de Jensen. Ce dernier affirmait, que ces augmentations s'expliquaient par le fait que l'entreprise pouvait à nouveau fonctionner normalement pendant quelques temps. Une fois cette année écoulée, ils observent une forte dégradation de ces ratios. D'une manière générale, ils observent que les marges nettes et opérationnelles des sociétés de leur échantillon augmentent immédiatement après la transaction, puis diminuent au moment où l'entreprise commence à connaître des difficultés financières. Enfin, elles rebondissent une fois que ces difficultés sont résolues. Ils notent une diminution de ces marges de 10 à 15 % entre le début de la période de difficultés financières et leur résolution. C'est en mesurant la perte de valeur à l'aide des valeurs de marché de la dette et des fonds propres, qu'ils constatent une diminution comprise

entre 10 et 20 % de la valeur de l'entreprise au moment où elle connaît des difficultés financières.

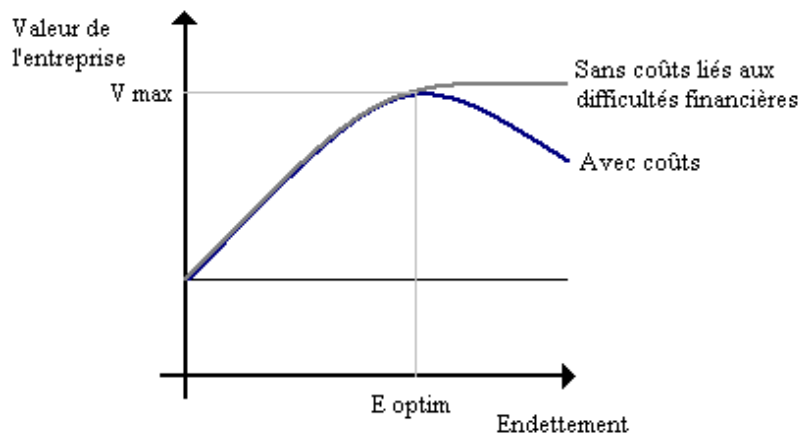
Nous avons vu quelles étaient les variables quantitatives permettant de mesurer le coût des difficultés financières. Après avoir fait cela, les deux auteurs proposent de mesurer ce paramètre avec des données qualitatives : la réduction des investissements en capital, la vente d'actifs à des prix inférieurs à leur prix de marché, les pertes liées aux fournisseurs et aux clients. Ainsi, ils notent que toutes les entreprises étudiées ont dû réduire leurs investissements. Seulement un peu plus de la moitié a dû vendre des actifs à des prix trop faibles. Enfin, une partie d'entre elles seulement a subi des coûts liés à la dégradation des relations avec leurs clients et fournisseurs.

b. La théorie du compromis

C'est en partant du constat que l'endettement n'est pas uniquement une source de bénéfices pour l'entreprise, que Kraus et Litzenberger, vont proposer, en 1973, une première version de la théorie du compromis. Ils affirment alors, qu'en comparant les avantages et les inconvénients de la dette, on peut déterminer le niveau optimal du levier pour une entreprise. En reprenant la définition donnée par Berk et DeMarzo (p. 530), cette théorie stipule que « *la valeur d'une entreprise endettée est égale à la valeur d'une entreprise non endettée, augmentée de la valeur actuelle des économies d'impôt réalisées du fait de l'endettement et diminuée de la valeur actuelle des coûts liés aux difficultés financières potentielles* ».

Ainsi, il existerait un niveau de levier optimal maximisant les avantages de la dette et minimisant les coûts liés aux difficultés financières. Autrement dit, le niveau de levier optimal d'une entreprise est celui où les gains marginaux liés à l'endettement sont entièrement compensés par les coûts marginaux. C'est à ce niveau que la valeur de l'entreprise est la plus élevée.

On peut résumer ce résultat dans le graphique suivant :



Cette théorie du compromis, en incluant les coûts liés aux difficultés financières, permet de répondre à plusieurs critiques formulées à l'encontre des articles de Modigliani et Miller. Elle fait toutefois plusieurs simplifications que les auteurs ont remises en question progressivement.

2. Théorie de l'agence et endettement des entreprises

La théorie de l'agence est une branche de la recherche économique, qui s'intéresse aux conséquences du problème principal-agent. Elle a été développée par Jensen et Meckling en 1976. Ils écrivaient alors qu'il « *existe une relation d'agence lorsqu'une personne (le principal) a recours aux services d'une autre personne (l'agent) en vue d'accomplir en son nom une tâche* ».

Le problème d'une telle relation est qu'elle fait naître des conflits d'intérêt, c'est-à-dire une situation où les deux acteurs ont des préférences divergentes. Dans le cadre d'une entreprise, ces conflits peuvent être de différentes sources : entre le dirigeant et les actionnaires, entre les actionnaires et les créanciers ou entre le dirigeant et les salariés. Les auteurs ont utilisé la théorie de l'agence pour présenter le rôle de la dette dans ces conflits et montrer comment un niveau d'endettement optimal peut permettre de les minimiser.

Nous allons voir, dans un premier temps, en quoi un niveau de dette excessif fait peser des coûts d'agence sur l'entreprise. Puis, nous verrons qu'inversement, la dette peut aussi jouer un rôle de discipline pour limiter ces coûts.

a. Les coûts d'agence de la dette

Les théoriciens, qui présentent les coûts d'agence de la dette, montrent que le niveau du levier peut modifier le comportement d'un dirigeant. L'un des premiers articles sur cette question est l'article de Jensen et Meckling que nous venons de mentionner. Les deux auteurs démontrent le problème de sur-investissement, qui peut apparaître dans le cadre où un dirigeant-actionnaire détient 100 % du capital, mais où ce capital représente une très faible fraction du passif de l'entreprise. Dans leur modèle, ce dirigeant est amené à choisir entre deux projets d'investissement, l'un plus risqué que l'autre (au sens de l'étalement à moyenne constante). En tant que créancier résiduel des résultats de l'entreprise, l'actionnaire aura tendance à choisir le projet le plus risqué. Dans le cas où le projet réussit, il rembourse ses créanciers et empêche un profit non négligeable. Dans le cas où le projet échoue, les créanciers essuient une grande partie des pertes alors que le dirigeant-actionnaire ne perd que le faible capital qu'il avait placé initialement dans l'entreprise. Les auteurs parlent alors de problème de « substitution d'actifs » lorsque les actionnaires ont tendance à changer le profil de risque des projets afin de faire porter aux créanciers l'essentiel des risques.

Dans leur étude de 1997, Andrade et Kaplan affirment ne jamais observer un tel comportement. Ils avancent la justification suivante. Comme les entreprises qu'ils étudient reçoivent un prêt supplémentaire alors même qu'elles sont déjà très endettées, les banques imposent un certain nombre de covenants à leurs clients. Ces covenants, qui limitent la liberté d'action des entreprises dans leurs décisions financières, empêcheraient l'apparition de tels problèmes.

A l'inverse, l'argument suivant nous montre les risques d'un sous-investissement de la part de l'entreprise. Celui-ci a été formulé par Myers (1977) et suppose un endettement élevé et l'apparition de difficultés financières. Dans ce cas de figure, le dirigeant, supposé agir dans l'intérêt des actionnaires, peut refuser d'entreprendre des projets à VAN positives. L'exemple suivant est fourni par Berk et DeMarzo. Une entreprise peut investir 100 000 € aujourd'hui, ce qui lui rapportera de manière sûre 150 000 € dans un an. En supposant un taux d'intérêt raisonnable, la VAN de ce projet est largement positive. Toutefois, l'entreprise étant trop endettée, la valeur de marché de la dette n'est plus que de 900 000 €, alors que sa valeur comptable vaut 1 000 000 €. Ce projet doit donc être financé uniquement par action. Au final, s'il est entrepris, les créanciers vont recevoir les 100 000 € qui manquent au remboursement

de leur dette, alors que les actionnaires, qui ont investi 100 000 €, ne toucheront que les 50 000 € résiduels. De leur point de vue, l'entreprise n'a pas intérêt à investir.

Ainsi, une entreprise trop endettée et ayant des difficultés financières pourra choisir de ne pas investir de manière optimale. Il y a donc un problème de sous-investissement.

b. Les gains d'agence de la dette

Nous avons présenté les principaux coûts d'agence de la dette en présence de difficultés financières. Il convient maintenant de présenter les gains d'agence. Dans ce modèle, les auteurs analysent le comportement d'un acteur clé de l'entreprise : le dirigeant. Celui-ci défend aussi ses intérêts, ce qui peut l'amener à ne pas toujours agir dans l'intérêt des actionnaires. On peut présenter la dette comme un moyen d'inciter le gérant à agir dans leurs intérêts et donc réduire les problèmes d'agence. Trois arguments ont été développés pour soutenir cette idée.

Tout d'abord, en se finançant par dette plutôt que par émission d'action, une entreprise évite la dilution de son actionnariat. En maintenant un actionnariat plus concentré, le contrôle des actionnaires sur le dirigeant est meilleur, l'empêchant ainsi d'agir contre leurs intérêts.

Ensuite, Jensen, dans un article de 1986, pose l'hypothèse des flux de trésorerie disponible et se place dans le cadre du conflit entre les dirigeants et les actionnaires. Comme on le sait, les dirigeants sont nommés par les actionnaires et sont supposés agir dans leurs intérêts, c'est-à-dire vers la maximisation de leur richesse et donc vers la maximisation de la valeur de l'entreprise. Toutefois, les dirigeants, notamment pour des raisons de prestige et de rémunération ont tendance à vouloir faire grandir leur entreprise au maximum. Ils sont donc incités à investir le plus possible, même si ces investissements ne satisfont pas au critère de la maximisation de la richesse des actionnaires.

Jensen s'intéresse à la politique de distribution d'une entreprise lorsque celle-ci dispose d'un niveau de cash-flow récurrent élevé. La distribution des bénéfices réduit les ressources dont dispose un dirigeant pour faire grandir son entreprise. Celui-ci souhaite donc un taux de distribution des bénéfices le plus faible possible. Lorsque les cash-flows sont élevés, le gérant peut financer plus facilement des projets qui ne satisfont pas au critère des investissements à VAN (Valeur Actuelle Nette) positive et qui vont donc contre l'intérêt des actionnaires. A titre d'exemple, il reprend l'exemple de l'industrie pétrolière dans les années 1970 et 1980.

Avec l'augmentation des prix du pétrole, les dirigeants de ces sociétés contrôlaient des sommes d'argent très importantes. Au lieu de les distribuer aux actionnaires, ils ont choisi de les réinvestir dans des projets de diversifications. Les acquisitions effectuées alors se sont avérées très peu rentables.

Pour Jensen, la dette est un bon moyen de régler ce problème. Dans cette optique, elle permettrait de discipliner le comportement du dirigeant en réduisant les flux de trésorerie lui permettant d'opter pour de tels projets. Avec moins de cash-flows disponibles, les dirigeants sont incités à gérer l'entreprise de manière plus efficace.

Jensen justifie son point de vue en montrant que la plupart des émissions de titres visant à accroître le poids de la dette dans le bilan d'une entreprise, comme les rachats d'actions, se traduisent par une hausse du prix de l'action de l'entreprise. A l'inverse, les opérations visant à augmenter le poids des fonds propres (émission d'actions, conversion d'obligations) voient généralement le cours des actions diminuer. Il précise toutefois, que ce raisonnement ne s'applique qu'à partir du moment où l'entreprise ne dispose pas d'opportunité d'investissement rentable. En disciplinant le dirigeant et en l'obligeant à plus d'efficacité dans sa gestion, la dette permettrait donc une augmentation de la valeur de l'entreprise. Il explique aussi le succès des opérations de LBO (*Leverage Buy Out*) par cette caractéristique disciplinaire de la dette. Les LBO sont des opérations qui répondent particulièrement bien à ce cadre puisqu'elles consistent à racheter une entreprise, généralement très rentable, en s'endettant le plus possible.

Enfin, certains auteurs apportent un dernier argument en faveur de l'endettement. Pour eux, le fait que la dette soit une menace de voir surgir des difficultés financières n'a pas que des côtés négatifs. En effet, le risque de faillite peut amener un certain nombre d'acteurs à accepter plus facilement certaines décisions allant dans le bon sens pour l'entreprise. C'est ainsi que les salariés et les syndicats acceptent d'autant plus facilement de travailler davantage ou de gagner moins si l'entreprise menace de faire faillite et cela dans le but de préserver leur emploi.

Finalement, en prenant en compte tous ces éléments, on devrait pouvoir trouver un niveau de dette optimal maximisant la valeur de marché d'une entreprise. On retrouve ici l'idée d'un arbitrage entre les coûts et les bénéfices de l'endettement pour déterminer le niveau du levier.

