Document généré le 12 oct. 2024 01:26

L'Actualité économique

L'influence de la taille sur l'endettement des entreprises industrielles grecques
The effect of size on financial structure of Greek industrial companies

Catherine Kapetanakis Sifakis

Volume 63, numéro 4, décembre 1987

URI : https://id.erudit.org/iderudit/601427ar
DOI : https://doi.org/10.7202/601427ar

Aller au sommaire du numéro

Éditeur(s)

HEC Montréal

ISSN

0001-771X (imprimé)
1710-3991 (numérique)

Découvrir la revue

Citer cet article

Kapetanakis Sifakis, C. (1987). L'influence de la taille sur l'endettement des entreprises industrielles grecques. *L'Actualité économique*, *63*(4), 357–372. https://doi.org/10.7202/601427ar

Résumé de l'article

Cet article analyse les résultats d'une étude empirique sur l'effet de la taille sur la structure financière des entreprises industrielles grecques. Il fait également une comparaison systématique des résultats obtenus avec ceux d'autres études réalisées sur le même thème en Grèce et à l'étranger. On démontre que la structure financière des entreprises industrielles grecques de grande taille présente certaines caractéristiques *stables* qui les différencient nettement des grandes entreprises de pays d'un niveau de développement supérieur. Ces caractéristiques sont les taux d'endettement très élevés, sensiblement plus élevés que ceux des entreprises des autres tailles, en particulier vis-à-vis des institutions de crédit. Les déterminants de ces particularités sont recherchés dans l'influence simultanée de deux facteurs : du caractère familial de la majorité d'entre elles et des structures bancaires. Le premier facteur influe au niveau de la structure financière des entreprises en augmentant le coût de financement par émission d'actions et en encourageant une politique de distribution de bénéfices. Les structures bancaires grecques déterminent des pratiques au niveau de la politique de crédit, qui encouragent le surendettement des entreprises de grande taille en diminuant le risque d'endettement.

Tous droits réservés © HEC Montréal, 1987

Ce document est protégé par la loi sur le droit d'auteur. L'utilisation des services d'Érudit (y compris la reproduction) est assujettie à sa politique d'utilisation que vous pouvez consulter en ligne.

https://apropos.erudit.org/fr/usagers/politique-dutilisation/

Cet article est diffusé et préservé par Érudit.

Érudit est un consortium interuniversitaire sans but lucratif composé de l'Université de Montréal, l'Université Laval et l'Université du Québec à Montréal. Il a pour mission la promotion et la valorisation de la recherche.

https://www.erudit.org/fr/

L'Actualité Économique. Revue d'analyse économique, vol. 63, n° 4, décembre 1987

L'INFLUENCE DE LA TAILLE SUR L'ENDETTEMENT DES ENTREPRISES INDUSTRIELLES GRECQUES

Catherine KAPETANAKIS SIFAKIS
M.I.A.G., Université 1, Grenoble

Cet article analyse les résultats d'une étude empirique sur l'effet de la taille sur la structure financière des entreprises industrielles grecques. Il fait également une comparaison systématique des résultats obtenus avec ceux d'autres études réalisées sur le même thème en Grèce et à l'étranger. On démontre que la structure financière des entreprises industrielles grecques de grande taille présente certaines caractéristiques *stables* qui les différencient nettement des grandes entreprises de pays d'un niveau de développement supérieur. Ces caractéristiques sont les taux d'endettement très élevés, sensiblement plus élevés que ceux des entreprises des autres tailles, en particulier vis-à-vis des institutions de crédit. Les déterminants de ces particularités sont recherchés dans l'influence simultanée de deux facteurs : du caractère familial de la majorité d'entre elles et des structures bancaires. Le premier facteur influe au niveau de la structure financière des entreprises en augmentant le coût de financement par émission d'actions et en encourageant une politique de distribution de bénéfices. Les structures bancaires grecques déterminent des pratiques au niveau de la politique de crédit, qui encouragent le surendettement des entreprises de grande taille en diminuant le risque d'endettement.

The effect of size on financial structure of Greek industrial companies. — This article analyses results of an empirical study on the effect of size on financial structure of Greek industrial firms. It also makes systematical comparison of the obtained results with those of other studies on the same subject in Greece and abroad. It provides evidence that financial structure of large-sized Greek firms presents some *stable* characteristics which differenciate them from large firms in countries of superior level of development. These characteristics are the high debt ratios, considerably higher than those of firms of other sizes, in particular as regards financial institutions. The determinants of characteristics of the financial structure of large Greek firms have been saught in the simultaneous influence of two factors: the family-owned character of the majority of them and the banking structures. The former has an influence on the financial structure of firms by raising the cost of equity and by encouraging withdrawal of corporate funds and diversification towards other presumably less risky activities. The Greek banking structures, on the other hand, determine a credit policy which encourages the over-indebtedness of large-sized firms.

Remerciements : Je tiens à remercier Messieurs M. Chatelus, B. Oudet, C. Lamrani et R. Taouil pour avoir contribué à l'amélioration de ce travail.

INTRODUCTION

Le comportement des entreprises industrielles en matière d'endettement a fait l'objet en France [5], [14], [18], [28] et à l'étranger [7], [9], [16], [17], [18], [21], [22], [23], [27] de nombreuses études empiriques dont la finalité est d'identifier les facteurs déterminant les choix financiers de la firme.

La plupart de ces études révèlent l'influence de la taille sur la stucture financière des entreprises [7], [9], [16], [17], [18], [27]. La nature en revanche, de cette influence est loin d'être uniforme. Certaines études aboutissent à la conclusion que la taille exerce une influence positive sur le taux d'endettement des entreprises [2], [7], [16], [17], [27] ; d'autres relèvent une influence inverse [8], [9], [14], [19], [25], [28]. Ces conclusions opposées caractérisent les études portant non seulement sur des pays différents mais également sur les entreprises d'un même pays.

En Grèce, toutes les études empiriques disponibles révèlent au contraire, une influence positive de la taille sur le taux d'endettement des entreprises [10], [11], [20]. On constate également, contrairement à d'autres pays, que le taux d'endettement vis-à-vis des banques est sensiblement plus élevé pour les entreprises de grande taille.

