

# L'appartenance à un groupe facilite le financement des entreprises

**Élizabeth Kremp et Patrick Sevestre\***

---

En France comme à l'étranger, plusieurs études ont montré l'influence certaine des contraintes financières sur l'investissement des entreprises, notamment des PME. Ces dernières accéderaient ainsi moins facilement aux financements de marché et aux emprunts bancaires. Or, le plus souvent, ces entreprises sont indépendantes, c'est-à-dire non contrôlées par un groupe. On peut alors s'interroger sur les raisons de ce désavantage : est-il lié seulement à leur petite taille ou bien également à leur statut ?

L'appartenance d'une entreprise à un groupe influe sur le niveau du financement de son activité et sur la structure de ce financement. Les entreprises indépendantes éprouvent plus de difficultés à trouver des financements que les entreprises de taille équivalente mais contrôlées par un groupe. Appartenir à un groupe pourrait être un facteur de réduction de l'asymétrie d'information entre les entreprises et les offreurs de capitaux. Cependant, une asymétrie moins marquée dans les relations des entreprises indépendantes avec les banques qu'avec les marchés de capitaux pourrait expliquer que la part de l'ensemble des crédits bancaires dans leur financement est plus importante qu'elle ne l'est pour les entreprises contrôlées par un groupe.

---

\* Au moment de la rédaction de cet article, Élizabeth Kremp faisait partie de l'Observatoire des entreprises de la Banque de France. Patrick Sevestre appartient à ERUDITE, Université Paris XII – Val de Marne et au Centre de Recherche de la Banque de France. Les noms et dates entre parenthèses renvoient à la bibliographie en fin d'article.

**L'**accès des PME à des financements externes, notamment aux financements de marché, est assez restreint (CNCT, 1998 ; Demartini et Kremp, 1998). Ainsi, dans une étude sur le financement de l'investissement des petites entreprises industrielles, Rosenwald (1998) montre que « *la moitié des montants investis par ces entreprises est financée par de l'autofinancement et un tiers par des crédits bancaires* ». Si leur taille constitue sans doute l'un des facteurs explicatifs des difficultés rencontrées par ces entreprises pour se financer, il n'est probablement pas le seul. Pour le vérifier, on cherche ici, à partir de données de la Banque de France, à évaluer l'influence, à taille donnée, de l'appartenance d'une entreprise à un groupe sur le niveau et la structure du financement de son activité.

Les données utilisées proviennent de deux sources différentes. La première est un fichier « Statut » où sont identifiées les entreprises indépendantes, les filiales et les têtes de groupe potentielles (cf. encadré 1). Une distinction supplémentaire est faite pour les entreprises contrôlées par un groupe : les groupes ne comportant qu'une ou deux filiales ont été classés comme « mini-groupes » (1), les autres constituant la catégorie des « grands groupes ». De plus, les têtes de groupe faisant partie du secteur « administrations d'entreprises » (secteur 741 J dans la nomenclature NAF) ont été isolées comme holdings (2) (cf. tableau 1).

1. Cette notion diffère de celle de « micro-groupe » retenue par l'Insee depuis une quinzaine d'années basée sur les effectifs employés du groupe dans son ensemble (Vergeau et Chabanas, 1997).

2. Enfin, 130 entreprises se détenant réciproquement de façon majoritaire ont été éliminées de l'échantillon.

#### Encadré 1

### ISOLER LES GROUPES ET LES ENTREPRISES INDÉPENDANTES

Le fichier « Statut » a été constitué en utilisant une méthodologie voisine de celle retenue à l'Insee pour créer LIFI, c'est-à-dire en ne retenant que les liens financiers entre entreprises (1) du fichier « liens financiers » de la Banque de France disponibles en 1996. Ce dernier recense près de 600 000 liens financiers concernant plus de 300 000 entreprises (repérées par un identifiant Sirene), à partir d'informations fournies par les entreprises aux succursales de la Banque de France. Ces informations concernent à la fois leurs participations dans d'autres entreprises et leur actionnariat, c'est-à-dire les individus et/ou les entreprises qui détiennent leur capital (qu'ils soient résidents ou non), ainsi que la part du capital détenu. Ces données ont été complétées par des informations sur les sociétés financières et les banques provenant de la base Bafi (BAse Financière de la Banque de France) (2).

Le nombre de groupes obtenu est très nettement supérieur à celui connu grâce aux travaux de l'Insee et du Sessi (Thollon-Pommerol, 1990, 1996 ; Vergeau et Chabanas, 1997 ; Feuvrier, 2000), car le champ de l'enquête LIFI est plus restreint : l'Insee interroge, sur leur actionnariat aval, c'est-à-dire leurs participations, les entreprises répondant à au moins l'un des trois critères suivants : employer 500 salariés et plus, réaliser plus de 400 millions de chiffre d'affaires, détenir plus de 8 millions de francs de titres de participation. Du fait de ces critères, une partie des mini-groupes échappe sans doute à cette enquête (3). Néanmoins, une assez grande similitude existe entre le fichier retenu et le fichier LIFI de l'Insee en ce qui concerne l'importance macro-économique des groupes. Ainsi, les effectifs contrôlés par un groupe sont d'un peu plus de 7 millions de salariés dans le fichier « Statut », contre 6,1 millions (en 1995) dans le fichier LIFI.

#### Déterminer les vraies têtes de groupe

Si l'on peut aisément déterminer les entreprises filiales d'un groupe « au premier tour », c'est-à-dire les entreprises qui sont détenues à plus de 50 % par une autre entreprise, il est sensiblement plus compliqué de déterminer le propriétaire « ultime » de ces entreprises, c'est-à-dire la tête de groupe.