3. La théorie du financement hiérarchique

a. Principes théoriques

La théorie du financement hiérarchique (ou *Pecking order Theory*) a été proposée par Myers dans un article de 1984. Cette théorie stipule qu'une entreprise, pour financer de nouveaux investissements se tourne d'abord vers l'autofinancement (disponibilités, bénéfices non distribués, réserves...), puis émet de la dette et enfin, s'il lui manque encore des fonds, émet des actions supplémentaires.

Pour comprendre cette théorie, il faut d'abord revenir sur la notion d'asymétrie d'information. On parle d'asymétrie d'information lorsque l'information n'est pas répartie de manière homogène entre les agents. Ce phénomène intéresse largement les sciences économiques puisque l'on retrouve de nombreuses situations où ce problème se manifeste. Dans n'importe quel contrat, une partie dispose de plus d'informations que les autres et, en se comportant rationnellement, devrait essayer d'en tirer profit. Les asymétries d'information ont deux conséquences principales : elles créent des problèmes d'aléa moral et d'anti-sélection (ou de sélection adverse).

On parle d'aléa moral lorsqu'un agent est amené à changer de comportement à la suite d'une transaction. En économie bancaire, on présente souvent l'exemple suivant. Un dirigeant emprunte une somme d'argent à son banquier en lui disant qu'il souhaite financer un projet dont le rendement est faible mais sûr. Une fois qu'il a touché l'argent, l'entrepreneur peut être amené à changer de projet en choisissant de financer un projet plus risqué, mais potentiellement beaucoup plus rentable. Il est incité à un tel comportement car il ne perdra que peu d'argent en cas d'échec (on fait généralement l'hypothèse de responsabilité limitée) et peut potentiellement en gagner beaucoup en cas de succès. Ces problèmes d'aléa moral ont une solution coûteuse : le banquier doit engager des frais de surveillance du projet.

Le deuxième problème provoqué par les asymétries d'information est le phénomène d'anti-sélection. Il a été mis en avant dans la littérature financière par George Akerlof, dans un article de 1970. Ce problème intéresse beaucoup la finance et est un préalable important pour comprendre les fondements de la théorie du financement hiérarchique. L'auteur l'a présenté en partant du marché des voitures d'occasion. Nous allons reprendre son exemple avant de

présenter l'enjeu en finance. Akerlof dit que, lorsqu'ils achètent une voiture d'occasion, la plupart des gens n'ont pas les connaissances nécessaires pour distinguer une bonne voiture d'une mauvaise voiture. Il suppose, par ailleurs, que ce marché est composé à 50 % de bonnes voitures et à 50 % de mauvaises voitures. Les acheteurs, sachant cela, vont établir un prix d'équilibre en faisant, en quelque sorte, une moyenne entre les prix des deux catégories de voitures. Les vendeurs disposent, eux, de l'information exacte quant à la qualité de leurs voitures. Un vendeur, ayant une bonne voiture va refuser de vendre son bien, car il sait que le prix proposé ne reflète pas la qualité de sa voiture. Finalement, seules les voitures de mauvaises qualités vont rester sur le marché. L'équilibre du marché est sous-optimal puisque seules les mauvaises affaires vont trouver preneurs.

Cet exemple est généralisable à de nombreuses situations économiques. A partir du moment où une catégorie d'agents détient des informations cachées sur la nature du bien qu'ils vendent, les acheteurs vont exiger une réduction du prix pour prendre en compte le risque encouru. Nous allons voir en quoi, on peut trouver un argument similaire lorsque les grandes entreprises procèdent à des émissions d'actions. Nous partons pour cela du modèle utilisé par Myers et Majluf dans leur article de 1984. Dans le cadre de cet article, un dirigeant veut entreprendre un projet, qu'il finance par émission d'actions. On retrouve ici les asymétries d'information dans le fait que le dirigeant dispose de plus d'informations quant à la qualité de son projet que les investisseurs potentiels. Le dirigeant est supposé agir dans l'intérêt des actionnaires actuels.

En raison du phénomène de sélection adverse, les investisseurs, qui se portent acquéreurs des titres de l'entreprise, vont exiger une décote sur le prix des actions. Ils n'en achèteront qu'à partir du moment où le prix proposé leur semble attractif. Le dirigeant, en agissant dans l'intérêt des actionnaires ne devrait donc lancer d'augmentations de capital, que lorsqu'il estime que le cours des actions est surévalué.

La conséquence directe de cela est la baisse du cours des actions après une augmentation de capital. Les augmentations de capital sont donc coûteuses pour l'entreprise en raison de ce problème de sélection adverse. Les études empiriques confirment cette intuition en montrant que le cours des actions chute en moyenne de 3 à 5 % suite au lancement d'une augmentation de capital.

Nous allons poursuivre ce raisonnement pour comprendre comment Myers (1984) en arrive à énoncer la théorie du financement hiérarchique. Au début de son article, il dit que les auteurs comprennent encore peu les déterminants réels de la structure financière. Il énonce toutefois trois faits stylisés sur la stratégie financière des entreprises. Tout d'abord, les entreprises préfèrent les moyens de financement internes. Ensuite, elles adaptent leur taux de distribution des bénéfices en fonction des opportunités d'investissement, qui s'offrent à elles. Enfin, si elles doivent recourir à un financement externe, les entreprises privilégient les titres les plus sûrs. Ainsi, elles émettent d'abord de la dette, puis des titres hybrides, comme les obligations convertibles et enfin, s'il leur reste encore des besoins de financement, elles se tournent vers les marchés actions.

Comme on l'écrivait précédemment, les asymétries d'information expliquent ce choix relatif. Elles ne font peser aucun coût sur l'entreprise lorsque celle-ci utilise ses ressources internes pour se financer. L'un des arguments généralement avancés pour justifier le choix des dirigeants d'utiliser en priorité des financements internes est qu'ils leur évitent de devoir subir la surveillance d'acteurs externes à l'entreprise. Ensuite, elles font apparaître des coûts relativement limités lorsqu'une entreprise a recours à un financement bancaire. Ces coûts relativement faibles proviennent du fait que les banques peuvent établir des relations de long terme et des relations de confiance avec les entreprises et surveiller de près leurs agissements. Ainsi, elles parviennent à leur proposer des capitaux à un prix correct, c'est-à-dire à un prix reflétant leur risque réel. Enfin, les financements par émission d'actions sont les plus coûteux puisque le niveau des asymétries d'information est maximal entre les dirigeants et les nouveaux actionnaires. On en déduit alors l'ordre dans lequel une entreprise choisit parmi les ressources qui se présentent à elle.

Myers précise, que, contrairement à la théorie du compromis, où l'on peut trouver un levier optimal, il n'y a pas, dans le cadre de cette théorie, de cible d'endettement. Le levier des entreprises reflète ici leur besoin, plus ou moins grand de financement externe. Par ailleurs, il affirme que cette théorie ne s'applique pas lorsqu'une entreprise dispose de nombreuses opportunités d'investissement. Dans ces conditions, elle préférera émettre de nouvelles actions, pour préserver sa capacité d'endettement.

L'auteur reconnaît aussi, que, lorsque l'on regarde les entreprises individuellement, on peut trouver de nombreux exemples ne respectant pas cette hiérarchie. Toutefois, il affirme qu'à

l'échelle macroéconomique, on observe que les entreprises suivent ce comportement. Il en donnait comme preuve le fait que les bénéfices non distribués couvraient plus de 60 % des dépenses d'investissement des entreprises dans les années 1970. Berk et DeMarzo affirment que les études de l'INSEE aboutissent à une même proportion lorsqu'elles étudient les sources de financement des entreprises françaises depuis 1995. De plus, on note aussi, dans les données agrégées, que l'essentiel des besoins de financement externe sont satisfaits par des emprunts, ce qui va aussi dans le sens de cette théorie.

b. La théorie du financement hiérarchique dans les pays émergents

Dans les pays émergents, les imperfections de marchés sont censées être plus prononcées. Ainsi, les problèmes d'asymétries d'information devraient être plus importants. C'est un argument qui a d'abord été avancé dans un article de Mueller et Peev de 2003. En effet, dans ces pays, les investisseurs disposent de moins d'informations que dans les économies avancées, soit parce que les normes juridiques imposant de diffuser un certain nombre d'informations n'existent pas, soit parce que leur application laisse fortement à désirer. Une autre raison pour laquelle les investisseurs disposent de moins d'informations se retrouve dans le fait que la couverture faite par les analystes financiers est bien plus effective dans les pays développés que dans les pays en développement. De plus, l'information peut être plus facilement manipulée par les dirigeants et la longueur ainsi que la difficulté des recours judiciaires rendent toute action en justice pour les actionnaires moins intéressante. Seifer et Gonenc (2008) reprennent cette idée pour tester la théorie du financement hiérarchique dans les pays émergents, en disant que le contexte même de ces pays devrait renforcer les implications de cette théorie. Leur étude nous intéresse car la Pologne est encore considérée en Europe, comme un pays émergent.

Ils affirment qu'en raison d'asymétries d'information plus importantes, le financement des entreprises de ces pays devrait reposer davantage encore sur les capitaux internes. Ils reprennent ensuite une observation formulée par Delcour (2007), qui suggérait une théorie du financement hiérarchique modifiée dans les pays émergents. Selon elle, l'ordre serait désormais : financement interne puis fonds propres et en dernier recours financement bancaire puis obligataire. Elle arrivait à cette conclusion en rapportant une relation économétrique négative entre l'endettement et la rentabilité des entreprises, ce qui prouve que les entreprises disposant de flux de trésorerie suffisants peuvent se passer d'endettement (nous expliciterons

cette idée dans la partie suivante). Mais, elle relevait aussi, que les financements bancaires étaient essentiellement des financements à court terme. Comme les marchés obligataires de ces pays sont très peu développés, elle en arrivait à la conclusion que les sociétés avaient davantage recours, lorsqu'elles cherchaient des capitaux externes durables, à des émissions de fonds propres qu'à des émissions de dettes.

D'une manière générale Seifer et Gonenc notent que les émissions d'actions sont beaucoup plus fréquentes qu'elles ne devraient l'être selon la théorie étudiée. Les entreprises de ces pays font des augmentations de capital en moyenne une fois tous les trois ans. Parmi les données que nous avons recueillies sous Bloomberg pour mener l'étude, qui apparaîtra dans la dernière partie de ce devoir, nous avons des informations sur les augmentations de capital et la levée de dette obligataire en Pologne. Ces informations concernent les entreprises cotées au Warsaw Stock Exchange entre 2000 et 2008. Et, nous observons sur cette période 450 augmentations de capital (en incluant les introductions en bourse) contre seulement 66 émissions obligataires. La levée de fonds propres est effectivement bien plus utilisée par ces entreprises que la levée de dette obligataire. De plus, comme on l'a remarqué dans un graphique plus haut, le ratio de la dette totale sur les actions ordinaires décroît largement sur la période et reste toujours bien inférieur à un. Nos données confirment donc, pour la Pologne, l'idée que les entreprises préfèrent se financer en émettant des actions que de la dette. Il y aurait effectivement un « *Pecking order* » différent en Pologne.

Myers, dans son article de 2001 (p. 81) concluait en affirmant : « *il n'y a pas de théorie universelle à propos du choix dette-fonds propres et pas de raison d'en espérer une* ». D'autres auteurs concluent quant à l'impossibilité d'obtenir un modèle synthétique décrivant le comportement de toutes les entreprises. Au contraire, on dispose de plusieurs modèles permettant d'expliquer les principaux choix faits par les entreprises en matière de structure financière. Depuis quelques années, de nouveaux développements apparaissent, comme la théorie du compromis dynamique, mais ils n'offrent pas encore une vision synthétique de la question.

Après nous être penchés sur les réponses théoriques apportées par les auteurs sur la question de l'endettement, nous allons maintenant nous intéresser aux travaux empiriques. Ceux-ci ont généralement été réalisés postérieurement aux études théoriques. Nous avons noté que la plupart des avancées dans la théorie des choix de structure financière ont été effectuées dans les années 1980. Dans un article de 1988, Titman et Wessels notaient (p. 1) que « *les travaux empiriques dans ce domaine sont en retard sur les recherches théoriques, peut être parce que les attributs propres aux entreprises sont exprimés par des concepts assez abstraits, qui ne sont pas directement observables* ». Ces deux auteurs, dans le cadre de cet article, sont parmi les premiers à vouloir appuyer les arguments théoriques par des résultats empiriques. Ils ont donc commencé à proposer une liste de variables pour modéliser certains concepts théoriques. Depuis, de nombreux auteurs se sont emparés de la question et ont mené des études empiriques. Nous allons maintenant nous intéresser à ces articles, où les auteurs utilisent des méthodes économétriques pour mesurer l'impact de différentes variables sur le niveau d'endettement d'une entreprise.