Dans cet article, on essaie d'expliquer le comportement d'endettement des entreprises industrielles grecques, en particulier de grande taille. Cette recherche apporte deux éléments nouveaux au débat. D'une part, nous présentons les résultats de notre étude empirique. D'autre part, nous dégageons les caractéristiques stables de ce comportement et nous avançons des éléments d'explication des particularités qu'il présente par rapport à d'autres pays.

Les déterminants de ces particularités sont recherchés dans l'influence simultanée de deux facteurs : du contrôle familial et des structures bancaires. Le premier facteur influe au niveau des choix financiers des entreprises en augmentant le coût relatif du financement par émission d'actions et en encourageant une politique de distribution de bénéfices. Les stuctures bancaires grecques déterminent des pratiques au niveau de la politique de crédit, qui encouragent le surendettement des entreprises de grande taille, en diminuant notamment le risque financier.

1. ÉTUDE EMPIRIQUE

1. *Échantillon et données*

L'examen du comportement d'endettement des entreprises industrielles mené ici, prend appui sur un échantillon de 236 sociétés industrielles (S.A. et S.a.r.l.) que nous avons constitué pour l'année 1981, représentant 1/13 de l'ensemble des sociétés de capitaux et S.a.r.l. grecques dont l'équipement mécanique a une valeur supérieure à 1 million de drachmes[1]. Ces entreprises sont classées en six catégories en fonction de leur taille, en prenant comme critère la valeur du bilan :

1. En 1981, 1F valait environ 10 drachmes.

bilan inférieur à 10 millions de drachmes, entre 10 et 30 millions, entre 30 et 50, 50 et 100, 100 et 250 et, plus de 250 millions. Le poids de chaque groupe d'entreprises dans notre échantillon est le même que le poids de ce groupe dans l'ensemble de la population étudiée[2].

Le premier groupe d'entreprises représente 7 % du nombre total des sociétés de notre échantillon et 0,1 % de la somme des bilans. Les pourcentages sont respectivement par ordre croissant de taille,

20 % et 1 % pour le deuxième groupe,
16 % et 1,5 % pour le troisième groupe,
19 % et 3 % pour le quatrième groupe,
18 % et 6 % pour le cinquième groupe et,
19 % et 88 % pour le groupe des sociétés de la plus grande taille (bilan supérieur à 250 millions de drachmes) que nous allons analyser plus particulièrement.

Les bilans analysés ont été publiés dans le Journal Officiel (fascicule des sociétés anonymes) ou dans des revues économiques. Les bilans ont été réévalués en 1977. Aucun redressement n'a été effectué sur les données fournies par les entreprises. Les données quantifiées utilisées dans cette étude présentent donc de nombreuses imperfections. Étant donné toutefois, que celles-ci ne sont pas reliées systématiquement avec la taille de l'entreprise, on peut considérer que les résultats obtenus donnent une image assez fidèle du phénomène étudié.

Pour analyser l'endettement des entreprises nous avons utilisé les ratios :
— fonds propres/ensemble du bilan,
— endettement vis-à-vis des banques/endettement,
— dettes à court terme/passif et,
— dettes à long terme/passif.
Nous avons calculé également,
— le fonds de roulement net (capitaux permanents/actif immobilisé net) et,
— le taux de couverture des immobilisations nettes par les fonds propres (fonds propres/A.I.N.).

2. *Résultats*

L'examen des bilans des entreprises de notre échantillon (voir tableau 1 et graphique 1) nous permet de faire les remarques suivantes :

— La part des capitaux propres, mais aussi – dans une moindre mesure – des capitaux permanents décroît fortement avec la taille, surtout pour les entreprises des plus grandes tailles. Les capitaux propres, après un bond du premier au deuxième groupe d'entreprises – de 35 % à 45 % du bilan – suivi d'un tassement du deuxième au quatrième, diminuent très nettement pour l'avant

2. Les statistiques de la Confédération des Industries Grecques donnent la répartition par taille de l'ensemble des sociétés industrielles dont l'équipement mécanique a une valeur supérieure à 1 million de drachmes en les regroupant en six catégories en fonction de la valeur du bilan.

dernier groupe – de 45 % à 36 %. Cette diminution s'accélère pour les entreprises de la plus grande taille : la part des fonds propres dans celles-ci atteint en moyenne 24 % du passif. Une conséquence de cette évolution est que – malgré la baisse de la part de l'actif immobilisé – le fonds de roulement net diminue sensiblement et encore plus nettement le taux de couverture des immobilisations nettes par les fonds propres. Le premier passe de 138 % pour le premier groupe d'entreprises à 125 % pour les entreprises de la plus grande taille ; et le deuxième de 113 % à 70 % respectivement.