Le jeu des participations indirectes et croisées rend en effet complexe le repérage des têtes de groupe. Pour effectuer ce repérage, un programme informatique dont la logique s'inspire de la méthodologie développée dans Insee (1980) a été élaboré. Toutefois, on s'est limité ici à la définition stricte du contrôle, c'est-à-dire au cas où plus de 50 % du capital est contrôlé par une même entreprise, directement ou indirectement.

La situation la plus simple est celle où une entreprise contrôle directement une autre, à plus de 50 % du capital, sans être elle-même contrôlée majoritairement. On parle dans ce cas de *tête de groupe au premier tour*.

1. Un second fichier « groupes de sociétés et groupes familiaux » a été constitué en tenant compte également des liens financiers entre entreprises et individus. Celui-ci permet notamment de repérer des groupes « familiaux », c'est-à-dire des ensembles d'entreprises sans liens financiers entre elles mais contrôlées par un même individu ou encore des entreprises qui contrôlent ou sont contrôlées, majoritairement par une autre entreprise qui est elle-même contrôlée par un individu (Kremp et Sevestre, 2000).

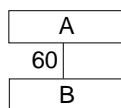
2. Pour plus de détail sur la construction de ce fichier, se reporter à Kremp (1998).

3. En 1995, le fichier de l'Insee concernait un peu plus de 54 000 entreprises appartenant à un groupe, dont 6 682 étaient répertoriées comme têtes de groupe.



Encadré 1 (suite)

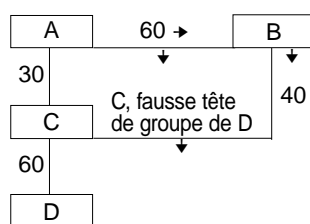
A, tête de groupe de B



B, filiale directe de A

Toutefois, par le biais des participations indirectes, une entreprise peut être filiale d'une autre sans être directement contrôlée par celle-ci à plus de 50 %. Le graphique suivant permet de visualiser simplement cette situation, où la non prise en compte des liens indirects conduit à attribuer indûment à une entreprise un statut de tête de groupe.

A, vraie tête de groupe de B, C et D



À l'évidence, les configurations des participations peuvent être beaucoup plus complexes. Ainsi, alors que l'on repère au premier tour, 54 891 têtes de groupe, seulement 43 000 d'entre elles apparaissent être réellement des têtes de groupe potentielles. Toutefois, on ne connaît plus de 50 % de leur actionnariat, que pour 14 399 d'entre elles. On suppose que ce seuil suffit pour isoler les « têtes de groupe certaines », même si, du fait des participations indirectes, il ne garantit pas de façon absolue qu'une entreprise repérée comme tête de groupe le soit effectivement. Néanmoins, on peut penser que pour les entreprises dont on connaît moins de 50 % de l'actionnariat, la fraction qui reste inconnue correspond à un actionnariat dispersé, ce qui ne remet pas en cause l'hypothèse d'absence de contrôle de cette entreprise.

**Isoler les entreprises indépendantes**

Le problème précédent se pose de façon similaire pour les entreprises indépendantes. De fait, une entreprise peut apparaître, au premier rang, ne pas être contrôlée majoritairement par une autre, mais être en réalité une filiale lorsque l'on tient compte des liens indirects. Toutefois, le nombre d'entreprises concernées est, en proportion, beaucoup plus faible que dans le cas des têtes de groupe puisqu'on connaît plus de 50 % de l'actionnariat pour plus de 90 % des entreprises indépendantes.

Tableau 1

**Répartition des entreprises selon leur statut et les effectifs employés**

	Holdings Têtes de groupe	Grands groupes (1)		Mini-groupes (1)		Entreprises indépendantes	Total
		Têtes de groupe potentielles	Filiales	Têtes de groupe potentielles	Filiales		
Nombre d'entreprises % du total	8 407 2,7	4 304 1,4	54 750 17,6	30 557 9,9	42 452 13,7	169 543 54,7	310 013 100
Nombre d'entreprises dont plus de 50 % du capital est connu	4 414	1 838	54 750	8 147	42 452	147 301	258 902
Effectifs employés (en millions) % du total	0,033 0,4	1,549 17,0	4,018 44,1	0,535 5,9	1,129 12,4	1,838 20,2	9,102 100

1. Un mini-groupe est défini comme un groupe n'ayant qu'une ou deux filiales. Par opposition, les autres groupes sont qualifiés de grands groupes.

Source : fichier « Statut », Observatoire des entreprises, Banque de France.

S'il est loin d'être exhaustif, notamment pour les entreprises indépendantes, ce fichier représente une fraction importante des entreprises du secteur marchand non agricole puisqu'il comprend 9 millions de salariés, sur un emploi total d'environ 13 millions de salariés (Insee, 1999). Dans ce fichier, parmi les 7,3 millions de salariés employés dans une structure de groupe, 1,7 million travaillent dans un mini-groupe (3). À l'inverse, les entreprises indépendantes, qui représentent 55 % des entre-

prises de l'échantillon, n'emploient que 20 % des effectifs qui y sont recensés.

3. Pour les groupes, cette estimation est forcément une borne inférieure dans la mesure où, pour certaines des entreprises, l'information sur les effectifs n'est pas disponible soit pour au moins une des filiales, soit pour la tête de groupe elle-même. Sur les 43 000 groupes potentiels, cette information n'est complète que pour environ un quart d'entre eux. Cette proportion est de trois quarts si l'on exige seulement l'information sur les effectifs de toutes les filiales. Toutefois, les effectifs des 27 000 entreprises identifiées comme têtes de groupe pour lesquelles la détention du capital est mal connue, appartiennent forcément à un groupe, puisqu'ils ne peuvent alternativement qu'être filiale d'un autre groupe. De ce fait, la prise en compte de ces entreprises dans le dénombrement des effectifs contrôlés par un groupe n'introduit pas de biais.