IV. LES DETERMINANTS DU LEVIER : UNE COMPARAISON ENTRE ECONOMIES DEVELOPPEES ET ANCIENNES ECONOMIES COMMUNISTES

On dispose désormais de nombreuses études empiriques sur les déterminants du levier des entreprises. Toutefois, les premières études dans lesquelles les chercheurs en économie et en finance se sont intéressés à cette question sont assez récentes. L'article ayant servi de référence à ces recherches date de 1995. Il a été écrit par Rajan et Zingales et publié dans le *Journal of Finance*. Les deux auteurs proposent une étude sur les grandes entreprises non financières des pays du G7. Après avoir présenté des données générales sur le niveau d'endettement des entreprises en fonction de leur pays d'origine, et mis en avant les différences entre les pays, ils proposent des explications pour interpréter ces différences. Il y aurait tout d'abord un certain nombre de facteurs spécifiques aux pays, comme les différences de législations ou le plus ou moins grand degré de développement des marchés financiers. Après avoir expliqué les différents niveaux de levier par les différences institutionnelles observées entre les pays, ils cherchent à l'expliquer par les caractéristiques propres aux entreprises.

Depuis cette étude, ces questions ont connu de nombreux développements. D'une part, la liste des variables explicatives s'est sensiblement agrandie. Et d'autre part, c'est la couverture géographique de cette étude qui a changé. Rajan et Zingales ne se sont penchés que sur les grandes entreprises des pays développés. D'autres auteurs ont, par la suite, mené des études élargissant considérablement l'échantillon, à la fois vers d'autres types d'entreprises, mais surtout vers d'autres zones économiques comme les pays en développement ou pays en transition.

L'objet de cette section va être de rappeler les conclusions obtenues par les différents auteurs. Nous rappellerons brièvement, dans un premier temps, les résultats des études consacrées aux déterminants macroéconomiques et institutionnels du levier. Puis, nous passerons aux déterminants microéconomiques ou propres aux entreprises. L'un des objectifs de ce mémoire étant de présenter une régression des déterminants microéconomiques du levier des entreprises polonaises cotées, nous nous attacherons donc à présenter plus en détails la méthode utilisée dans ces études et les résultats obtenus sur cette question.

A. Les déterminants macroéconomiques et institutionnels de l'endettement des entreprises

1. Débats autour de la définition du levier

Avant de présenter les études relatives à ces questions, il convient de préciser ce que nous entendons par levier et comment les auteurs l'ont défini. Le levier correspond au niveau de dette présent dans le bilan des entreprises. La notion de dette peut recouvrir plusieurs éléments du passif d'une entreprise. Outre les aspects liés à la maturité de la dette (dette à court ou long terme), on peut choisir d'inclure différentes catégories de dettes : dette bancaire, dette commerciale ou dette fiscale.

La définition la plus large du levier est celle du ratio $(\text{Passif} - \text{Fonds Propres}) / \text{Total Actif}$. Le problème de cette définition est qu'elle inclut entre autres les dettes fournisseurs ou, pour les entreprises anglo-saxonnes, les provisions pour faire face aux retraites. Ainsi, on peut imaginer un ratio où l'on retirerait encore ces éléments avant de diviser le tout par le total des actifs. Certains auteurs font aussi la distinction entre la valeur de marché de la dette et sa valeur comptable. Les résultats obtenus varient évidemment en fonction de ces paramètres.

Si Rajan et Zingales, dans leur article de 1995, s'attachent à présenter leurs résultats en distinguant entre différents modes de calcul du levier, la plupart des auteurs définissent généralement un mode de calcul précis (voire deux lorsqu'ils font la distinction entre dette totale et dette à long terme). Ce mode de calcul dépend notamment de la population d'entreprises étudiées. Il peut faire varier assez sensiblement le niveau du levier. Nous précisons donc ce mode de calcul lorsque nous évoquerons les résultats obtenus.

2. Résultats des études sur les économies développées

Nous allons commencer par évoquer l'article de Rajan et Zingales. Il est devenu une référence dans la littérature financière et a servi de point de départ à de nombreux travaux ultérieurs. C'est la première étude, dont l'objectif est de mener une comparaison internationale de la structure du bilan des entreprises non financières. Celle-ci s'intéresse aux sociétés anonymes (*public companies*) des pays du G7, c'est-à-dire les Etats-Unis, le Japon, l'Allemagne, la France, l'Italie, le Royaume-Uni et le Canada pour une période allant de 1987 à 1991. Ils utilisent les bilans consolidés de ces entreprises, tout en précisant que la comparaison peut être légèrement biaisée car les principes comptables diffèrent légèrement entre ces pays.

L'échantillon contient 4554 entreprises, dont plus de la moitié sont des entreprises américaines.

Comme précisé précédemment, les résultats obtenus varient en fonction de la définition du levier. Les entreprises anglo-saxonnes affichent un levier plus faible, de 56 % (contre 70 % pour les entreprises des autres pays) lorsque le levier est défini comme le ratio : $(\text{Passif} - \text{Fonds propres}) / \text{Total bilan}$. Si l'on retient une autre définition : $\text{Dette totale} / \text{Total bilan}$, les résultats obtenus changent. L'Allemagne et le Royaume-Uni ont désormais les niveaux de levier les plus faibles, à la fois en prenant en compte les valeurs de marché et les valeurs comptables. En considérant le ratio $\text{Dettes} / \text{Fonds propres}$, les Etats-Unis ont un levier moyen à 38 %, le Royaume-Uni à 28% alors que la France, l'Italie et le Japon ont des leviers compris entre 47 et 53 %.

Afin de généraliser ces résultats, ils affirment, que le levier des entreprises allemandes et anglaises est plus faible qu'ailleurs. Les entreprises des Etats, qui détiennent généralement une plus grande participation dans l'économie (France et Italie) ont un niveau de dette plus important. De même, dès lors que l'entreprise présente des comptes consolidés, le levier est supposé augmenter.

A partir de ces faits, ils vont pouvoir remettre en cause certaines idées préconçues. Comme nous l'avons évoqué précédemment, la littérature financière tend à faire une distinction entre deux catégories de pays développés : ceux où les institutions bancaires prédominent dans le financement de l'économie (l'Allemagne, la France, l'Italie et le Japon) et ceux où les marchés financiers auraient un rôle prépondérant (Etats-Unis, Royaume-Uni et Canada). Du fait de leurs résultats, ils veulent nuancer cette dichotomie. Pour eux, d'autres explications institutionnelles sont à rechercher pour comprendre les variations des niveaux d'endettement entre les pays. Ainsi, ils prennent en compte quatre variables institutionnelles pouvant intervenir dans les choix de structure financière faites par les entreprises.

Ils analysent tout d'abord le rôle la fiscalité. En vertu de la théorie financière exposée dans la partie précédente, plus le taux de l'impôt sur les sociétés est élevé, plus une entreprise a intérêt à s'endetter. Certains auteurs affirmaient que les impôts n'ont pas de pouvoirs explicatifs. Les deux chercheurs sont ici plus prudents. Ils affirment que cette question mériterait davantage d'investigations, avec notamment la prise en compte de la fiscalité dans son ensemble, c'est-à-dire en incluant aussi la fiscalité des personnes physiques et non seulement celle des personnes morales.

Ils passent ensuite à l'analyse du rôle des lois sur la faillite et de son application. En reprenant les arguments d'autres auteurs, ils écrivent que ces lois sont un élément intégral du contrat de dette. Les systèmes privilégiant le droit des créanciers, devraient voir l'endettement des entreprises augmenter. Dans ce cadre, le droit américain privilégie davantage la poursuite de l'activité en cas de difficultés, au détriment des créanciers d'une société. Cela peut expliquer le faible niveau de dette observé dans les bilans de ces entreprises. A l'inverse, le droit allemand apporte plus de garantie aux créanciers.

Ils reviennent ensuite sur la division entre les systèmes plutôt tournés vers les banques et ceux davantage orientés vers les marchés financiers. Comme on l'a déjà écrit, ils ne trouvent pas dans le levier des entreprises étudiées un moyen de différencier sérieusement les deux systèmes. Ils proposent de corriger cette vision en établissant une différence entre des pays où les entreprises préféreraient des financements publics (émission d'actions ou d'obligations) et ceux où elles préféreraient des financements privés (prêts bancaires).

Enfin, ils s'interrogent sur le rôle de la concentration de la propriété et du marché des prises de contrôle. Ils notent que la propriété des entreprises est beaucoup plus diffuse dans les pays anglo-saxons et le marché des OPA (offres public d'achat) hostiles est plus actif. Toutefois, ils concluent qu'au regard des données, on ne peut pas établir de relation claire entre la concentration de l'actionnariat et le levier des entreprises. Par contre, une forte pression au niveau des acquisitions hostiles devrait amener les entreprises à s'endetter davantage afin de les rendre moins attractives aux yeux d'acquéreurs potentiels. En effet, une dette plus importante signifie aussi des cash-flows disponibles plus faibles pour les acquéreurs. Ils appuient cette intuition en montrant que les Etats-Unis, pays où la pression du marché est forte, est le seul pays où les émissions d'actions ont été plus faibles que les rachats d'actions entre 1984 et 1991. Cela signifie donc que ces entreprises ont davantage utilisé la dette pour se financer.

Dans un article de 2008, trois auteurs, A. de Jong, R. Kabir et T. Nguyen reprennent l'étude des déterminants propres aux pays tout en élargissant l'échantillon et en appliquant une méthode économétrique sur les déterminants institutionnels du levier. Leur étude porte sur 42 pays et près de 12 000 entreprises. Parmi les variables dépendantes, ils incorporent certains indicateurs dont l'influence sur le levier semble évidente, comme le niveau de développement des marchés obligataires dans un pays. Pour ce qui est de la l'influence de la variable « imposition », ils écrivent ne s'attendre à aucun résultat significatif. En effet, du fait de

l'internationalisation de la plupart des entreprises de leur échantillon, il est difficile de dire quel droit fiscal s'applique pour ces sociétés car leur imposition globale va dépendre davantage de normes internationales que nationales.

Ils obtiennent de nombreux résultats. Nous allons présenter les principaux résultats significatifs. Le développement des marchés obligataires a un impact positif sur le levier. Ensuite, et assez étonnement, ils trouvent que le degré de protection des créanciers influe négativement sur l'endettement. Si on aurait intuitivement pensé l'inverse, ils suggèrent que cette variable a un impact négatif sur la demande de crédit de la part des entreprises. En effet, si les créanciers peuvent retrouver plus facilement leur argent, cela signifie que l'entreprise, qui n'a pas respecté ses obligations sera mise plus rapidement en faillite. Une protection plus grande des créanciers fait augmenter les coûts liés aux difficultés financières pour les entreprises et donc baisser le levier. Enfin, ils trouvent que le taux de croissance du PIB est positivement corrélé avec le levier. Dans les pays où la croissance est plus forte, les entreprises sont davantage tentées de s'endetter. Le respect et la réelle application des normes législatives (« *country's legal system enforcement* ») a plusieurs conséquences sur les caractéristiques des entreprises. Un meilleur respect des lois se traduit par une rentabilité plus élevée. Comme suggéré, la variable « imposition » n'a pas de réel impact sur le levier dans une comparaison internationale. La protection des droits des actionnaires a un effet positif et significatif sur la taille de l'entreprise et un effet négatif et significatif sur la rentabilité.

Le levier des entreprises est donc bien influencé par un certain nombre de variables propres aux pays. Les auteurs en concluent que ces caractéristiques ne devraient pas être négligées lors des comparaisons internationales des niveaux de dette.

3. Résultats des études sur les économies des pays en développement et en transition

Une étude similaire a été menée sur les pays en transition. Elle est parue dans un article de Nivorozhkin en 2005. Plusieurs conclusions en ressortent. Tout d'abord, et assez logiquement, le levier agrégé des entreprises d'un pays est corrélé positivement avec le ratio Part de crédit domestique au secteur privé / PIB, négativement avec la capitalisation boursière, ce qui montre que les marchés actions peuvent devenir une alternative au financement par crédit bancaire. Ensuite, l'auteur montre que plus un pays bénéficie de flux importants d'IDE

(investissement direct à l'étranger) entrants, moins le levier est élevé. En effet, les IDE étant des investissements en fonds propres, ils représentent une source de financement alternative à l'endettement pour les entreprises. Il note encore que plus la privatisation des banques d'un pays est avancée, plus les entreprises s'endettent. Il en va de même avec la part des investissements dans le PIB.

Dans un article de 2004, S. Agarwal et H. Mohtadi, mènent une enquête semblable sur les pays en développement. Ils avancent que, dans les PVD (pays en voie de développement), les banques, du fait d'un environnement macroéconomique instable, ne peuvent pas apporter correctement les capitaux nécessaires aux entreprises. Parmi les résultats significatifs, ils notent que le développement du marché action réduit le levier, alors que le développement du marché bancaire l'augmente. Ils observent aussi que les flux d'IDE entrants favorisent le financement par fonds propres dans le court terme (sans effet dans le long terme).