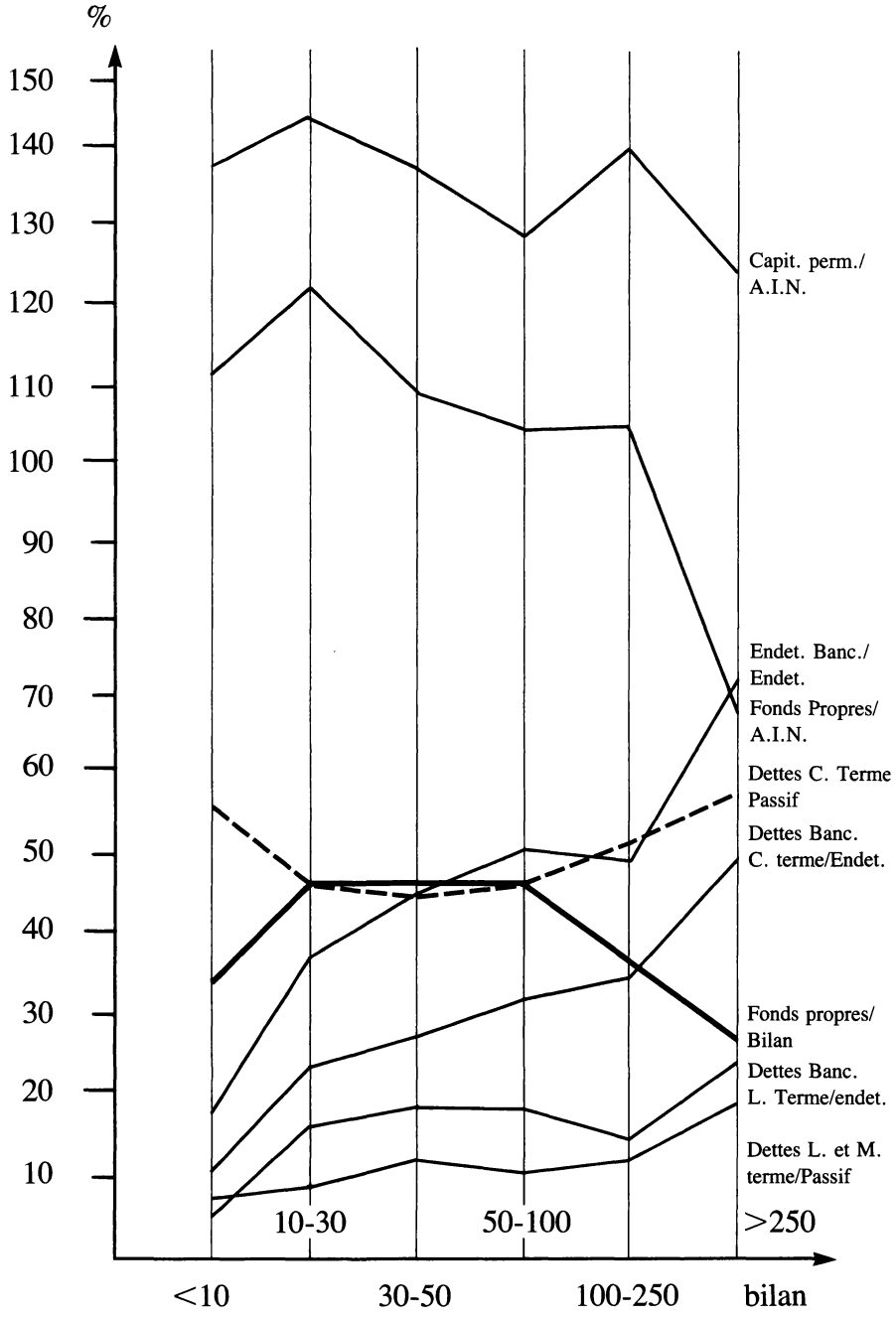
— La part de l'endettement vis-à-vis des banques, ainsi que chacune de ses composantes (à court et à long terme) augmentent en fonction de la taille dans l'ensemble de l'endettement. L'accroissement le plus net caractérise le deuxième et le dernier groupe d'entreprises. Les dettes vis-à-vis des banques représentent la plus grande part des dettes des entreprises des plus grandes tailles : 75 % des dettes du dernier groupe contre 49 % pour la moyenne des entreprises de notre échantillon. La faible autonomie financière que font apparaître les taux d'endettement élevés des entreprises des plus grandes tailles est en réalité encore plus accentuée, si l'on tient compte de la concentration poussée qui caractérise les activités bancaires en Grèce.

— La part de l'endettement à court terme dans l'ensemble du bilan augmente pour les plus grandes sociétés et encore plus nettement la part de l'endettement à long terme. L'endettement à court terme, après une baisse du premier au troisième groupe, voit sa part augmenter régulièrement : de 43 % du passif pour le troisième groupe, il passe à 57 % pour le dernier. Quant à l'endettement à terme, après une hausse légère et quasi continue du premier au cinquième – de 8 % à 12 % – il marque un bond pour le groupe suivant : de 12 % à 19 % du passif. Le groupe d'entreprises de la plus grande taille, qui représente 19 % du nombre total des entreprises de notre échantillon, couvre 93 % de l'ensemble de l'endettement à terme. Ces entreprises ont également le taux d'endettement (dettes/passif) le plus élevé : 76 % contre 61 % pour la moyenne industrielle.

TABLEAU 1
DIFFÉRENCIATION DE LA STRUCTURE FINANCIÈRE DES ENTREPRISES EN FONCTION DE LA TAILLE (%)

Bilan en millions de drachmes	Actif Im. Net/ actif	Actif Circul./ actif	Total A = P	Fonds Propres/ passif	Endet. Total/ Passif	Dettes C. terme/passif	Dettes L. et M. terme/passif	Endet. Banc./Endet.	Dettes Banc. C. Terme/Endet.	Dettes Banc. L. Terme/Endet.	Fonds Propres/ A.I.N.	Capit. Perm./ A.I.N.
17 entreprises bilan <10	31	69	100	35	65	57	8	17	11	6	113	138
48 entreprises bilan 10-30	37	63	100	45	55	46	9	37	22	15	122	146
37 entreprises bilan 30-50	42	58	100	46	54	43	11	43	25	18	109	136
45 entreprises bilan 50-100	43	57	100	45	55	45	10	51	33	18	105	128
43 entreprises bilan 100-250	34	66	100	36	64	52	12	50	35	14	106	141
46 entreprises bilan >250	34	66	100	24	76	57	19	75	52	23	70	125
moyenne 236 entreprises	37	63	100	39	61	49	12	49	32	17	105	138

GRAPHIQUE 1
DIFFÉRENCIATION DE LA STRUCTURE FINANCIÈRE DES ENTREPRISES
EN FONCTION DE LA TAILLE



II) LES PARTICULARITÉS DU COMPORTEMENT D'ENDETTEMENT DES ENTREPRISES INDUSTRIELLES GRECQUES DE GRANDE TAILLE

1) *Les résultats des études précédentes*

L'accroissement de l'endettement ainsi que de l'endettement à terme, dans les bilans des entrerprises de plus grandes dimensions est mise en lumière par les autres études statistiques qui ont été réalisées en Grèce, aussi bien avant qu'après le début de la crise économique.

Les études en question sont celles de Halikias pour l'année 1959 [10], de Psilos pour la même année [20], et du Guide économique des entreprises industrielles grecques ICAP pour les années 1975, 1976 et 1980 [11][3].