Le fichier « Statut » a été apparié avec le fichier Fiben de comptes sociaux pour constituer le second fichier utilisé ici. Ce fichier « Financement et Groupes » comprend plus de 95 000 entreprises (cf. encadré 2). Si, en termes de nombre d'entreprises, la part des indépen-

dantes est la même que dans le fichier « Statut » (54 %), la part des filiales est plus élevée (38 % contre 31 % précédemment) au détriment de celle des têtes de groupe, du fait de la contrainte imposée sur la connaissance des détenteurs du capital.

#### Encadré 2

### LE FICHIER « FINANCEMENT ET GROUPES »

Le fichier « Financement et Groupes » a été constitué à partir du fichier Fiben (Fichier bancaire des entreprises) de la Banque de France pour l'année 1996. Fiben est quasi exhaustif pour les entreprises de plus de 5 millions de francs de chiffre d'affaires et comprend les données comptables de plus de 160 000 entreprises. Les entreprises retenues dans cet article sont soumises à l'impôt sur les sociétés, ont une durée d'exercice égale à

12 mois et un chiffre d'affaires, des fonds propres et des effectifs strictement positifs (cf. tableaux A à D). La fusion du fichier comptable et du fichier « Statut », en se restreignant aux seules entreprises pour lesquelles les détenteurs de plus de 50 % du capital sont connus, donne un échantillon de plus de 95 000 entreprises, dans lequel les petites entreprises apparaissent sous-représentées, et corrélativement, l'industrie sur représentée.

Tableau A

#### Répartition sectorielle des entreprises par statut

En %

	Holdings têtes de groupe	Grands groupes (1)		Mini-groupes (1)		Entreprises indépendantes	Ensemble
		Têtes de groupe	Filiales	Têtes de groupe	Filiales		
Nombre	1 519	1 050	19 458	4 665	16 981	51 379	95 052
Agriculture, chasse, sylviculture, pêche	0	1,3	0,7	1,2	1,0	1,1	1,0
Industrie manufacturière	0	26,8	33,4	28,7	34,2	28,4	30,1
Production et distribution d'électricité, de gaz et d'eau	0	0,6	0,6	0,2	0,1	0,1	0,2
Construction	0	5,1	7,4	7,4	7,8	14,2	11,0
Commerce, réparation Automobile	0	23,8	27,8	36,7	39,7	40,4	36,7
Hôtels et restaurants	0	1,3	2,1	1,8	1,8	1,8	1,8
Transports et communications	0	4,5	7,6	5,6	4,9	5,2	5,6
Activités financières	0	10,5	0,7	2,0	0,3	0,2	0,5
Immobiliers et services aux entreprises	100	26,2	19,3	16,3	10,3	8,7	13,2
<b>Total</b>	<b>100</b>	<b>100</b>	<b>100</b>	<b>100</b>	<b>100</b>	<b>100</b>	<b>100</b>

1. Un mini-groupe est défini comme un groupe n'ayant qu'une ou deux filiales. Par opposition, les autres groupes sont qualifiés de grands groupes.

Source : fichier « Financement et Groupes », Observatoire des entreprises, Banque de France.

Tableau B

#### Indicateurs de taille des entreprises (total du bilan) selon leur statut

Total du bilan (en millions de francs)	Holdings têtes de groupe	Grands groupes (1)		Mini-groupes (1)		Entreprises indépendantes	Ensemble
		Têtes de groupe	Filiales	Têtes de groupe	Filiales		
Moyenne	458	944	192	45	41	13	74
Premier décile	4	10	4	4	3	2	2
Premier quartile	8	20	9	7	5	3	4
Médiane	20	50	25	15	10	5	8
Troisième quartile	51	174	76	32	25	10	21
Dernier décile	169	677	273	71	64	20	63

1. Un mini-groupe est défini comme un groupe n'ayant qu'une ou deux filiales. Par opposition, les autres groupes sont qualifiés de grands groupes. →

Source : fichier « Financement et Groupes », Observatoire des entreprises, Banque de France.

## Encadré 2 (suite)

Tableau C  
Indicateurs de taille des entreprises (effectifs) selon leur statut

Effectifs	Holdings têtes de groupe	Grands groupes (1)		Mini-groupes (1)		Entreprises indépendantes	Ensemble
		Têtes de groupe	Filiales	Têtes de groupe	Filiales		
Moyenne	15	443	156	53	52	23	62
Premier décile	1	3	6	6	6	5	5
Premier quartile	2	8	15	12	10	8	9
Médiane	5	36	38	25	21	15	18
Troisième quartile	9	127	98	48	42	26	38
Dernier décile	19	434	275	104	92	44	87

1. Un mini-groupe est défini comme un groupe n'ayant qu'une ou deux filiales. Par opposition, les autres groupes sont qualifiés de grands groupes.

Source : fichier « Financement et Groupes », Observatoire des entreprises, Banque de France.

Tableau D  
Indicateurs de taille des entreprises (valeur ajoutée) selon leur statut

Valeur ajoutée (en millions de francs)	Holdings têtes de groupe	Grands groupes (1)		Mini-groupes (1)		Entreprises indépendantes	Ensemble
		Têtes de groupe	Filiales	Têtes de groupe	Filiales		
Moyenne	10	255	55	15	15	6	21
Premier décile	0	1	1	1	1	1	1
Premier quartile	0	3	4	3	2	2	2
Médiane	2	13	10	7	5	3	4
Troisième quartile	4	43	29	13	11	6	10
Dernier décile	9	159	87	29	27	11	25

1. Un mini-groupe est défini comme un groupe n'ayant qu'une ou deux filiales. Par opposition, les autres groupes sont qualifiés de grands groupes.