Voilà les résultats obtenus à partir de quelques études s'intéressant aux conséquences de l'environnement macroéconomique d'un pays sur l'endettement des entreprises.

On va maintenant passer aux déterminants du levier qui sont propres aux entreprises.

B. Les déterminants microéconomiques

Dans le cadre de ce paragraphe, nous allons tout d'abord présenter les différentes variables retenues par les auteurs lorsqu'ils font la régression du levier. Celles-ci ne sont évidemment pas choisies par hasard. Elles ont toutes un impact théorique sur la structure financière des entreprises. On expliquera lequel. On retrouve généralement les mêmes variables dans les différents articles, même si certains auteurs choisissent d'en inclure de nouvelles. Nous présenterons ensuite les résultats obtenus en fonction des économies dans les lesquelles les auteurs placent leur analyse. Nous essayerons, dans un dernier temps, de voir dans quelle mesure les prédictions théoriques sont confirmées par la réalité.

1. Les variables retenues

Dans leur article de 1995, Rajan et Zingales font la régression du levier des entreprises à partir de quatre variables : la tangibilité, le market-to-book, la taille et la rentabilité. D'autres auteurs ont ensuite complété cette liste afin de tester d'autres prédictions théoriques.

a. La tangibilité des actifs

Tout d'abord, la part d'actifs tangibles est définie comme le ratio Actifs immobilisés / Total bilan. A la différence des intangibles (brevets, marques...), les actifs tangibles sont les biens physiques, qui apparaissent dans le bilan d'une entreprise. Il s'agit par exemple des bâtiments, des machines ou des biens d'équipement. Ils ont une valeur estimable de manière plus ou moins précise et peuvent servir de garantie pour un financement bancaire. En cas de défaut sur son prêt, la banque pourra réclamer à l'entreprise l'actif sous-jacent, le vendre sur le marché secondaire et être indemnisée de ses pertes sur le non remboursement du prêt. Cela permet de réduire les coûts liés aux difficultés financières. Ainsi, en théorie, plus une entreprise dispose d'actif tangible dans son bilan, plus les banques devraient accepter de lui prêter de l'argent et donc plus son levier devrait être élevé.

Les actifs tangibles, dans leur rôle de garantie, permettent de résoudre les problèmes liés aux asymétries d'informations. Ils réduiraient d'une part les comportements de hasard moral suite à l'octroi du prêt par la banque, en alignant les intérêts de l'emprunteur sur ceux du banquier. D'après Bester (1985), la présence de garanties dans le contrat de crédit peut aussi résoudre les problèmes de sélection adverse. Ce dernier montre en effet qu'une banque peut discriminer le risque d'une entreprise en lui offrant deux contrats de crédit, dans lesquels les niveaux de garanties et de taux d'intérêt proposés ne sont pas les mêmes. Il montre que les emprunteurs peu risqués accepteront une plus forte augmentation de la garantie pour bénéficier d'une même réduction de taux d'intérêt. A l'inverse, un entrepreneur dont le projet est risqué n'acceptera pas d'augmenter la taille de la garantie qu'il donne à la banque pour réduire le coût de son emprunt. Le risque, mesuré par une plus grande dispersion des cash-flows espérés sur le projet, augmente la probabilité que l'emprunteur devra verser la garantie à la banque. Ainsi la présence d'actifs tangibles peut réduire les asymétries d'information, ce qui devrait encore augmenter le levier des entreprises.

b. Les opportunités de croissance des entreprises

Ensuite, Rajan et Zingales prennent en compte le market-to-book. C'est un ratio qui rapporte la valeur de marché d'une entreprise à sa valeur comptable. Une manière alternative de définir le market-to-book est de faire le rapport valeur de marché des fonds propres divisée par valeur comptable des fonds propres. La signification de ce ratio est la suivante : plus une société est valorisée par le marché, plus son market-to-book sera élevé. Pour les deux auteurs et dans la littérature financière, il traduit les opportunités de croissance d'une entreprise. En général, si le marché estime que le potentiel de croissance d'une entreprise est élevé, son market-to-book devrait aussi l'être. Les auteurs pensent que les opportunités de croissance devraient être négativement corrélées avec le levier. Un premier argument repris de Myers (1977) est de dire que les entreprises ayant des opportunités de croissance élevées devraient privilégier un financement par action afin de préserver leur capacité d'endettement. Leur levier devrait être plus faible pour leur permettre de saisir les opportunités d'investissement intéressantes que le marché anticipe. Un autre argument, soulevé par Titman et Wessels (1985) reprend ce que nous avons écrit précédemment. Ils affirment que les opportunités de croissance ne sont pas des actifs tangibles. Les entreprises ne peuvent pas les utiliser en tant que garantie pour émettre de la dette.

Toutefois, d'autres auteurs, notamment Weill (2004), affirment que la croissance des entreprises devrait être considérée comme la preuve d'une situation financière saine et donc favoriser l'augmentation de l'endettement des entreprises.

Certaines études mesurent la variable « croissance » différemment. Delcour (2007) utilise le ratio croissance du chiffre d'affaire / croissance du bilan et Weill (2004) la définit comme la croissance moyenne du bilan entre deux exercices. C'est une mesure tournée vers le passé, qui ne prend pas en compte les anticipations formulées par le marché. On ne peut donc pas réellement comparer ces deux idées.

c. La taille

Rajan et Zingales avancent deux arguments opposés quant à l'influence de la taille. D'une part, les grandes entreprises devraient être davantage diversifiées. Cette diversification plus grande leur permet de profiter de revenus plus stables au cours du temps et donc de faire faillite moins souvent que des entreprises opérant sur un seul secteur d'activité. On retrouve

ici la théorie du compromis avec une baisse théorique des coûts liés aux difficultés financières lorsque la taille augmente. Les grandes entreprises peuvent donc s'endetter davantage et à moindre coût, puisqu'elles présentent un risque plus faible pour la banque. On devrait donc observer un lien positif entre la taille et le levier.

D'autre part, selon la théorie du financement hiérarchique, les asymétries d'information sont réduites avec l'augmentation de la taille d'une entreprise. En effet, les informations disponibles pour les investisseurs augmentent aussi avec la taille. Une justification de ce point est d'observer que les grandes entreprises disposent d'une bien meilleure couverture par les analystes financiers que les petites. Les grandes entreprises subissent moins les coûts liés aux asymétries d'information, elles peuvent s'endetter là encore plus facilement. A l'inverse, on peut aussi penser que les grandes entreprises ont un meilleur accès aux marchés actions. Cela devrait donc favoriser les émissions d'actions et réduire l'endettement des entreprises.

La plupart des auteurs mesurent la taille en prenant le logarithme népérien du total bilan. L'intérêt de procéder ainsi est de pouvoir lisser les différences, parfois énormes, de taille entre deux entreprises.

d. La rentabilité

Enfin, ils considèrent la rentabilité des entreprises. La théorie financière anticipe ici encore deux impacts opposés de la rentabilité des entreprises sur le levier. Conformément à la théorie du financement hiérarchique, on devrait observer une relation négative. Rappelons que selon cette théorie, les entreprises préfèrent financer leurs nouveaux besoins avec les bénéfices non distribués plutôt que par emprunt. Ainsi, plus une entreprise est rentable, plus elle devrait disposer d'autofinancement et moins elle devrait emprunter aux institutions financières.

A l'inverse pour Jensen, une entreprise peut réduire ses coûts d'agence en s'endettant. L'un des principaux conflits d'intérêt au sein des entreprises est le conflit dirigeant-actionnaire à propos de la distribution des dividendes. Lorsqu'un gérant souhaite voir son entreprise grandir, il préfère limiter cette distribution afin d'investir dans de nouveaux projets. A l'inverse, les actionnaires, souhaitant maximiser leur richesse préfèrent toucher des dividendes plutôt que de voir le dirigeant investir dans des projets souvent destructeurs de valeur. Dans ce modèle, une entreprise plus rentable dispose d'un niveau « free cash flow »

plus important. Ce volume trop important présente des coûts d'agence que l'entreprise ne peut réduire qu'en s'endettant davantage. Une meilleure rentabilité supposerait donc un plus fort endettement. Enfin, d'après la théorie du compromis, une entreprise plus rentable devrait être davantage endettée puisque la dette permet de réduire l'assiette fiscale.

Ce sont les deux suppositions que nous pouvons formuler en nous plaçant du côté de la demande de crédit. Du côté de l'offre, la rentabilité témoigne généralement d'une bonne gestion de l'entreprise et d'une situation financière saine, ce qui facilite l'octroi de crédit par les banques. Une meilleure rentabilité devrait donc se traduire par un levier plus élevé.

Pour mesurer la rentabilité, les auteurs utilisent le ratio Flux de trésorerie issues des activités opérationnelles (EBIT) / Total bilan. D'autres considèrent le ROA (*Return On Assets*), c'est-à-dire le ratio Bénéfices net / Total bilan.

e. Le risque

Dans les articles sur les déterminants du levier des entreprises, on trouve aussi presque systématiquement une variable prenant en compte le risque. La mesure du risque correspond généralement à une mesure de la variabilité du résultat opérationnel. Les auteurs considèrent la plupart du temps l'écart-type du résultat d'exploitation sur la période étudiée. Pour homogénéiser les données, certains divisent par le total bilan. Contrairement à la variable précédente, on s'attend à une relation claire : le levier devrait décroître avec le risque de l'entreprise. Une variabilité plus grande du résultat augmente la probabilité que l'entreprise ne puisse pas rembourser sa dette. Du côté de l'offre de crédit, les banques devraient donc limiter l'octroi de prêt à des entreprises risquées. Du côté de la demande, le risque augmente l'apparition de difficultés financières et donc les coûts d'agence de la dette.

f. L'innovation

Dans un article de 2001, Weill utilise une variable « Innovation », en partant du constat que les entreprises innovantes sont moins endettées que les autres. L'argument développé pour justifier cela est de dire que les entreprises innovantes ont davantage de dépenses de recherche et développement à leur actif, ce qui ne constitue pas un actif tangible. De plus, ce sont des dépenses qui ont plutôt tendance à faire augmenter les asymétries d'information entre les entrepreneurs et les banquiers. Une entreprise innovante cherche souvent à protéger au

maximum ses produits des regards extérieurs. On s'attend donc à une relation inverse entre le levier et le degré d'innovation d'une entreprise.

g. La liquidité

Certains auteurs ensuite utilisent une variable « liquidité », qui mesure la part d'actifs liquides dans le bilan d'une entreprise. Elle peut être définie comme le rapport des actifs d'exploitation sur les dettes d'exploitation. Ce rapport montre si une entreprise pourrait faire face à ses obligations de court terme en liquidant ses actifs les plus liquides. Sa capacité d'endettement, au regard des banques, augmente avec ce ratio. Toutefois, on peut aussi penser qu'une entreprise disposant de plus d'actifs liquides comptera moins sur la dette pour se financer.

h. La fiscalité

D'autres introduisent aussi une variable mesurant l'impact de l'imposition. Cela reprend l'argument que nous avons évoqué plus haut : du fait de la déductibilité des intérêts de l'assiette fiscale d'une société, une entreprise devrait théoriquement s'endetter jusqu'à ce que les intérêts payés sur la dette soient proches de son résultat imposable. Du fait des économies d'impôt, la valeur de l'entreprise est maximale. La variable « impôts » correspond souvent au taux de l'impôt sur les sociétés en vigueur dans le pays étudié. Lorsque l'information est disponible, on peut aussi considérer le taux d'imposition effectif. Celui-ci varie beaucoup d'une entreprise à l'autre, du fait des spécificités des lois fiscales et de l'historique de la société. L'endettement devrait augmenter avec le taux d'imposition.

i. L'âge de l'entreprise

On trouve parfois une variable « âge », qui mesure le nombre d'années écoulées depuis la création de l'entreprise. L'impact sur le levier n'est pas évident. On peut tout d'abord penser que l'âge permet de réduire les asymétries d'information. La construction d'une bonne réputation pour une entreprise prend du temps. Un banquier aura tendance à juger sa contrepartie sur la durée. Un emprunteur, qui aura pu se forger une bonne réputation pourra obtenir de meilleures conditions d'endettement et on peut donc s'attendre à voir le levier augmenter avec l'âge. D'un autre côté, on peut aussi penser qu'une société plus vieille aura pu accumuler plus de fonds propres en réinvestissant son résultat. En vertu de la théorie du

financement hiérarchique, son financement devrait donc passer d'abord par ses réserves et ensuite par la dette. De ce point de vue là, le levier devrait diminuer avec l'âge. On ne sait donc pas trop à quoi s'attendre au niveau du signe de la variable « âge ».

j. Les autres possibilités de déductions fiscales

Dans quelques articles, les auteurs s'interrogent aussi sur l'impact des « Non-Debt Tax Shields ». La traduction en français de cette variable n'est pas forcément très facile, alors considérons plutôt l'idée à laquelle elle renvoie. On retrouve, à part les charges d'intérêt, d'autres moyens pour une entreprise de réduire son résultat imposable. Ceux-ci diffèrent selon la législation du pays dans lequel on se place. Généralement, sont aussi déductibles du résultat imposable : les provisions et amortissements, les crédits d'impôts obtenus pour certaines activités (notamment de recherche et développement) ou les reports en arrière des déficits. Une entreprise, en utilisant ces possibilités, peut réduire son résultat imposable sans s'endetter. Les auteurs ont donc voulu intégrer cette idée dans leurs régressions. Ils affirment que les entreprises présentant beaucoup d'autres possibilités de déductions fiscales devraient moins recourir à la dette. A titre d'exemple, des entreprises qui investissent beaucoup, ont des amortissements plus importants et donc moins besoin de s'endetter pour bénéficier d'un « bouclier fiscal ».