La première a porté sur un échantillon de 315 entreprises industrielles, regroupées en neuf catégories en fonction de la valeur du bilan ; et la deuxième sur un échantillon de 937 entreprises, regroupées en huit catégories selon le même critère. Toutes les deux constatent que le taux d'endettement (dettes/passif) diminue pour les premiers groupes d'entreprises et augmente fortement pour les groupes d'entreprises de plus grandes dimensions. Le taux d'endettement des entreprises de la plus grande taille atteint 78,8 % selon la première étude, et 77,5 % selon la deuxième, contre 74,5 % et 52,7 %, respectivement en moyenne. L'étude de Halikias examine également la structure de l'endettement des entreprises et relève l'influence positive de la taille sur le taux d'endettement à terme.

L'étude du Guide économique des entreprises industrielles grecques utilise comme critère de taille les effectifs employés et regroupe les sociétés de ses échantillons (de plus de 2000 entreprises), en 5 groupes. Cette étude confirme l'évolution croissante du taux d'endettement en fonction de la taille, surtout pour les groupes d'entreprises de plus grandes dimensions, et relève l'aggravation sensible du taux d'endettement des très grandes entreprises : 71 % en 1975, 76 % en 1979, 80 % en 1981, contrairement aux entreprises de petite taille, qui, elles, ont soit diminué, soit maintenu stable leur taux d'endettement.

En revanche, notre observation concernant l'accroissement de la part des dettes à court terme dans les bilans des plus grandes entreprises n'est pas confirmée par l'étude de Halikias, le seul à avoir examiné ce problème.

Le caractère stable de l'influence positive de la taille sur le taux d'endettement, en particulier vis-à-vis des banques, est confirmé par l'analyse des entreprises « surendettées », dont on a beaucoup parlé en Grèce ces dernières années. Selon des informations de la commission spécialement créée pour examiner leur situation financière [4], ces entreprises sont dans leur grande majorité, de très grande taille. Leurs dettes sont contractées pour plus de 70 % auprès du secteur bancaire. Enfin, les décisions prises par les autorités gouvernementales sont très révélatrices

3. Nous évoquons ici uniquement les études statistiques dont le nombre élevé de regroupements permet d'isoler les entreprises de plus grandes tailles. Cela n'est pas le cas avec l'étude de Tzoannos [26], qui regroupe les sociétés de son échantillon en deux catégories seulement : petites et grandes. Cette étude conclut néanmoins, elle aussi, à l'influence positive de la taille sur le taux d'endettement.

de la responsabilité des banques dans la création du problème. Parmi les vingt-deux entreprises « surendettées » jugées comme viables, treize passeront sous le contrôle de la Banque Nationale, première banque commerciale du pays, par capitalisation de leurs dettes à son égard [4], et dans les neuf restantes, qui passeront sous le contrôle de l'État, la même banque aura une participation minoritaire [13].

2) *Comparaison avec d'autres pays et particularités*

L'influence positive de la taille sur le taux d'endettement, en particulier vis-à-vis des banques, et le caractère stable de cette influence, constituent des particularités de la structure financière des entreprises industrielles grecques.

L'analyse des résultats d'études portant sur d'autres pays nous a permis de constater que la variable taille contribue de façon assez diverse à la détermination de la structure financière des entreprises. Les conclusions de ces études sont souvent contradictoires, aussi bien en ce qui concerne celles portant sur des pays différents que celles portant sur un même pays. La plupart des études statistiques qui ont été faites en France sur la différenciation de la structure des bilans des entreprises françaises en fonction de la taille (Le Roy-Keller [14], Vassille [28], Mary *et alii* [18]) aboutissent à la conclusion que le taux d'endettement des P.M.E. est plus élevé que le taux d'endettement des entreprises de grande taille. Celle de Brocard [2] aboutit à la conclusion inverse. Deux études portant sur les entreprises canadiennes (Suret [25] et Gagnon [8] concluent à l'existence d'une relation inverse entre taille et taux d'endettement. En ce qui concerne les recherches faites aux États-Unis, certaines concluent à l'existence d'une influence positive de la taille sur le taux d'endettement des entreprises américaines (Martin et Scott [17], Ferri et Jones [7], Taub [27]) et d'autres à l'existence d'une influence inverse (Gupta) [9]. Deux autres études qui ont été réalisées, l'une, sur les entreprises britanniques (Marsh [16]) et l'autre sur les entreprises allemandes (Schmidt [22]) concluent, la première, à une influence positive et la seconde, à une absence d'influence.

Les études disponibles relèvent aussi – contrairement à ce qui a été observé dans le cas grec – que le taux d'endettement vis-à-vis des banques est plus faible pour les entreprises de très grande taille (Brocard [2], Gupta [9], May *et alii.* [18]). En revanche, la part plus élevée de l'endettement à terme dans les dettes des grandes entreprises constitue une caractéristique commune du comportement d'endettement de ces entreprises dans tous les pays (Evraert [6], Gagnon [8], Gupta [9], Le Roy-Keller [14], Perez [19], Schmidt [22], Vassille [28], etc.)

III) INTERPRÉTATION

1) *Les facteurs habituellement évoqués pour expliquer l'influence de la taille au niveau de la structure financière des entreprises.*

Le facteur taille influence plusieurs paramètres qui interviennent de façon contradictoire dans la détermination de la structure financière de l'entreprise.

4. Selon une décision récente une partie importante des actions de ces entreprises détenues par la Banque Nationale sera rétrocédée à l'Organisme de réorganisation d'entreprises surendettées.

Tout d'abord, les conditions d'accès au financement par émission d'actions ne sont pas les mêmes pour les grandes et pour les petites entreprises. Les premières ont un accès généralement plus facile que les autres. Le coût de financement par émission d'actions est aussi moindre pour elles. Les frais d'émission sont inversement liés au montant de l'émission. Les grandes entreprises devraient donc pouvoir augmenter plus facilement leurs fonds propres et avoir des taux d'endettement inférieurs que les entreprises de taille plus petite.