Source : fichier « Financement et Groupes », Observatoire des entreprises, Banque de France.

### Les entreprises contrôlées par un groupe sont plus grandes...

Deux critères de taille sont ici utilisés pour comparer les entreprises contrôlées par un groupe avec les entreprises indépendantes : les effectifs employés et l'actif total.

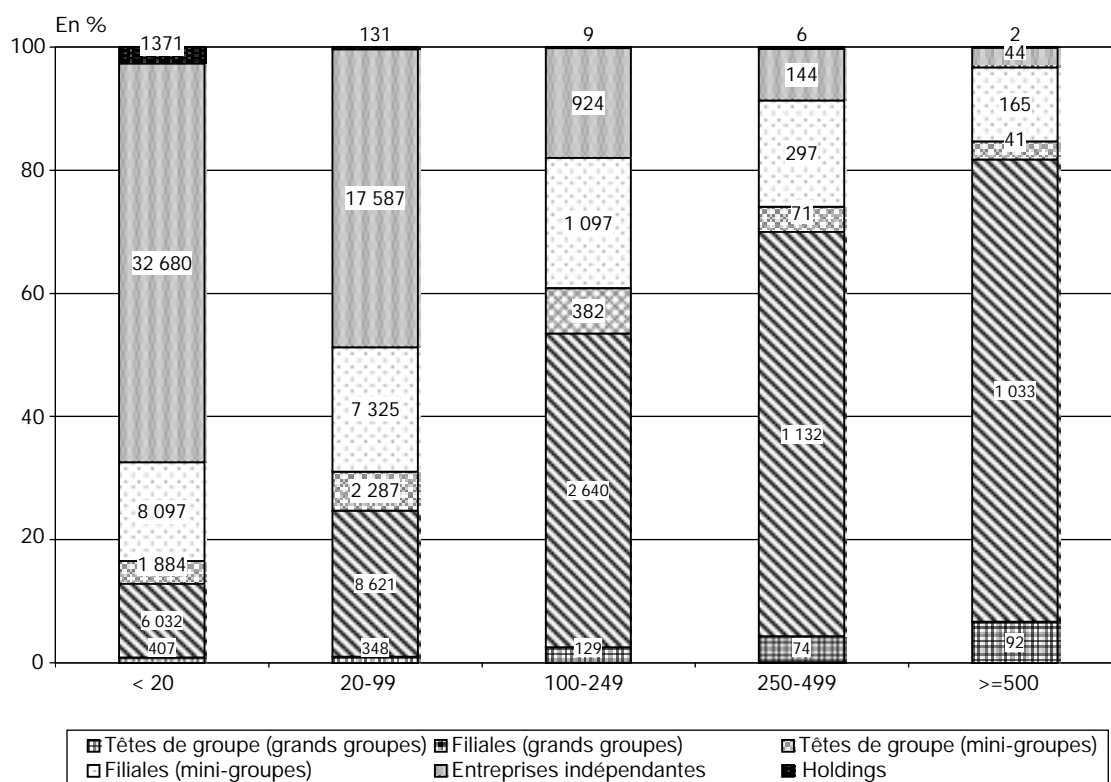
La répartition, pour cinq classes de taille, du nombre d'entreprises selon leur statut montre que les entreprises contrôlées par un groupe sont, en moyenne, plus grandes que les entreprises indépendantes (cf. graphique I). Ainsi, ces dernières représentent 65 % des entreprises de moins de 20 salariés, 48 % de celles de 20 à 100 salariés, mais seulement 0,05 % de celles de plus de 500 salariés. Si la part des entreprises contrôlées par un mini-groupe est relativement stable, celle des filiales de grands groupes augmente nettement avec la taille. Elle passe de 12 % pour les entreprises de moins de 20 salariés à 75 % pour celles de plus de 500 salariés. En termes de bilan, ces résultats restent globa-

lement vérifiés (cf. graphique II) : les petites entreprises de moins de 5 millions de francs de total de bilan sont les plus nombreuses (près de 30 000) et, parmi elles, 76 % sont indépendantes. La proportion d'entreprises indépendantes diminue pour les entreprises de taille plus élevée. À l'inverse, la part de celles appartenant à un groupe croît fortement avec la taille : si cette part n'est que de 8 % pour les plus petites, elle atteint 70 % pour celles qui ont un bilan total de plus de 100 millions de francs. Les holdings se caractérisent, elles, par des effectifs réduits, quelle que soit la taille de leur bilan.