La littérature utilise généralement le ratio Amortissements / Total bilan pour mesurer ces autres possibilités de déductions fiscales. Modélisée ainsi, cette variable ne prend que partiellement en compte l'idée exposée dans ce paragraphe. Les auteurs justifient toutefois son utilisation en disant qu'il est difficile d'obtenir des données plus précises.

2. Les résultats obtenus

Nous allons maintenant détailler les résultats obtenus par les auteurs ayant régressé le levier en fonction des variables ci-dessus. Nous présenterons à la fois les études menées sur des économies développées et celles s'intéressant aux pays en transition. Nous nous attacherons à souligner les différences qui apparaissent entre les deux catégories et éventuellement la convergence. Les résultats sont nombreux et nous ne retranscrivons que les résultats significatifs.

a. La part d'actifs tangibles

Dans l'étude de Rajan et Zingales, la part d'actifs tangibles est toujours positivement corrélée avec l'endettement des entreprises. On retrouve ce résultat dans l'article de Titman et Wessels. L'explication avancée est de dire, que les actifs tangibles sont bien un moyen de réduire les coûts d'agence de la dette. En jouant leur rôle de garantie pour la banque, ils permettent à l'entreprise de s'endetter davantage sans voir augmenter les coûts liés aux difficultés financières. Dans son article de 2001, Weill obtient les mêmes résultats pour les entreprises françaises et britanniques. En 2008, de Jong, Kabir et Nguyen obtiennent des résultats identiques pour les pays qu'ils étudient (42 économies développées ou relativement développées, dont 36 résultats significatifs).

Pour les économies en transition, Weill, dans un article de 2004, consacré exclusivement aux économies en transition trouve un coefficient négatif et significatif pour les six pays étudiés : la Bulgarie, la République tchèque, la Hongrie, la Lituanie, la Pologne et la Roumanie. Ainsi, dans les économies en transition, plus le bilan d'une entreprise contient d'actifs tangibles, plus l'endettement serait faible. Ce constat surprenant est confirmé partiellement par un article de 2005 de Nivorozhkin. Le levier des entreprises bulgares et roumaines étudiées est effectivement anti corrélé avec la tangibilité des actifs alors que la relation est positive dans le cas des entreprises tchèques et estoniennes. Enfin, dans un article de 2007, N. Delcour obtient un coefficient positif pour les entreprises tchèques, polonaises, russes et slovaques.

Comment pouvons-nous interpréter ce changement ? Tout d'abord, il faut constater que l'échantillon de pays n'est pas le même. Ensuite, la période de l'étude change. Ainsi, il semble que l'on observe une convergence de certaines économies en transition. Dans les économies où les mécanismes de transition étaient jugés les plus avancées, c'est-à-dire en Pologne, en République tchèque, on note une convergence vers les résultats obtenus dans les pays occidentaux. A l'inverse, les pays en transition les moins avancés, la Roumanie et la Bulgarie conservaient un levier négativement impacté par la part d'actifs tangibles.

La part d'actifs tangibles impacte donc positivement, à quelques exceptions près, le levier des entreprises dans le monde ; et cela car les actifs tangibles peuvent jouer un rôle de garantie dans le contrat de prêt. Peut-on pour autant en conclure, comme on l'avait annoncé dans la partie expliquant le choix des variables, que la garantie offerte par les entreprises remplit un

triple rôle dans le contrat de prêt : réduction des pertes pour la banque en cas de défaut, réduction des problèmes de hasard moral et de sélection adverse ? Les deux premiers rôles semblent largement acceptés. Pour ce qui est de la dernière fonction, des études récentes viennent prouver que non. Dans un article de 2008 étudiant la fonction d'une garantie dans le contrat de prêt dans les pays en transition, Weill et Godlewski aboutissent à la conclusion suivante : la prime de risque imposée par les banques dans un crédit est positivement corrélée avec le niveau de garantie exigée. Ils obtiennent ce résultat en menant une régression de la prime de risque des prêts sur la présence ou non de garantie dans le contrat. Contrairement à l'argument avancé par Bester, un crédit plus risqué, c'est-à-dire avec un taux d'intérêt plus important ne se traduirait pas par un niveau de garantie plus faible. A l'inverse, les banquiers, jugeant le prêt plus risqué exigent à la fois une prime de risque plus élevée et une garantie plus importante. Les auteurs aboutissent généralement à cette même conclusion dans des études similaires mais sur d'autres ensembles géographiques et appellent cela, « l'hypothèse du risque observé ».

b. Les opportunités de croissance des entreprises

On se souvient que les opportunités de croissance sont modélisées à partir du market-to-book des entreprises cotées. Le coefficient de régression obtenu pour le market-to-book est négatif dans l'étude de Rajan et Zingales et dans celle de Gaud, Hoesli et Bender. Ce résultat est conforme aux attentes. Lorsque les résultats obtenus par de Jong et al. sont significatifs, ils renforcent ce résultat.

A l'inverse, Weill (2001) trouve que la croissance des entreprises entraîne un endettement plus grand. Il obtient ce résultat à la fois pour les économies développées et pour les économies en transition. C'est un résultat qu'il retrouve (à l'exception des entreprises bulgares et tchèque) dans un article de 2004. Cette contradiction peut s'expliquer par la différence de méthodologie utilisée. Contrairement aux autres études, Weill définit la croissance des entreprises comme la croissance moyenne de leur total bilan au cours des années passées. En procédant ainsi, il obtient une variable modélisant les variations passées. Le market-to-book est un indicateur tourné vers l'avenir puisqu'il traduit l'anticipation de la croissance des entreprises par le marché. Il n'est donc pas étonnant que les résultats obtenus soient différents. Ils confirment tous les deux une intuition théorique différente.

Le taux de croissance d'une entreprise au cours des précédentes années tend à montrer sa bonne santé financière. Cela est valorisé par les créanciers qui vont accepter de prêter davantage à de telles entreprises.

En ce qui concerne le market-to-book, la théorie de l'arbitrage prédit un coefficient de régression négatif. Un market-to-book élevé traduit le fait qu'une entreprise est largement valorisée par le marché pour sa croissance à venir puisque les opportunités prévues ne pourront pas se réaliser. En cas d'apparition de difficultés financières, ces entreprises perdent plus de valeur que les autres. Ce sont donc des entreprises pour lesquelles le coût des difficultés financières est relativement plus élevé. Leur endettement, en fonction de cette théorie devrait donc être plus faible. La prédiction est confirmée dans les régressions.

c. La taille

La taille a généralement un impact positif sur le levier des entreprises. Rajan et Zingales obtiennent des coefficients positifs pour tous les pays, à l'exception de l'Allemagne, où le coefficient est négatif. Weill (2001 et 2004) obtient un coefficient négatif pour la France, positif pour la République tchèque et la Bulgarie et non significatif pour les autres pays. Nivorozhkin (2005) confirme les résultats pour la Bulgarie et la République tchèque. Delcour (2007) trouve des coefficients positifs lorsqu'elle fait la régression du levier global et des coefficients négatifs lorsqu'elle considère le levier à long terme. Enfin l'article de Jong montre aussi que taille et levier sont positivement corrélés.

En reprenant les explications fournies par la théorie, on trouve deux justifications aux liens positifs généralement observés. Les entreprises de grandes tailles font généralement moins faillite que les plus petites entreprises car elles sont plus diversifiées. De plus, certains Etats sont très réticents à accepter la mise en faillite des grandes entreprises tant le coût social serait important. Ainsi, ils choisissent généralement de les recapitaliser pour leur permettre de continuer leur exploitation. La probabilité de faillite étant plus faible, les banques sont plus enclines à prêter aux grandes entreprises. Par ailleurs, la taille réduit aussi les asymétries d'information puisque les grandes entreprises bénéficient généralement d'une meilleure couverture par les analystes financiers. On peut encore penser que la taille d'une entreprise, permet d'augmenter les économies d'échelle pour la banque. Cet argument revient à dire que la taille des prêts octroyés par les banques augmente avec la taille des entreprises. On peut effectivement penser qu'une grande entreprise réalise des investissements plus importants et

demande donc des crédits d'un montant plus élevé. Comme les coûts subis par la banque et liés à la surveillance des prêts sont généralement des coûts fixes, une banque est plutôt incitée à allouer des crédits d'un montant important (à niveau de risque égal).

d. La rentabilité

La rentabilité faisait l'objet de prédictions opposées en fonction des théories de structure financière. Les études empiriques sont donc particulièrement utiles pour conclure en faveur de l'une ou l'autre. Rajan et Zingales (1995) ainsi que Titman et Wessels (1988) trouvent une relation négative. Weill (2001) aboutit à la même conclusion pour la France et le Royaume-Uni. En 2004, il trouve aussi ces mêmes résultats pour les économies en transition. Tous les autres auteurs précédemment cités aboutissent à ce résultat.

Le résultat semble donc sans appel : plus une entreprise est rentable, plus son endettement est faible. Ainsi, les résultats vont bien dans le sens de la théorie du financement hiérarchique. Celle-ci, on s'en rappelle, stipule que les entreprises se financent d'abord avec les flux de trésorerie internes avant de se tourner vers l'émission de dette et d'actions. D'après les résultats, une entreprise plus rentable bénéficie de plus de moyens de financement interne et se tourne donc moins vers la dette ; c'est ce que veulent dire les résultats.

C'est une conclusion que l'article de N. Delcour veut toutefois nuancer. D'après son étude des pays d'Europe centrale et orientale, l'ordre des choix de financements externes n'est pas le même pour ces pays là : l'émission de dette passerait après l'émission de fonds propres. Ce sont des pays, où les marchés obligataires sont encore peu développés et où l'essentiel du financement bancaire est à court terme. Ainsi, les entreprises doivent compter davantage sur l'émission d'actions pour financer leurs besoins. Elle en conclut que cette théorie est aussi valable dans ces pays, mais l'ordre des priorités apparaît différent : autofinancement puis émission d'actions et enfin recours à la dette. C'est un argument, qui a été repris dans un article de Seifert et Gonenc de 2008.

e. Le risque

Le risque est mesuré par la variabilité des résultats d'une entreprise. On s'attend à obtenir un coefficient négatif. Tous les résultats significatifs de l'étude de de Jong et al. vont dans ce

sens. Delcour (2007) obtient des résultats identiques pour la République tchèque et la Russie. Elle n'obtient pas de résultat significatif pour la Pologne et la Slovaquie. Nivorozhkin (2005) trouve une relation positive pour les entreprises polonaises, estoniennes et roumaines. Il en conclut que le niveau d'aversion au risque est plus faible dans ces pays là que dans les économies développées.

Dans ce cas de figure, la théorie du compromis, où le risque s'apparente à la probabilité de voir apparaître des difficultés financières, rend bien compte des choix de structure financière établis par les sociétés. Les entreprises les plus risquées sont généralement moins endettées.

f. L'innovation

Weill (2001) est l'un des seuls auteurs à intégrer une variable modélisant le fait qu'une entreprise soit innovante ou non. Il prévoyait, qu'en raison des asymétries d'information plus grandes dans les entreprises innovantes et de la non tangibilité des actifs liés aux dépenses de recherche, le levier devrait être négativement affecté par le degré d'innovation des entreprises. Malgré cela, le seul résultat significatif observé est positif (au Royaume-Uni). Il en concluait quant à la difficulté de trouver une variable modélisant correctement cet aspect.