Mais il y a d'autres facteurs qui encouragent, au contraire, le recours à l'endettement des grandes entreprises : celles-ci sont en mesure de diversifier leurs sources de crédit et donc de satisfaire mieux leurs besoins d'endettement. Elles peuvent utiliser non seulement le crédit bancaire mais également faire appel au marché obligataire. Il est aussi admis que la politique de financement des banques est fortement discriminatoire en faveur des entreprises importantes, en particulier en ce qui concerne l'octroi des crédits à long terme. Cette politique s'explique généralement par le moindre risque que présente le crédit à ces entreprises, à cause de leur plus grande diversification et des garanties plus importantes qu'elles peuvent offrir. Cette politique discriminatoire s'exprime aussi bien au niveau des taux d'intérêt qu'au niveau de délais d'acceptation de crédits et de montants consentis et elle est plus accentuée dans des périodes d'encadrement du crédit.

Il faut signaler enfin, l'importance de la fiscalité. Dans certains pays, le taux d'imposition est plus élevé pour les entreprises de grande taille que pour les entreprises de taille moyenne et petite, qui bénéficient de la déduction fiscale pour petite entreprise [25]. Cela augmente le coût d'autofinancement pour les premières et encourage leur recours à l'endettement.

L'influence variable et souvent contradictoire de ces paramètres explique l'existence de conclusions contradictoires que nous avons signalées quant à l'effet de la taille au niveau de la structure financière des entreprises.

2) *Notre schéma d'explication*

La politique de financement des entreprises industrielles grecques de grande taille a été beaucoup influencée par deux types de facteurs : le caractère familial de la majorité d'entre elles et le comportement des banques, lui-même conséquence en grande partie des structures bancaires. Le premier facteur contribue à augmenter le coût de financement par émission d'actions. Il encourage également une politique de distribution de bénéfices, qui aboutit à une faible capacité d'autofinancement de ces entreprises. Les structures bancaires déterminent une politique de crédit encore plus discriminatoire en faveur des grandes entreprises qu'il n'est habituellement le cas dans d'autres pays. L'influence simultanée de ces deux facteurs favorise fortement le recours à l'endettement.

La fiscalité a eu, au contraire, une influence contradictoire et difficile à évaluer : Le mode d'imposition des bénéfices distribués, plus avantageux pour les gros actionnaires, favorise la concentration des actions entre un nombre limité

de personnes et le maintien du contrôle familial. La retenue de l'impôt (à taux fixe) sur le montant du dividende met fin à l'obligation fiscale des actionnaires pour les revenus de leurs actions. Cette disposition bénéficie aux actionnaires importants, qui évitent ainsi d'être imposés sur les revenus élevés tirés de leur entreprise au taux fortement progressif de l'I.R.P.P. (Le taux d'imposition pour les tranches supérieures de revenus atteint 60 % contre 38 % et 41 % pour le taux d'imposition des dividendes des actions nominatives et anonymes des sociétés cotées en bourse et 43 % et 41 % pour les dividendes des actions des sociétés non cotées). La fiscalité au niveau des bénéfices distribués n'incite pas, dans ces conditions, les propriétaires familiaux à ouvrir le capital de leur entreprise au marché boursier.

Quant au mode d'imposition des bénéfices non distribués [3], [15], il encouragerait plutôt la rétention des bénéfices des sociétés cotées, et donc leur recours à l'autofinancement. Le taux d'imposition de ces dernières s'élève à 35 %, contre 40 % pour le taux d'imposition des sociétés non cotées. D'autres dispositions fiscales limitent la liberté d'action de ces sociétés au niveau de leur politique financière, en rendant obligatoire la distribution de 35 % de leurs bénéfices nets. Toutefois, l'application de cette disposition est soumise à l'approbation d'une majorité d'actionnaires représentant 80 % du capital social. Quoi qu'il en soit, étant donné que le nombre des entreprises cotées en bourse représente un pourcentage faible de l'ensemble des entreprises industrielles grecques de grande taille, l'influence de cette disposition sur le comportement financier de ces entreprises, devait être assez limitée.

2.1 *L'influence du contrôle familial*

a) *Contrôle familial et coût de financement par émission d'actions*

L'influence de la structure de la propriété du capital sur le comportement financier de l'entreprise a été analysée par la théorie d'agence [1], [13]. Cette théorie a été élaborée dans le cadre de la problématique qui cherche à intégrer les effets de certaines imperfections du marché sur la politique financière de l'entreprise.

La relation d'agence a été définie comme celle qui existe entre les dirigeants-copropriétaires et les autres personnes qui sont impliquées dans la propriété et le financement de l'entreprise. Les problèmes d'agence trouvent leur origine dans le fait que les intérêts de ces personnes sont contradictoires et les objectifs de certaines d'entre elles peuvent différer de l'objectif de maximisation de la valeur de la firme [25]. Il existe des situations, où les conflits d'intérêts et le comportement de recherche de l'intérêt individuel qui caractérise ces agents, conduisent l'entreprise à prendre des décisions sous-optimales. Les problèmes d'agence provoquent dans ce cas des frais d'agence, qui modifient le coût relatif de différents modes de financement des entreprises.

Le contrôle familial de l'entreprise engendre une catégorie particulière de frais d'agence qui augmentent le coût du financement par capital-actions. La

confusion entre propriété du capital et contrôle est source de nombreux avantages pour l'entrepreneur familial. Ces avantages prennent tout d'abord la forme de satisfaction de besoins considérés comme supérieurs, tels les besoins d'autonomie, d'autorité, de participation à la prise de décisions, d'autoactualisation, etc. L'identification importante de l'entrepreneur à son entreprise rend également possible l'apparition de comportements que l'on peut caractériser comme sous-optimaux, si l'on se place du point de vue des intérêts de l'entreprise : perception de salaires élevés, augmentation de dépenses improductives qui augmentent l'utilité personnelle de l'entrepreneur, mais ne concourent pas à la maximisation de la valeur de son entreprise.