### ... et drainent une part importante du financement de l'économie...

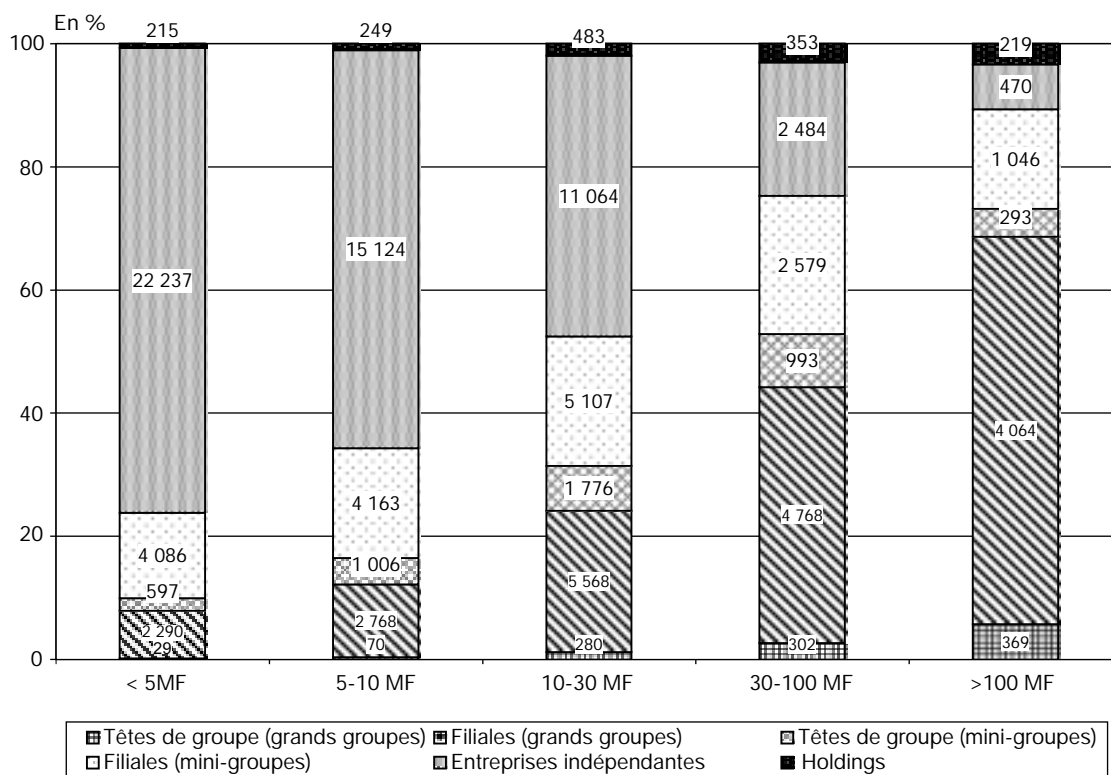
Globalement, 90 % des financements aux entreprises s'orientent vers l'ensemble « groupes et holdings » dont seulement 13 % vers les mini-groupes (cf. tableau 2). Les entreprises indépendantes, bien que représentant plus de la moitié des entreprises, ne recueillent que 10 % de ces financements.

Graphique I  
Répartition des entreprises, par classe d'effectifs, selon leur statut



Lecture : les chiffres indiqués correspondent au nombre d'entreprises dans chaque catégorie.  
Source : fichier « Financement et Groupes », Observatoire des entreprises, Banque de France.

Graphique II  
Répartition des entreprises, par classe de taille de bilan, selon leur statut



Lecture : les chiffres indiqués correspondent au nombre d'entreprises dans chaque catégorie.  
Source : fichier « Financement et Groupes », Observatoire des entreprises, Banque de France.

L'appréciation des difficultés d'accès de certaines catégories d'entreprises aux différents types de financement peut être faite en comparant la part de ces entreprises dans le total des actifs à ce qu'elles drainent comme financement (4). Ainsi, les entreprises indépendantes, comme celles appartenant à des mini-groupes, souffrent d'un handicap marqué pour l'obtention de fonds propres et l'accès aux marchés de capitaux puisque leur part dans ces financements est inférieure à celle que représente le total de leur bilan. Les holdings et les « grands » groupes sont à l'origine de l'essentiel des émissions d'obligations (93 % du total, dont 73 % pour les holdings et têtes de groupe) et des autres dettes financières (84 % du total, dont 59 % pour les filiales de ces groupes ; ces dettes financières étant constituées principalement de dettes auprès du groupe et des associés).

À l'inverse, le financement externe des entreprises indépendantes et des mini-groupes (c'est-à-dire des entreprises les constituant) dépend plus fortement des crédits bancaires, tant à court terme qu'à moyen et long terme : en termes relatifs, ces entreprises drainent une fraction assez importante des crédits bancaires courants (32 % du total) et des emprunts bancaires de moyen et long terme (42 % du total).

### ... et ces différences ne s'expliquent pas seulement par la taille

Les difficultés de financement des petites PME indépendantes peuvent être liées à leur taille et/ou à leur statut. Afin d'identifier les rôles respectifs de ces deux variables, on compare, à taille donnée, la part des différentes catégories d'entreprises dans les fonds propres, les emprunts bancaires et les crédits bancaires courants à celle qu'elles représentent dans le total de la valeur ajoutée.

La valeur ajoutée est ici un indicateur de taille préférable au total du bilan : si les entreprises indépendantes sont, pour leur accès aux financements bancaires et de marché, pénalisées par rapport aux entreprises contrôlées par un groupe, le total du bilan des premières sera mécaniquement inférieur à celui des secondes. Raisonner à taille de bilan donnée reviendrait donc à ignorer l'influence des difficultés de financement éventuelles des entreprises indépendantes sur le total de leur bilan.

4. Le bilan, qui correspond au total du passif, est décomposé en sept grands postes : fonds propres (y compris provisions pour risques et charges et écart de conversion du passif), emprunts bancaires de moyen et long terme, crédits bancaires courants, obligations émises, ensemble des autres dettes, dettes fournisseurs et dettes fiscales.