On n'a retrouvé une variable identique seulement dans un autre article. Il s'agit de celui de Titman et Wessels (1985). Ils observent que les entreprises ayant des dépenses de recherche et développement importantes ont des niveaux d'endettement faible.

g. La liquidité

La liquidité des actifs d'une société est également une variable rarement utilisée par les auteurs. Parmi les articles dont nous nous sommes servis, seul celui de de Jong et al. y fait référence. Ils obtiennent peu de résultats significatifs et la plupart de ceux-ci correspondent à des économies avancées. Les coefficients obtenus sont négatifs. Ils justifient ce constat de la manière suivante : plus une entreprise dispose d'actifs liquides (disponibilité, créances à court terme...) moins elle aura besoin de dette pour se financer.

h. La fiscalité

Bien que cela puisse se rattacher aux déterminants institutionnels du levier, la fiscalité figure généralement dans les variables propres aux entreprises. Une des raisons est que même si le taux d'impôt sur les sociétés est fixé par l'Etat, on s'aperçoit que le taux d'imposition effectif des sociétés peut varier sensiblement entre deux entreprises. Ainsi, au sein d'un même pays, la fiscalité est susceptible d'influencer différemment sur le levier.

La théorie du compromis prédit une relation positive entre l'endettement et le taux d'imposition, du fait de la déductibilité des intérêts de la dette. L'étude de de Jong trouve peu de résultats significatifs, mais lorsque qu'elle en trouve, le lien est généralement négatif. A l'inverse l'article de N. Delcour confirme la théorie en montrant une relation positive entre le taux d'imposition, l'endettement global, à long terme et à court terme.

Finalement, peu d'auteurs incluent cette variable dans leur modèle. Pour obtenir des résultats intéressants, ils affirment qu'il faudrait prendre en compte la fiscalité dans son ensemble et non pas seulement le taux de l'impôt sur les sociétés.

i. L'âge des entreprises

L'âge des entreprises est une variable utilisée dans les études sur les anciennes économies communistes. Sa signification est en effet davantage renforcée dans ces pays. Généralement les entreprises de ces pays n'ont pas une très grande histoire de crédit. De nombreuses entreprises ont été créées ou privatisées avec la fin du système communiste. Même pour celles, qui ont une histoire de crédit sous la période communiste, les critères d'attribution des prêts ont totalement changé avec la fin de ce système, ce qui signifie, que les banques ne devraient pas prendre en compte le passé communiste dans leur analyse de crédit.

Deux études prenant en compte ce facteur, Weill (2001) et Nivorozhkin (2005) concluent quant à la non-corrélation entre l'âge et l'endettement.

j. Les autres possibilités de déductions fiscales

Natalya Delcour, pour les quatre économies en transition qu'elle étudie, obtient une relation positive entre le niveau d'endettement et le ratio des amortissements sur le total bilan. Ces

résultats sont significatifs. Ce résultat est assez étonnant puisque l'intuition théorique nous amène à penser que ces autres possibilités de déductions fiscales sont un moyen de bénéficier des avantages de la dette, sans en supporter les coûts. Autrement dit, les entreprises ayant de larges possibilités devraient moins recourir à l'endettement et on devrait observer une relation négative.

L'auteur ne le souligne pas dans son article, mais nous pensons que la variable qu'elle utilise pour modéliser les « Non-Debt Tax Shield » amène logiquement au résultat obtenu. En effet, le ratio des amortissements sur le total bilan est élevé lorsque une entreprise investit beaucoup (rappelons que les amortissements correspondent à une fraction des biens dans lesquels investissent les entreprises). Or, une entreprise finance généralement, au moins en partie, ses investissements en s'endettant. Ainsi, une entreprise qui amortit beaucoup doit aussi être une entreprise qui s'endette. Voilà une justification au coefficient de régression positif qu'elle observe. Titman et Wessels (1988), en utilisant la même variable n'obtenaient pas de résultat significatif.

3. Conclusion

Après avoir présenté les études empiriques et leurs résultats, que pouvons-nous penser des modèles développés par les théoriciens ? D'une manière générale, la théorie du compromis est validée par les observations obtenues avec les variables « part d'actifs tangibles », « opportunité de croissance », « taille », « risque », « fiscalité » (même si on a pu observer l'inverse dans une étude). Elle n'est pas validée par les résultats empiriques se rattachant à la rentabilité.

La théorie du financement hiérarchique est validée par les observations des variables « part d'actifs tangibles », « taille », « rentabilité ». Les variables « innovations », « âge », « autres possibilité de déductions fiscales » ne nous permettent pas de conclure.

Ces deux modèles ont leurs avantages respectifs et permettent de modéliser la plupart des choix de financement effectués par les entreprises. Comme d'autres auteurs, nous pouvons remarquer qu'aucun ne permet de résumer de manière globale les choix de financement des entreprises. Les chercheurs rappellent généralement la difficulté qu'ils ont à montrer la domination d'un modèle sur l'autre. Leary et Roberts, dans un article de 2005 (p. 3) concluaient en écrivant : « *nos résultats montrent qu'une combinaison de la théorie du financement hiérarchique et de la théorie de l'arbitrage permet une description exacte des choix de financement pour la grande majorité des entreprises* ».

V. LES DETERMINANTS DU LEVIER DES ENTREPRISES POLONAISES COTEES : 2000 – 2008

Nous allons maintenant passer à la dernière partie de ce mémoire. Après avoir fait le point sur les marchés de capitaux en Pologne, sur les théories de choix de financement des entreprises et les articles empiriques s’y rattachant, nous allons présenter l’étude empirique que nous avons menée sur les entreprises polonaises cotées.

A. Données, méthodologie et description des variables.

Pour mener cette étude, nous avons réuni des informations financières à partir de la base de données Bloomberg. L’échantillon initialement extrait contenait 471 entreprises cotées. Aux quelques erreurs et omissions près, nous avons donc obtenu des informations sur l’ensemble des entreprises polonaises cotées, et cela sur une période de neuf ans : de 2000 à 2008. Nous avons principalement utilisé les données issues des bilans des entreprises.

Après avoir retraité les données afin de les rendre exploitables plus facilement, nous avons trié les sociétés dans trois catégories : « industrie », « services non financiers » et « services financiers ». Nous avons ensuite choisi de retirer les entreprises financières. Ce choix est généralement retenu dans les études empiriques sur le levier des entreprises puisque la question de leur financement est très différente de celle des entreprises non financières. En effet, le levier des banques est généralement bien plus faible que celui des autres entreprises et se compose d’éléments différents.

Une fois ce retraitement fait, nous avons obtenu un échantillon de 349 entreprises. A partir de cela, nous avons voulu régresser le levier en fonction de différentes variables et selon l’équation de régression suivante :

$$\text{Lever}_{it} = \alpha + \beta_1 \text{Tangibilité}_{it} + \beta_2 \text{Taille}_{it} + \beta_3 \text{Opportunité}_{it} + \beta_4 \text{Rentabilité}_{it} + \varepsilon_{it}$$

La régression a été réalisée à l’aide du logiciel statistique SAS. Pour prendre en compte l’hétérogénéité individuelle entre les entreprises, nous avons fait une régression avec effets fixes. Le modèle à effets fixes est bien adapté à notre régression puisqu’il suppose que les coefficients associés aux variables explicatives dans le modèle soient les mêmes pour tous les

individus alors que la constante varie selon l'individu. Nous pouvons faire ce choix car nous disposons de données de panel non cylindré. Nous retrouvons en effet généralement les mêmes individus, c'est-à-dire les mêmes entreprises au cours de la période étudiée. Il faut donc tenir compte de la dimension individuelle dans notre régression.

1. Les variables expliquées

On utilise trois mesures du levier : le levier global, soit le ratio « Dette totale / Total bilan », le levier à long terme, soit le ratio « Dette à long terme / Total bilan » et enfin le levier à court terme : « Emprunt à court terme / Total bilan ».

Nous avons donc une équation de régression avec trois variables expliquées et quatre variables explicatives. Nous allons tout d'abord détailler un peu ces variables.

Les deux premières variables expliquées, c'est-à-dire le levier global et le levier à long terme ne posent pas de problème particulier. Ils correspondent à une mesure traditionnelle du levier, celle de la dette totale et de la dette à long terme divisées par le total bilan d'une entreprise. Précisons toutefois qu'il s'agit de la valeur comptable de la dette et non de sa valeur de marché.

Le ratio « Emprunt à court terme / Total bilan » ne figure pas tel quel sur Bloomberg. Pour le construire, nous avons divisé les « Emprunts à court terme » (*Short-term Borrowings*) par le total du bilan. Il faut ici préciser, que cette mesure n'inclut pas seulement les dettes bancaires à court terme, mais également les dettes fournisseurs.

2. Les variables explicatives

Nous avons repris les mêmes variables explicatives que celles utilisées par Rajan et Zingales dans leur article de 1995. Comme nous les avons déjà présentées en détail précédemment, nous ne revenons que rapidement sur leur définition et leur intérêt.

a. La part d'actifs tangibles

Nous avons calculé la part d'actifs tangibles d'une entreprise en faisant, pour chaque entreprise et pour chaque année le rapport : Actifs immobilisés nets (*Net Fixed Assets*) / Total bilan. Pour les raisons établies plus haut, nous attendons un coefficient de régression positif.

b. La taille

Comme la plupart des auteurs, nous calculons la taille en prenant le logarithme népérien du total bilan des entreprises. Les chiffres du total bilan sont exprimés en million de zlotys. Celle-ci a un impact théorique incertain sur le levier des entreprises. D'une part, les grandes entreprises devraient présenter un risque moindre du fait d'une plus grande diversification. Ainsi, elles pourraient s'endetter davantage. D'autre part, les grandes entreprises ont un meilleur accès aux marchés financiers et peuvent donc utiliser des moyens de financement alternatifs. Selon cet argument, elles devraient présenter un endettement plus faible.

c. Les opportunités de croissance

Nous avons choisi ici de mesurer la variable « croissance » en considérant le market-to-book. Pour cela, nous divisons la capitalisation boursière d'une entreprise par la valeur comptable de ces fonds propres. Et, nous appelons « Fonds propres », la somme des actions ordinaires, des actions préférentielles et des intérêts minoritaires.

Les théoriciens anticipent généralement, on s'en souvient, un coefficient de régression négatif pour les opportunités de croissance.

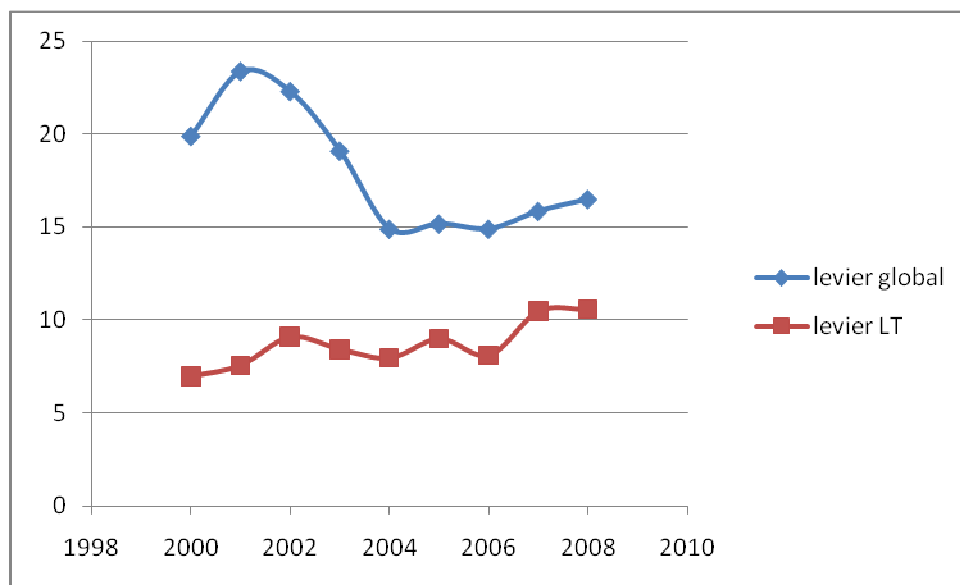
d. La rentabilité

La rentabilité est calculée en prenant le ROA (*Return On Assets*) des entreprises. Il s'agit du rapport du bénéfice (ou de la perte) net sur le total actif. C'est l'une des mesures communes de la rentabilité. Comme avec la variable « taille », la théorie financière ne fournit pas d'explication claire quant à l'impact de la rentabilité des entreprises sur leur endettement. Les défenseurs de la théorie du financement hiérarchique s'attendent à une relation négative entre les deux variables. Une entreprise plus rentable dispose de plus de moyens d'autofinancement et a donc moins recours à la dette. A l'inverse, Jensen voit dans la dette un bon moyen d'inciter les dirigeants d'entreprises rentables à une meilleure gestion et à agir dans l'intérêt des actionnaires.

B. Résultats et commentaires

1. Aspects descriptifs

Nous passons maintenant à la présentation et à l'analyse des résultats obtenus. Tout d'abord, nous présentons un graphique résumant l'évolution du levier total et du levier à long terme des entreprises de l'échantillon.