Ces avantages multiples augmentent le coût de financement par émission d'actions. Pour le propriétaire familial tout d'abord : ce que celui-ci sacrifie dans le cas de financement par capital-actions n'est pas seulement les bénéfices de l'entreprise qui seront versés pour la rémunération de nouveaux actionnaires, mais également une partie des avantages matériels et immatériels qu'il tire de sa situation. Pour l'actionnaire potentiel ensuite, qui exigera lui aussi une rentabilité très élevée pour souscrire à l'émission d'actions d'une entreprise familiale. Il aura cette exigence, d'une part, pour se protéger des dangers que présente pour lui le comportement du dirigeant/propriétaire familial et, d'autre part, pour compenser le manque de liquidité qui caractérise les actions de ces entreprises qui est encore plus grand dans les marchés boursiers faiblement développés, tels le marché d'Athènes.

Ces comportements expliquent le faible recours à la bourse des entreprises familiales de grande taille. Les besoins de financement de ces entreprises, qui dans d'autres pays sont couverts par l'appel à la bourse, l'étaient en Grèce par endettement auprès des banques, compte tenu de la place centrale de ces dernières dans le circuit de financement.

b) *Contrôle familial, diversification du patrimoine du propriétaire et politique de distribution des bénéfices de l'entreprise*

La confusion entre gestion de l'entreprise familiale et gestion du patrimoine personnel de l'entrepreneur encourage également une politique de faible autofinancement des entreprises industrielles grecques de grande taille.

Pour expliquer cela nous ferons appel à la théorie des portefeuilles. Cette théorie a été élaborée pour éclairer les conditions d'optimisation de la gestion des actifs d'une personne. Selon cette théorie, un investisseur qui agit de façon rationnelle, cherche, en diversifiant ses actifs entre plusieurs activités, à diminuer son risque global au niveau du risque du marché, tout en augmentant son bénéfice. La confusion entre propriété du capital et contrôle qui caractérise l'entreprise familiale, a comme conséquence que la politique de diversification du patrimoine de l'entrepreneur influence fortement la gestion des revenus engendrés de l'activité de l'entreprise. Cette attitude trouve un terrain plus propice auprès des

entrepreneurs qui contrôlent des entreprises de grande taille ayant facilement accès au crédit bancaire et a été fortement encouragée par la rentabilité plus faible de l'industrie grecque par rapport à d'autres activités.

L'entreprise familiale tient un rôle particulier dans le cadre de la politique de diversification du patrimoine du propriétaire. En effet, il faut tenir compte du fait que l'utilité que présente pour lui le contrôle de son entreprise ne se limite pas au bénéfice tiré de cette activité. Elle est constituée également des rémunérations perçues et de la satisfaction de besoins « supérieurs », tels d'autonomie, d'autorité, de participation à la prise de décision, etc., ainsi que de différents avantages et facilités dont bénéficient les entreprises industrielles grecques de grande taille, notamment en ce qui concerne l'accès au crédit bancaire. L'ensemble de ces avantages nous permet notamment d'expliquer pourquoi l'entrepreneur grec immobilise des fonds dans l'entreprise industrielle, bien que le taux de profit dans l'industrie soit plus faible, compte tenu du risque industriel, que dans d'autres activités.

La prise en compte de ces avantages, notamment non monétaires, implique que l'entrepreneur a intérêt à garder le contrôle de son entreprise et à immobiliser une partie de ses fonds propres suffisante pour cela, tant que l'écart entre coût d'opportunité du capital et taux de profit dans l'industrie n'est pas supérieur pendant une période plus ou moins longue au supplément d'utilité que celui-ci tire de son activité au delà du bénéfice comptable.

Nous pensons que cette condition était plus ou moins satisfaite jusqu'à la fin des années 1970. Cela explique pourquoi l'entrepreneur, dans le cadre d'une politique de diversification de son patrimoine, pratiquait en même temps vis-à-vis de son entreprise une politique d'autofinancement faible mais néanmoins suffisant pour assurer la survie et même l'expansion de cette dernière. Elle n'est plus satisfaite pour de nombreuses entreprises industrielles depuis un certain nombre d'années. L'évolution de la situation économique, marquée par l'approfondissement de la crise, se caractérise par :

— la diminution considérable de la rentabilité dans l'industrie et,
— la montée de la spéculation, ainsi que des taux d'intérêt aussi bien en Grèce qu'à l'étranger.

Ces phénomènes aboutissent à l'élargissement de l'écart entre coût d'opportunité du capital et taux de profit dans l'industrie. La baisse de la rentabilité accélère la diminution de la capacité d'autofinancement des entreprises et amène plusieurs d'entre elles à s'endetter davantage. Ces évolutions, ainsi que les perspectives relativement sombres concernant l'avenir de l'industrie grecque augmentent l'attrait des activités spéculatives et la fuite de capitaux vers l'étranger, et cela d'autant plus que la monnaie grecque se dévalue constamment. Le comportement des entrepreneurs a ainsi considérablement aggravé les effets de la crise à laquelle s'est confrontée l'industrie grecque.

Les banques ont encouragé ce comportement, d'une part, en continuant à prêter aux entreprises, surtout de grande taille, bien que le pourcentage de leurs

fonds propres était souvent anormalement bas, et d'autre part, en ne contrôlant pas l'emploi effectif des crédits octroyés. Cette politique a contribué à la détérioration considérable de la structure financière de ces entreprises. Nous avons constaté que la part de l'endettement à court terme est plus importante dans le bilan des grandes entreprises. On peut supposer que ce phénomène est conséquence des difficultés de remboursement des dettes à long et moyen terme, contractées essentiellement par les grandes entreprises. Les mensualités échues et non remboursées de ces dettes sont transformées automatiquement en dettes à court terme, avec comme conséquence le gonflement de ces dernières dans l'ensemble du bilan. L'incapacité de ces entreprises d'honorer leurs dettes a également abouti à ce que leurs besoins d'endettement ne pouvaient plus être couverts que par le crédit à court terme, qui supporte en Grèce des taux d'intérêt très élevés, sensiblement plus élevés que le crédit à terme. Ce processus explique le « surendettement » des entreprises, qui a nécessité l'intervention directe des pouvoirs publics.