Tableau 2  
Quelques grandeurs agrégées liées au financement des entreprises selon leur statut

Encours (en milliards de francs)	Holdings têtes de groupe	Grands groupes (1)		Mini-groupes (1)		Entreprises indépendantes	Total
		Têtes de groupe	Filiales	Têtes de groupe	Filiales		
Nombre d'entreprises	1 519	1 050	19 458	4 665	16 981	51 379	95 052
• Total du bilan	696	992	3 740	211	711	697	7 048
En %	10	14	53	3	10	10	100
• Fonds propres	415	402	1 628	79	248	221	2 992
En %	14	13	54	3	8	7	100
• Emprunts bancaires	49	51	191	35	68	102	496
En %	10	10	38	7	14	21	100
• Crédits bancaires courants	18	20	152	12	41	39	283
En %	6	7	54	4	14	14	100
• Obligations émises	84	155	58	0,6	22	6	326
En %	26	47	18	-	7	2	100
• Autres dettes	116	243	876	30	118	93	1 476
En %	8	17	59	2	8	6	100
• Dettes fournisseurs	7	76	609	39	158	168	1 058
En %	1	7	57	4	15	16	100
• Dettes fiscales	5	46	226	16	56	68	417
En %	1	11	54	4	14	16	100

1. Un mini-groupe est défini comme un groupe n'ayant qu'une ou deux filiales. Par opposition, les autres groupes sont qualifiés de grands groupes.

Source : fichier « Financement et Groupes », Observatoire des entreprises, Banque de France.

Si la quasi-totalité de la valeur ajoutée des petites entreprises est réalisée par des entreprises indépendantes, ces firmes ne drainent qu'une fraction assez faible tant des fonds propres que des emprunts bancaires et des crédits bancaires courants (cf. graphique III-A) : il est patent que ces entreprises n'accèdent que difficilement à ces sources de financement. Toutefois, ce handicap est moindre pour les emprunts bancaires et les crédits bancaires courants que pour les fonds propres. De ce point de vue, les petites entreprises appartenant à un mini-groupe sont assez similaires aux entreprises indépendantes. À l'inverse, les holdings et les petites entreprises contrôlées par un grand groupe ont, globalement, une valeur ajoutée négative mais drainent une fraction importante des fonds propres et des crédits bancaires. Il s'agit vraisemblablement de filiales financières spécialisées.

Ces constats valent encore, mais de façon moins nette, pour les entreprises de taille moyenne comme pour les grandes (cf. graphiques III-B et III-C). En revanche, si les très grandes entreprises indépendantes

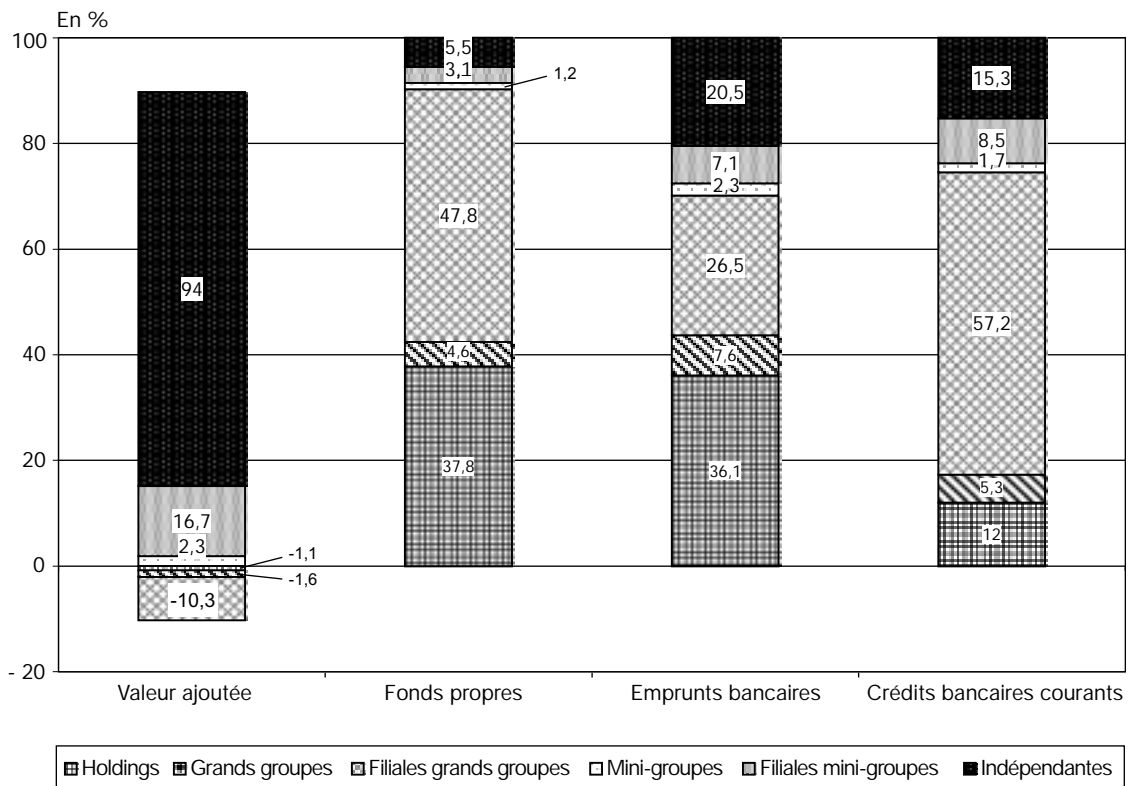
pâtissent encore d'une apparente insuffisance de fonds propres, leurs parts dans le total des emprunts bancaires et des crédits bancaires courants sont plus fortes que leur contribution à la valeur ajoutée (cf. graphique III-D).

Ces résultats donnent une première indication sur les différences de modes de financement des entreprises selon leur statut. Pour les analyser plus précisément, on considère, dans un premier temps, plusieurs ratios relatifs à la structure du passif. Puis, dans un deuxième temps, en se restreignant à la structure de financement, on ne retient que les ressources financières, hors dettes fiscales et dettes fournisseurs. Cette analyse suppose que les autres facteurs pouvant influencer sur cette structure soient pris en compte, en particulier le secteur et la taille (5) (cf. encadré 3).