Source : Bloomberg

Qu'observons-nous ? De la même manière que sur le graphique présentant l'évolution du ratio Dette / Fonds propres de la page 25, nous notons une diminution du levier des entreprises polonaises cotées entre 2000 et 2008. Ainsi, la dette représentait 19,88 % du bilan des entreprises en 2000 et 16,50 % en 2008. La diminution a été particulièrement forte entre 2001 et 2004, puisqu'en trois ans le poids de la dette a reculé de près de 8,5 %.

Par ailleurs, on remarque un accroissement régulier de l'endettement à long terme dans les bilans de ces sociétés. Il est passé de 6,95% de total bilan en 2000 à 10,58 %. Par rapport à l'endettement total, la comparaison est aussi intéressante : la dette à long terme représentait seulement 35 % de la dette totale en 2000. En 2008, ce chiffre s'élevait à 64 %. On note ici une convergence des moyens de financement des entreprises polonaises cotées sur ceux des pays développés. On l'a dit précédemment, les entreprises des économies en transition se finançaient essentiellement à court terme. Ici, on observe un vrai retournement de tendance puisque que le poids de la dette à long terme augmente sensiblement et devient majoritaire. La

structure du financement de ces entreprises s'est donc rapprochée des tendances observées dans les économies avancées.

On lit, dans le tableau qui suit, les statistiques descriptives des données utilisées pour faire notre régression. Ce sont les données obtenues à partir du logiciel SAS pour l'échantillon étudié. Nous devons toutefois préciser que plusieurs troncatures ont été effectuées. En effet, pour prendre en compte la possibilité d'erreurs éventuelles, nous avons fait le choix d'éliminer de nos données, celles qui semblaient aberrantes. C'est ainsi, que nous avons enlevé les entreprises dont le levier (quelque soit la manière de le mesurer) dépassait 66 %, celles dont la part d'actifs tangibles dépassait 95 %, celles dont le market-to-book était inférieur à 0 ou supérieur à 5 et enfin celles dont la rentabilité dépassait 35 % ou était inférieure à -20 %.

Statistiques descriptives

	N	Moyenne	Ecart type	Minimum	Maximum
Levier global	1485	18,42	14,46	0	64,78
Levier de long terme	1485	8	10,12	0	64,07
Levier de court terme	1485	10,81	10,26	0	60,56
Tangibilité	1485	34,01	20,85	0	92,79
Taille	1485	5,17	1,66	-0,87	10,76
Opportunités de croissance	1485	1,51	0,58	0,09	4,73
Rentabilité	1485	5,41	8,37	-19,93	33,82

Pour résumer les statistiques descriptives, nous observons que le levier moyen de toutes les entreprises et sur toute la période étudiée est de 18,41 %. Le levier de long terme atteint presque 8 % et le levier à court terme est de 10,8 %. Du côté des variables explicatives, nous notons que la part d'actifs tangibles pour les entreprises de l'échantillon s'élève à 34 %. Exprimé à partir du logarithme népérien du total bilan, le chiffre rattaché à la taille est difficilement compréhensible. En prenant l'exponentielle de ce chiffre, nous retrouvons un total bilan moyen de 175,11 millions de zloty. Le market-to-book moyen de cet échantillon est de 1,51 et le ROA moyen de ces entreprises s'élève à 5,41 %.

La comparaison de ces chiffres avec ceux obtenus dans les autres études s'intéressant à la Pologne n'est pas évidente. Natalya Delcour ne considère que 61 entreprises polonaises et

l'article de De Jong et al, seulement 23. Finalement l'échantillon le plus proche est celui de Nivorozhkin (2005) puisqu'il utilise plus de 1200 entreprises satisfaisant l'un des critères suivants : revenus opérationnels supérieurs à 10 millions d'euros, total bilan supérieur à 20 millions d'euro ou plus de 100 employés. Nous allons donc comparer nos statistiques avec les siennes. Il observe un levier moyen de 24 % en le mesurant d'une manière proche de la notre. La part d'actif tangible est de 39 %, la rentabilité à 10 %. Mise à part la rentabilité (mesurée différemment), nous obtenons donc des chiffres proches de ceux qu'il avait observés.

2. Etude économétrique

Toujours à l'aide du logiciel SAS, nous avons ensuite mené une régression avec effets fixes du levier des entreprises polonaises. Les résultats sont présentés dans le tableau, qui suit. Nous avons dans un premier temps la régression du levier global, puis celle du levier à long terme et enfin celle du levier à court terme. Comme notre modèle est à effets fixes, nous disposons d'autant d' α que d'entreprises différentes. Le logiciel statistique ne nous a pas donné l'information quant à ces constantes.

Régression du levier

	Levier global	Levier de long terme	Levier de court terme
Tangibilité	0,06955*** (3.81)	0,08369*** (4.30)	-0,02607 (-1.34)
Taille	1,92069*** (7.61)	1,80055*** (6.69)	0,09581 (0.36)
Opportunités de croissance	16,29900*** (40.48)	7,50319*** (17.47)	8,66911*** (20.52)
Rentabilité	-0,09989*** (-4.03)	0,03873 (1.46)	-0,14550*** (-5.55)
R ²	0,8783	0,7175	0,7442

Notes : les chiffres entre parenthèses correspondent aux statistiques t. Le symbole *** indique une significativité au seuil de 1 %. En leur absence, le résultat obtenu n'est pas significatif.

Avant de présenter les résultats, notons que la plupart des résultats sont significatifs au seuil de 1 %. De plus, le R² est toujours suffisamment élevé : respectivement 0,87 ; 0,72 et 0,74

pour les trois définitions du levier. Cela tend à montrer que le modèle est bien spécifié. Autrement dit, les variables explicatives expliquent bien les variations des variables expliquées. Mais, passons maintenant à l'analyse des résultats économétriques variable par variable.

a. La part d'actifs tangibles

Nous observons une relation positive entre la part d'actifs tangibles et le levier global. Nous obtenons le même résultat avec le levier à long terme. Seul le levier à court terme n'amène pas de résultat significatif.

Ce résultat était attendu et est conforme à ce l'on retrouve dans la plupart des études antérieures. Dans les économies développées, le coefficient de régression est toujours positif, alors que pour les pays en transition les résultats sont plus mitigés. Nous confirmons toutefois ici les résultats obtenus par Delcour (2007). Weill (2004) observait une relation négative et les résultats de Nivorozhkin (2005) ne permettaient pas de conclure. En confirmant la relation positive, nous pensons pouvoir affirmer que l'économie polonaise poursuit sa convergence vers les économies développées. De plus en plus, les actifs des sociétés jouent leur rôle de garantie dans les contrats de prêt.

Ce résultat est cohérent avec la théorie du compromis, selon laquelle les actifs tangibles, en ayant un rôle de garantie, permettent de réduire les coûts liés aux difficultés financières. Par ailleurs, le fait que le résultat ne soit pas significatif pour le levier de court terme, tend à montrer que les déterminants du financement à court terme sont différents de ceux du financement à long terme. En incluant des actifs à court terme, comme les stocks, dans cette variable, il est fort probable que le résultat ait changé.

b. La taille

De même qu'avec la tangibilité des actifs, nous observons une double relation positive. La taille des entreprises étudiées est positivement corrélée avec le levier global et le levier à long terme. Les résultats sur le levier à court terme ne permettent pas de conclure. Cela nous amène à suggérer que la taille n'influence pas les choix de financement à court terme des entreprises. Ceux-ci dépendent d'autres facteurs.

Les deux résultats significatifs sont cohérents avec la théorie du compromis. En augmentant sa taille, une entreprise se diversifie, ce qui lui permet de profiter de résultats plus stables au court du temps. Elle présente donc un risque de faillite plus faible. Le résultat est aussi cohérent avec la théorie du financement hiérarchique. Dans une entreprise plus grande, les problèmes d'asymétries d'information sont moins importants, si bien que les coûts liés à l'endettement sont réduits.

La plupart des études économétriques montrent une relation positive entre la taille et l'endettement. Notons toutefois, que la seule étude, parmi celles que nous avons lues, qui fait la distinction entre levier global, levier de long terme et levier de court terme est celle de Delcour. Celle-ci note une relation positive entre la taille et le levier global alors qu'elle trouve une relation négative avec le levier à long terme. A l'inverse de ce qu'elle observe, nous obtenons un coefficient de régression positif entre la taille et l'endettement à long terme. Natalya Delcour justifiait son observation en suggérant que les grandes entreprises des pays en transition ne pouvaient pas se financer à long terme sur les marchés obligataires, du fait de leur importance négligeable. De plus, elle affirmait, que la qualité moindre des systèmes juridiques de ces pays n'incitait pas les agents économiques à prêter à long terme.

Pourquoi obtenons-nous des résultats différents ? Delcour (2007), dans son échantillon, étudiait des entreprises polonaises cotées entre 1996 et 2002. Or, nous avons montré dans la première partie de ce devoir que la transition économique dans les années 1990 n'était pas encore achevée. Les arguments développés par cette chercheuse s'appliquent davantage à une économie en transition. Le fait que la relation change dans les années 2000 tend à montrer que ces arguments ne sont plus valables et donc que l'essentiel de la transition est achevé.

c. Les opportunités de croissance

Nous obtenons des résultats significatifs pour les trois mesures du levier. La relation entre le market-to-book et le levier des entreprises est toujours positive. Ce résultat est étonnant et contredit à la fois les attentes théoriques et les résultats empiriques. Contrairement à toutes les autres études que nous avons parcourues, on remarque qu'en Pologne, plus une société est valorisée par le marché, plus son endettement est élevé.

Comment pouvons-nous donc interpréter ce coefficient de régression inattendu ? Le market-to-book traduit l'appréciation des entreprises par le marché. Autrement dit, il reflète le jugement qu'ont les investisseurs d'une société. S'ils pensent que sa performance est bonne et qu'elle sera bonne à l'avenir, les actions de cette société seront fortement valorisées et le market-to-book sera élevé. Nous pouvons penser que les banques, lorsqu'elles prêtent à ces sociétés apprécient aussi de voir que le marché confirme leur jugement. Selon ce raisonnement, les sociétés obtiendraient des crédits plus facilement lorsque le marché apprécie positivement leurs fonds propres. C'est, selon nous, le sens du coefficient de régression positif que nous obtenons dans notre régression.

Par ailleurs, l'argument généralement avancé pour justifier le coefficient de régression négatif, est de dire que les entreprises ayant un market-to-book élevé doivent se financer davantage par actions pour préserver leur capacité d'endettement et saisir les opportunités d'investissement, qui devraient s'offrir à elles. Nous pensons que cet argument ne s'applique pas en Pologne. En effet, nous observons, dans notre échantillon les statistiques suivantes. Les entreprises ayant les market-to-book les plus élevés, c'est-à-dire compris entre 3 et 5, ont un endettement relativement limité : la dette globale ne représente que 44,9 % de leur bilan et la dette à long terme seulement 20,3 %. Autrement dit, les sociétés largement valorisées par le marché ne souffrent pas d'un levier excessif et n'ont pas réellement besoin de préserver leur capacité d'endettement. Elles peuvent donc s'endetter davantage.

d. La rentabilité

Pour ce qui est de l'influence de la rentabilité des entreprises sur leur endettement, nous obtenons deux résultats significatifs. On note une relation négative entre le levier global et la rentabilité ainsi qu'une relation négative entre le levier à court terme et la rentabilité. Les résultats obtenus avec le levier à long terme ne sont pas suffisamment significatifs pour nous permettre de conclure.

La relation observée est cohérente avec la théorie du financement hiérarchique. Selon celle-ci, une entreprise s'endette seulement à partir du moment où elle ne peut plus utiliser ses ressources internes. Nous pouvons interpréter la relation négative en affirmant qu'une entreprise plus rentable dispose de plus de ressources internes et a donc moins besoin de dette pour se financer. Nous nous interrogeons aussi sur la manière d'interpréter la non-

significativité de la relation avec le levier à long terme. En remarquant cela, on note que les ressources dégagées par les entreprises dans le cadre de leur exploitation sont un moyen de financement à court et à moyen terme seulement. L'absence de relation entre la rentabilité et l'endettement à long terme tendrait à prouver que les entreprises ne comptent pas sur l'autofinancement pour les projets de long terme. Elles utiliseraient alors des moyens alternatifs. Suivant nos données et la théorie du financement hiérarchique modifiée, telle que formulée par Delcour (2007), nous pensons que la plupart des sociétés polonaises cotées passent alors par des émissions d'actions.

Ces résultats nous permettent de conclure, que les déterminants microéconomiques des entreprises polonaises cotées sont globalement similaires à ceux des entreprises des économies avancées. Ils sont aussi en accord avec les théories de choix de structure financière. Seule la variable modélisant les opportunités de croissance des entreprises nous pose problème. Les résultats obtenus sur celle-ci contredisent à la fois les prédictions théoriques et les travaux empiriques. Nous avons toutefois proposé une explication tenant compte des spécificités de l'économie polonaise.