2.2 *L'influence de la structure financière de l'économie grecque*

La structure financière de l'économie constitue le deuxième facteur qui a influencé les choix financiers des entreprises de grande taille. Celle-ci se caractérise notamment par la prédominance du secteur des banques commerciales au sein des circuits de financement, leur grande concentration, le contrôle public quasi complet et le caractère mixte de leurs activités. Les banques commerciales contrôlent 62 % des dépôts et 50 % des crédits. La banque centrale et les deux plus grandes banques commerciales représentent 63 % de l'ensemble des ressources des banques. Les banques sous contrôle direct et indirect de l'État représentent par ailleurs, environ 90 % des activités du secteur. Quant au caractère mixte de leurs activités, elles sont obligées par la loi de consacrer respectivement 15 % et 4 % de leurs ressources pour l'octroi de prêts d'une durée supérieure à 4 ans et pour l'achat d'actions d'entreprises industrielles de taille importante. Aucune limitation n'est prévue quant à la part du capital social d'une entreprise qu'un établissement bancaire peut prendre sous son contrôle.

Ces caractéristiques ont encouragé la mise en place par l'intermédiaire de prises de participations, d'un réseau d'alliances entre banques et grandes entreprises qui encouragent le recours à l'endettement. Nous avons constaté en analysant le portefeuille-actions des deux plus grandes banques commerciales – de la Banque Nationale et de la Banque Commerciale – que la première détient directement ou indirectement une partie des actions de vingt parmi les cent plus grandes entreprises industrielles, et la seconde, qui a des intérêts importants également dans les assurances et le tourisme, en contrôle deux [24].

Les caractéristiques de la structure financière de l'économie grecque dans des conditions d'un dirigisme très poussé en matière de politique de crédit ont atténué deux contraintes qui déterminent la politique de financement des banques et leur comportement vis-à-vis de la clientèle : celle de la rentabilité et celle du risque [29].

Elles ont également rendu les banques plus sensibles aux pressions politiques, qui sont beaucoup plus fréquentes dans des pays où la valorisation du capital privé dans de bonnes conditions est largement tributaire du soutien actif du pouvoir politique. Les pressions politiques ont même trouvé en Grèce une expression institutionnalisée par l'intermédiaire de la Commission Monétaire, composée presque exclusivement de membres du gouvernement. Cette commission avait des pouvoirs très étendus non seulement dans la détermination et le contrôle de la politique de crédit, mais également dans la distribution effective du financement bancaire.

La structure financière de l'économie grecque encourage des pratiques bancaires qui diminuent le risque financier couru par l'emprunteur. Ce risque constitue un des facteurs qui conditionnent l'attitude vis-à-vis de l'endettement, et se compose :
— du risque de refus de renouvellement de prêt de la part du prêteur,
— du risque de perte de la solvabilité de l'entreprise,
— et du risque de perte de son indépendance financière.

La pratique bancaire jusque assez récemment, était de renouveler les crédits des entreprises « surendettées » de grande taille, même si on le faisait souvent dans des conditions onéreuses. Les banques grecques étaient d'autant plus confortées dans leur politique de renouvellement quasi automatique de crédits, qu'elles savaient que l'État était soucieux de maintenir en activité ces entreprises pour plusieurs raisons, dont la nécessité de préserver l'emploi, et qu'il ne manquerait pas d'intervenir en cas de besoin.

Cette pratique en matière de renouvellement de crédits diminuait du même coup le risque de perte de la solvabilité de l'entreprise.

Quant au risque de perte de son indépendance financière, il était, lui aussi, relativement limité. La logique prédominante de la politique des banques commerciales, à quelques exceptions près, était une logique bancaire. Ce qui les intéressait essentiellement, était la dimension bancaire de leurs activités et non leurs activités d'affaires. Les banques grecques n'avaient ni les compétences, ni la volonté de participer à l'exercice du pouvoir effectif de direction d'entreprises industrielles, sur lesquelles elles avaient des droits effectifs ou potentiels. Effectifs, du fait de leurs prises de participations ; potentiels, du fait du surendettement de certaines d'entre elles. Toute l'action de l'État était imprégnée du souci de ne pas entraver l'initiative privée. L'interventionnisme étatique – très pesant – avait en principe comme objectif de créer les conditions favorables pour la valorisation du capital privé et non de se substituer à lui, sous une forme ou sous une autre. Le contrôle de ces entreprises continuait donc de rester entre les mains des actionnaires familiaux, bien qu'en cas d'endettement excessif de l'entreprise, le risque d'activité soit supporté en fait par le prêteur (qui a, en dernière instance, dans le cas des banques grecques, la garantie de fait de l'État).

Le comportement des banques a encouragé le recours excessif à l'endettement des grandes entreprises. Il a aussi favorisé la perpétuation du contrôle familial, en confortant les entreprises dans leur attitude d'hostilité vis-à-vis du financement par émission d'actions.

CONCLUSION

Cette étude nous a permis de mieux cerner sur le plan théorique l'influence de certains facteurs structurels, en particulier de la taille et des structures bancaires, sur le comportement financier des entreprises. Le problème de la transformation de ce comportement s'identifie donc au fond avec celui de la transformation des structures financières et productives dans un sens qui permette une meilleure mobilisation de l'épargne et son utilisation la plus productive possible.

Compte tenu de cet objectif, l'effort devrait porter, d'une part, sur le renforcement des mécanismes de canalisation de l'épargne autres que le système bancaire, notamment du marché boursier, et d'autre part, sur la transformation des structures et des comportements bancaires dans le sens du renforcement du rôle des banques d'investissements, de la concurrence entre établissements du secteur, et d'une plus grande responsabilisation des banques dans le choix de leur politique de financement.

Le développement du marché boursier en particulier, favoriserait la dispersion des actions entre un nombre plus élevé d'actionnaires et la diversification des modes de financement des entreprises.

Les pouvoirs publics peuvent favoriser ces réformes de structure, notamment par la fiscalité et en utilisant leur influence auprès des banques, surtout du secteur public.