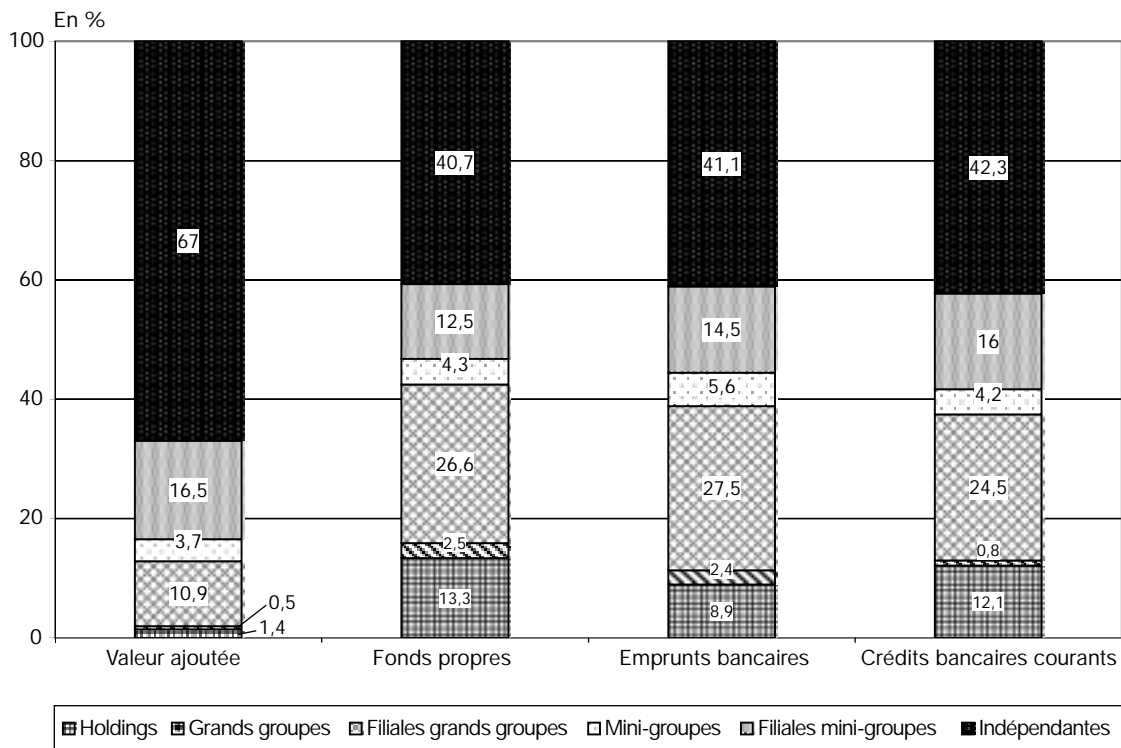
5. Le critère de taille retenu ici reste la valeur ajoutée. Toutefois, les résultats présentés dans les trois tableaux suivants ne changent pas lorsqu'on retient comme critère le total du bilan.

Graphique III  
Contribution à la valeur ajoutée (VA) et répartition de chaque financement selon le statut

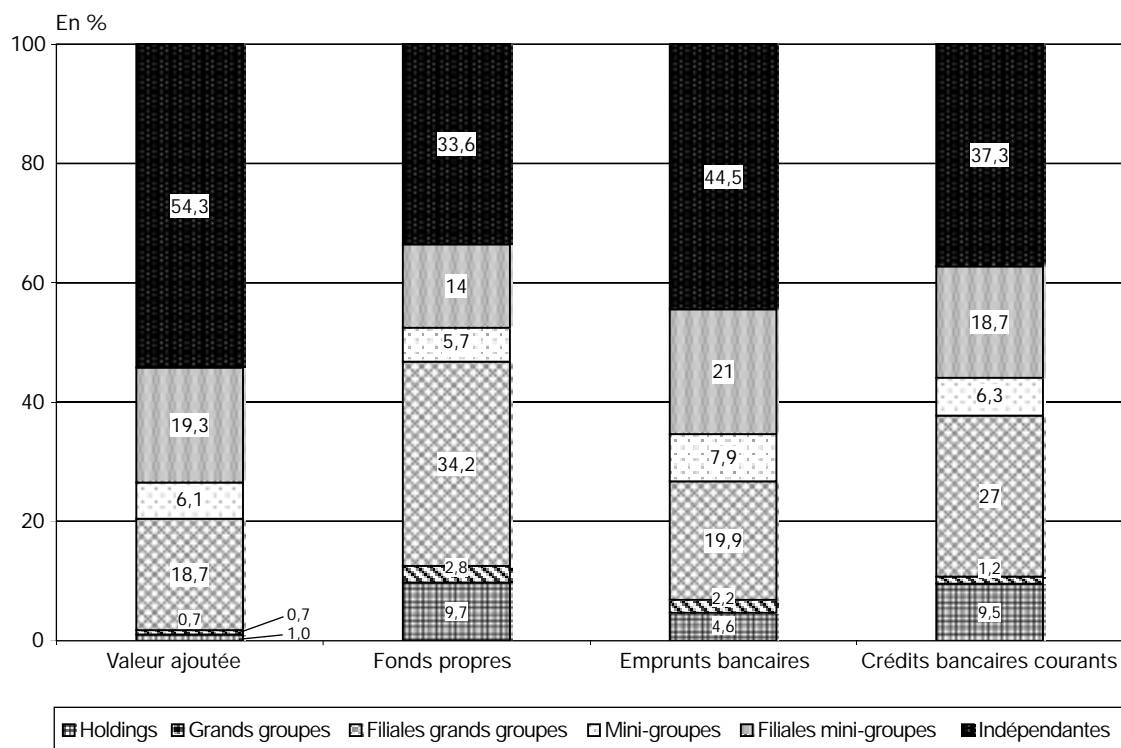
A – Petites entreprises (VA < 2,5 MF)