VI. CONCLUSION

L'un des premiers objectifs de ce mémoire a été de démontrer que, si les structures juridiques d'une économie de marché ont été posées en Pologne dans les années 1990, ce n'est qu'à partir du début des années 2000, qu'on note une réelle et importante convergence de l'économie polonaise sur les économies capitalistes les plus avancées. En effet, au cours des dix dernières années, les marchés financiers se sont développés rapidement et commencent à présenter des caractéristiques intéressantes pour les investisseurs internationaux. Toutefois, si les évolutions récentes montrent de nombreux progrès, le niveau de liquidité reste encore trop restreint pour faire de Varsovie une place financière remarquée au sein de la finance mondialisée. A l'échelle régionale par contre, c'est-à-dire, dans la zone Europe Centrale et Orientale, Varsovie joue désormais un rôle de leader, qui lui permet d'attirer de nombreuses entreprises étrangères. Comme on l'a écrit, les sociétés étrangères représentent en 2010 plus de 36 % de la capitalisation de la bourse polonaise.

Du côté du marché du crédit, on a aussi remarqué une forte augmentation du volume des prêts accordés par les institutions financières aux entreprises polonaises. De ce point de vue là également, on note un mouvement de convergence. Si les institutions financières prêtent de plus en plus aux acteurs économiques privés, elles prêtent aussi plus longtemps. Ainsi, comme nous l'avons constaté, le poids de la dette à long terme dans les bilans des grandes entreprises polonaises augmente régulièrement au cours du temps. Elle est désormais un moyen de financement important pour ces entreprises. Seul bémol dans le processus de convergence, le marché obligataire reste sous développé pour les titres « corporates ». Contrairement aux entreprises cotées des pays occidentaux, les entreprises polonaises ne profitent pas encore du marché obligataire pour émettre des titres de dette à long terme.

Nous avons ensuite présenté les théories de choix de structure financière et les études empiriques s'y rattachant afin de voir si les déterminants traditionnels du levier des entreprises sont les mêmes en Pologne et dans les économies développées. Les résultats de l'étude empirique que nous avons menée tendent à montrer que oui. Ainsi, l'endettement des entreprises polonaises cotées semble désormais impacté par les mêmes variables que dans les pays occidentaux. Nous obtenons toutefois un résultat étonnant au niveau de l'incidence du market-to-book. En effet, contrairement à l'ensemble des études empiriques que nous avons

parcourues au cours de la rédaction de ce mémoire, il y aurait une relation positive entre les deux variables. Nous avons cherché dans les particularités de l'économie polonaise une réponse à cette observation singulière.

A partir des recherches menées dans le cadre de ce mémoire, nous pouvons maintenant nous interroger sur l'évolution future des marchés financiers en Pologne. Qu'est-ce-que les évolutions récentes laissent envisager pour les années à venir ? Nous pouvons déjà remarquer que la Pologne a particulièrement bien résisté à la crise économique mondiale que nous connaissons aujourd'hui. C'est ainsi le seul pays membre de l'Union européenne et la seule ancienne économie communiste dont l'activité a continué de croître tout au long de l'année 2009¹¹. Et cela alors même que les autres pays de la région, notamment les Pays Baltes et la Hongrie s'enfonçaient dans la récession. On peut voir dans ce fait l'un des éléments principaux montrant la force du rattrapage économique de la Pologne sur les économies développées.

Plusieurs raisons ont été avancées pour expliquer la bonne résistance de l'économie polonaise. Tout d'abord, contrairement aux autres pays d'Europe centrale, la part des importations et des exportations dans le produit intérieur brut polonais reste limitée. En 2008, elle était d'un peu plus de 40 % (selon les chiffres de l'OCDE). Si les pays que nous avons cités ont beaucoup souffert de la baisse de la demande mondiale, la Pologne a su garder une balance commerciale quasiment à l'équilibre. On note en 2009 une baisse des importations polonaises beaucoup plus importante que la baisse des exportations. Globalement, le déficit de la balance courante est passé de 4,4 % en 2008 à 1,8 % en 2009. Cette évolution a été facilitée par la forte dépréciation du zloty polonais pendant les premiers mois de la crise. Sur le site de la Banque centrale européenne, on lit que le cours de l'Euro/Zloty est passé de 3,2053 PLN pour un euro le 28 juillet 2008 à 4,8795 PLN pour un euro le 18 février 2009. Cette forte dépréciation (de 34 %) du taux de change nominal a permis un regain de compétitivité favorable aux exportations polonaises. Contrairement aux pays baltes et à la Hongrie, la Pologne avait fait le choix de ne pas ancrer sa monnaie sur l'euro, cela a largement facilité cet ajustement.

11

<http://epp.eurostat.ec.europa.eu/tgm/table.do?tab=table&init=1&plugin=0&language=fr&pcode=teina011&tableSelection=1> et *Transition Report 2009* (p11)

Autre élément d'explication, la consommation intérieure a particulièrement bien résisté. Lors des mes entretiens à la Société Générale, mes interlocuteurs ont souligné un aspect psychologique de la consommation polonaise. Ils affirmaient observer une réelle « soif de développement » chez les Polonais, les poussant à consommer même en des temps plus difficiles et cela étant évidemment favorable à la croissance. Enfin, il ne faut pas oublier que la Pologne est le premier bénéficiaire des fonds structurels européens. Sur la période 2007-2013, le pays va recevoir 67 milliards d'euros dans le cadre de la politique de cohésion. Cette somme soutient largement l'investissement en Pologne. Tout cela explique la vigueur actuelle de l'économie polonaise et laisse envisager une poursuite de cette tendance au cours des années à venir.

Le *Transition Report 2009* de la Banque Européenne de Reconstruction et de Développement énonce encore quelques facteurs économiques clés ayant permis aux pays d'Europe centrale et orientale de relativement moins souffrir de la crise économique. Les auteurs montrent que ces pays, dans leur phase de croissance, ont su se prémunir contre certains facteurs ayant causé la crise asiatique de 1997. Tout d'abord, l'état des finances publiques est resté bon. La dette publique en Pologne n'avait pas dépassé 50 % du PIB à la fin de l'année 2009. Ensuite, ils affirment que les pays ont su empêcher les fuites massives de capitaux en pérennisant davantage les investissements étrangers (promotion des intérêts de long terme dans la région). La qualité des institutions financières a aussi joué en faveur de ces pays. La part des créances douteuses dans les bilans des banques est toujours restée largement inférieure à ce qu'on observait dans les pays d'Asie du sud-est. Encore une fois, l'économie polonaise montre sa solidité. C'est en Pologne que le taux de créances douteuses a le moins augmenté. Il est même resté quasiment stable par rapport à son niveau d'avant la crise.

Les auteurs de ce rapport concluaient en affirmant que la vitesse de la reprise économique de ces pays dépendrait de trois facteurs principaux : la compétitivité de l'économie à l'échelle internationale, la solidité des systèmes financiers et la présence de matières premières importantes. A l'exception de ce dernier élément, on observe ici encore que la Pologne dispose de toutes les clés pour poursuivre son développement économique et financier dans les années à venir. La tendance observée depuis le début des années 2000 devrait donc se maintenir.

BIBLIOGRAPHIE

→ Données :

Nous avons utilisé deux bases de données : *Bloomberg Database* et *Financial Structure Dataset*

→ Articles de recherches et ouvrages :

Agarwal, S. et Mohtadi, H. (2004). "Financial markets and the financing choice of firms: Evidence from developing countries" *Global Finance Journal*, 15, pp 57-70

Andrade, G. et Kaplan, S. (1998). "How Costly Is Financial (Not Economic) Distress? Evidence from Highly Leveraged Transactions That Became Distressed" *Journal of Finance*, 53, pp 1443-1493

Andreff, W. (2007). *Economie de la transition*, Bréal

Bauer, P. (2004). "Capital Structure of Listed Companies in Visegrad Countries" *Prague Economic Papers*, 2, pp 159-175

Berk, J. et DeMarzo, P. (2008). *Finance d'entreprise*, Pearson Education

Bester, H. (1985). "Screening vs. Rationing in Credit Markets with Imperfect Information" *American Economic Review*, 75, pp 850-855

Delcour, N. (2007). "The determinants of capital structure in transitional economies" *International Review of Economics and Finance*, 16, pp 400-415

EBRD (2009). *Transition Report 2009*. The European Bank for Reconstruction and Development

Gaud, P., Hoesli, M., Bender, A. (2007). "Debt-Equity choice in Europe" *International Review of Financial Analysis*, 16, pp 201-220

Graham, J. (2000). "How Big Are Tax Benefits of Debts?" *The Journal of Finance*, 55, pp 1901-1941

Hussain, Q. et Nivorozhkin E. (1997). "The Capital Structure of Listed Companies in Poland" *IMF Working Paper*

Jensen, M. (1986). "Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance and Takeovers" *The American Economic Review*, 76, iss. 2, pp 323-329

Jensen, M. et Meckling, W. (1976). "Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure" *Journal of Financial Economics*, 3, pp 305-360

De Jong, A., Kabir, R., Nguyen, Thuy Thu (2008). "Capital structure around the world: The roles of firm- and country-specific determinants" *Journal of Banking and Finance*, 32, pp 1954-1969

Frank, M. et Goyal, V. (2007). "Trade-off and Pecking Order Theories of Debt" Hong Kong University of Science and Technology Working Paper

Miller, H. (1988). "The Modigliani-Miller Propositions After Thirty Years" *The Journal of Economic Perspectives*, 2, pp 99-120

La Porta, R., Lopez, F., Schleifer, A., Vishny, R. (1997). "Legal Determinants of External Finance" *The Journal of Finance*, 52, pp 1131-1150

Leary, M. et Roberts, M. (2010). "The pecking order, debt capacity and information asymmetry" *Journal of financial Economics*, 95, pp 332-355

Modigliani, F. et Miller, M. (1958). "The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment" *The American Economic Review*, 48, pp 261-297

Mueller, D. et Peev, E. (2007). "Corporate governance and investment in Central and Eastern Europe" *Journal of Comparative Economics*, 35, pp 414-437

Myers, S. (1977). "The Determinants of Corporate Borrowing" *Journal of Financial Economics*, 5, pp 147-175

Myers, S. (1984). "The Capital Structure Puzzle" *The Journal of Finance*, 34, pp 575-592

Myers, S. et Majluf, N. (1984). "Corporate Financing and Investment Decisions When Firms Have Information that Investors Do not Have" *Journal of Financial Economics*, 13, pp 187-221

Narodowy Bank Polski (2001). "The Polish Banking System in the Nineties" présent sur le site internet de la Banque central polonaise : <http://www.nbp.pl/homen.aspx?c=/ascx/subgen.ascx&navid=5133>

Nivorozhkin, E. (2005). "Financing choices of firms in EU accession countries" *Emerging Market Review*, 6, pp 138-169

Rajan, R. et Zingales, L. (1995). "What Do We Know about Capital Structure? Some Evidence from International Data" *The Journal of Finance*, 50, pp 1421-1460

de la Rosa, D., Crawford, D., Franz, D. (2004). "Trading on the Warsaw stock exchange – from reopening in 1991-2000" *Journal of International Accounting, Auditing and Taxation*, 13, pp 121-134

Scholtens, B. (2000). "Financial regulation and financial system architecture in Central Europe" *Journal of Banking and Finance*, 24, pp 525-553

Seifert, B. et Gonenc, H. (2008). "Pecking Order Behavior in Emerging Markets" *Journal of International Financial Management and Accounting*, 21, pp 1-31

Slay, B. (2000). "The Polish economic transition: outcome and lessons" *Communist and Post-Communist Studies*, 33, pp 49-70

Titman, S. et Wessels, R. (1988). "The Determinants of Capital Structure Choice" *The Journal of Finance*, 43, pp 1-19

Weill, L. (2001). "Determinants of Leverage and Access to Credit: Evidence on Western and Eastern Europe Countries" *Research in Banking and Finance*, 2, pp 319-330

Weill, L. (2004). "What Determines Leverage in Transition Countries?" *Czech Journal of Economics and Finance*, 54, pp 234-242

Weill, L. et Godlewski C. (2009). "Collateral and Adverse Selection in Transition Countries", *Eastern European Economics*, 47, pp 29-40

World Bank Reports (2006). "The Polish fixed-income securities market: Recent development and selected policy challenges", présent sur le site internet de la Banque centrale polonaise : http://www.nbp.pl/homen.aspx?f=/en/publikacje/raporty_wb/raport_wb.html

Zalewska, A. (2006). "Is locking domestic funds into the local market beneficial? Evidence from the Polish pension reforms" *Emerging Market Review*, 7, pp 339-360

NB : Les références des données issues de sites Internet figurent en note de bas de page tout au long de ce mémoire.