L'autorisation donnée pour la première fois en 1979 aux investisseurs institutionnels, de placer leurs disponibilités en bourse est de nature à revitaliser la demande des valeurs mobilières. En revanche, certaines dispositions de la réforme fiscale mise en place pour favoriser le développement du marché des capitaux sont mal adaptées à cet objectif. Nous avons expliqué pourquoi le mode d'imposition des dividendes et du revenu des personnes physiques, loin de favoriser la dispersion des actions, encourage au contraire leur concentration entre les mains des gros actionnaires et le maintien du contrôle familial. Une proposition que l'on peut formuler à cet égard est de faire bénéficier du taux d'imposition réduit uniquement les actionnaires de sociétés cotées en bourse dont la propriété du capital présente un degré suffisant de dispersion.

Dans une perspective plus immédiate, les banques, en particulier celles sous contrôle public, peuvent influencer la politique de financement des grandes entreprises en modifiant les conditions d'offre des crédits bancaires. Une part plus importante du financement bancaire devrait s'orienter vers les P.M.E. Les crédits aux entreprises de grande taille devraient porter sur le financement de l'actif circulant. Pour les crédits portant sur l'acquisition d'immobilisations les banques devraient exiger un accroissement parallèle des fonds propres des entreprises. Enfin, on pourrait envisager une différenciation des taux d'intérêt à terme en fonction du degré de capitalisation de l'entreprise avec pénalisation des entreprises ayant des taux d'endettement élevés.

BIBLIOGRAPHIE

1. BARNEA, A., R.A. HAUGEN, L.W., SENBET, « Market Imperfections, Agency Problems and Capital Structure : A Review », *Financial Management,* vol. 3 (été 1981), pp. 7-22.
2. BROCARD, R., « Endettement, rentabilité et croissance dans l'industrie française », *Analyse financière,* 3ème trimestre 1983, pp. 15-29.
3. Commission de Communautés européennes, *Inventaire des impôts, édition 1983,* Luxembourg, pp. 206-209.
4. *Compte-rendu du travail de la Commission de réorganisation économique d'entreprises : août 1982-décembre 1983,* Ministère de l'Économie Nationale, 1983 (en grec).
5. DAVID, J.F., MADER, F., « Le financement des 600 entreprises françaises entre 1966 et 1970 », *Economie et Statistique* n° 47 (juillet-août 1973), pp. 3-17.
6. EVRAERT, S., *Croissance, efficacité et rentabilité des petites et moyennes entreprises : une étude comparative de sociétés françaises,* Thèse d'État, Toulouse, 1978.
7. FERRI, M.G., JONES, W.H. « Determinants of Financial Structure : a New Methodological Approach », *Journal of Finance,* n° 34 (juin 1979), pp. 631-644.
8. GAGNON, J.M., « A Few Descriptive Propositions about Financial Structures and Possible Explanations », *Conseil international de la petite entreprise-Canada,* The Ryerson Polytechnical Institute, Toronto, mai 23-25, 1984, pp. 1-10 (conférence).
9. GUPTA, M. C., « The Effect of Size, Growth and Industry on the Financial Structure of Manufacturing Industries », *Journal of Finance,* n° 24 (juin 1969), pp. 517-529.
10. HALIKIAS, D., *Possibilités et problèmes de la politique de crédit : l'expérience grecque,* Banque de Grèce, 1976 (en grec).
11. ICAP HELLAS, *P.M.E. et grandes entreprises dans l'industrie grecque,* Athènes, 1982.
12. Journal VIMA, 17 août 1986.
13. KHOURY, N., MEDINA, E., *La structure du capital : une synthèse des orientations théoriques et empiriques de la dernière décennie,* Université Laval, Canada, document spécial., 1984.
14. LE ROY, J.P., KELLER, C., « Les structures des bilans des sociétés françaises », *Economie et Statistique,* n° 19, janvier 1971, pp. 3-16.
15. LEVANDIS, E., *Lois spéciales pour les sociétés anonymes,* A. Sakkoulas, Athènes, 1980 (en grec).

16. MARSH, P., « The Choice between Equity and Debt : an Empirical Study », *Journal of Finance,* mars 1982, pp. 121-144.

17. MARTIN, J.D., SCOTT, D.F., « A Discriminant Analysis of the Corporate Debt-Equity Decision », *Financial Management,* hiver 1974, pp. 71-79.

18. MARY, L., MICHA, B. PEISSEL, D. « Structures d'entreprises et comportements financiers », *Journée d'études des centrales de bilans,* 6 juin 1978, pp. 5-51.

19. PEREZ, R., « Une étude empirique des comportements d'endettement des entreprises françaises », *Cahiers de l'I.S.E.A.*, Série K, n° 11, pp. 647-688.

20. PSILOS, D., *Capital Market in Greece,* Center of Economic Research, Athènes 1964.

21. REMMERS, L., STONEHILL, A., WRIGHT, R., BEEKHUISEN, T., « Industry and Size as Debt Ratio Determinants in Manufacturing Internationally », *Financial Management,* été 1974, pp. 24-32.

22. SCHMIDT, R., « Determinants of Corporate Debt Ratio in Germany », in Brealey R. et Rankine G., *European Finance Association 1975 Proceedings,* Amsterdam : North Holland Publishing Company, 1976, pp. 309-328.

23. SCOTT, D.F.Jr., « Evidence on the Importance of Financial Structure », *Financial Management,* été 1972, pp. 45-50.

24. SIFAKIS-KAPETANAKIS, C., *Le financement bancaire de l'industrie grecque,* Athènes, Éditions Sakkoulas 1987, 80 pages (en grec).

25. SURET, J.M., « Facteurs explicatifs des structures financières des P.M.E. québécoises », *L'Actualité Économique, Revue d'Analyse Économique,* vol. 60, n° 1, mars 1984.

26. TZOANNOS, J., « Les effets de la forme juridique et de la taille au niveau de la structure financière des entreprises industrielles grecques », *Spoudes,* 1980, n° 1, pp. 115-144 (en grec).

27. TAUB, A.J. « Determinants of the Firm's Capital Structure », *Review of Economics and Statistics,* novembre 1975, pp. 410-416.

28. VASSILLE, L., « Les P.M.E. : fragilité financière, forte rentabilité », *Economie et Statistique* n° 148, octobre 1982, pp. 21-37.

29. VERNIMMEN, P., *Gestion et politiques de la banque,* Dalloz 1981.