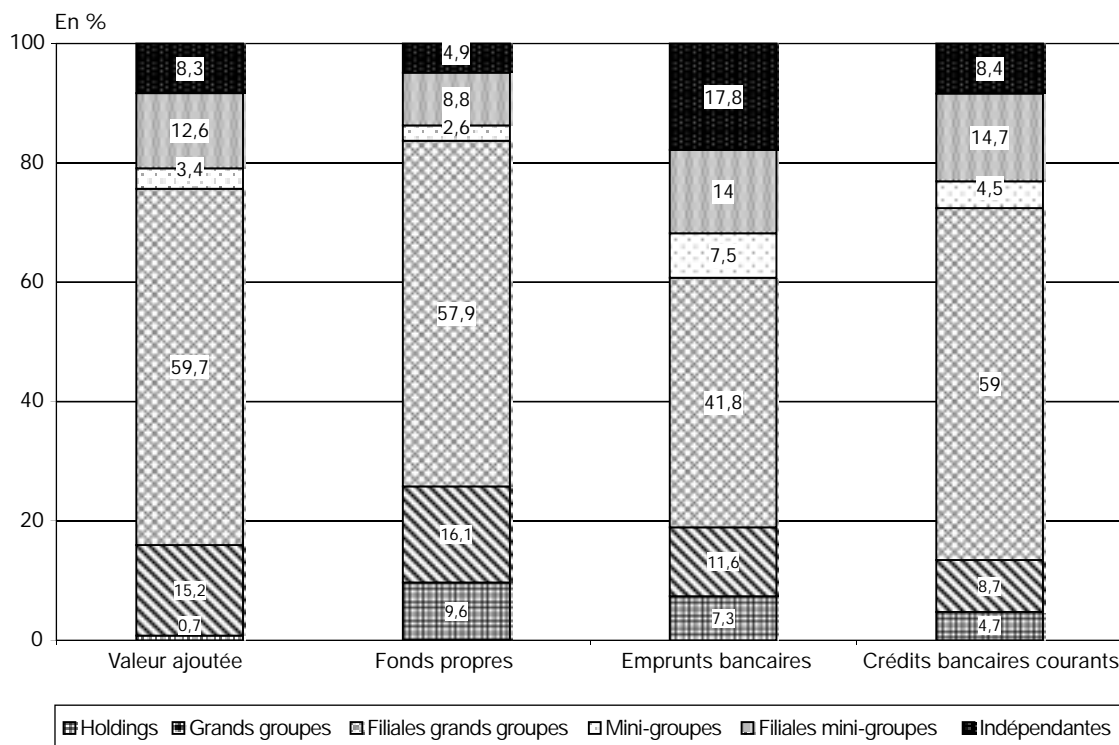
**B – Entreprises moyennes (2,5 MF <= VA <= 5 MF)**



**C – Grandes entreprises (5 MF <= VA <= 10 MF)**



## D – Très grandes entreprises (VA > 10 MF)



Source : fichier « Financement et Groupes », Observatoire des entreprises, Banque de France.

### La structure du passif des têtes de groupe s'oppose à celles de leurs filiales et des indépendantes...

Les holdings et les têtes de groupe se financent essentiellement sur fonds propres (cf. tableau 3). Ainsi, plus de 90 % du passif des holdings est constitué de fonds propres (pour 57 %) et d'endettement financier (pour 34 %). De même, la part des fonds propres des têtes de grands groupes (44 %) est sensiblement supérieure à celle des autres entreprises (33 à 34 %), l'écart étant moins marqué avec les têtes de mini-groupes (37 %). À l'inverse, les dettes fournisseurs et les dettes fiscales représentent une fraction plus faible du financement des holdings et des têtes de groupe, même si l'écart apparaît encore assez peu marqué avec les mini-groupes.

En revanche, la part de l'endettement financier dans le total du passif est assez voisine pour toutes les entreprises. C'est en fait la structure de cet endettement financier qui diffère significativement selon le statut des entreprises.

### ... mais, en termes de structure du financement, les entreprises des grands groupes s'opposent à celles des mini-groupes et aux indépendantes

Les débats autour des difficultés de financement de certaines entreprises concernent en fait plus spécifiquement leurs possibilités d'endettement financier, c'est-à-dire leur accès aux marchés de capitaux et aux crédits bancaires, tant de court terme que de moyen et long terme. De ce point de vue, la position des holdings est très spécifique : la part des fonds propres dans le total de leurs ressources financières est sensiblement plus élevée que celle des autres firmes. À l'inverse, les crédits bancaires courants en représentent une très faible fraction : ces entreprises n'ont pas d'activité productive ou commerciale induisant une demande de ce type de crédits (cf. tableau 4).

Les structures de financement des entreprises indépendantes ou appartenant à un mini-groupe (tête ou filiale) sont très proches. La seule différence, qui oppose les têtes de mini-groupe et leurs filiales, concerne le moindre endettement bancaire de moyen et long terme

de ces dernières, « compensé » par de plus importantes « autres dettes financières » (dettes constituées, pour l'essentiel, de dettes auprès du groupe et des associés). Les têtes de groupe accèdent plus souvent que leurs filiales au crédit bancaire à moyen terme et peuvent ensuite les financer. Cette stratégie globale du groupe permet probablement de réduire les coûts de transaction par rapport à ce qu'ils seraient si toutes les entreprises du groupe recherchaient des financements de manière indépendante.

Ce phénomène s'observe également dans les « grands » groupes et ce, de façon beaucoup plus marquée, la part des emprunts bancaires des têtes de groupe est de 5 points plus élevée que celle de leurs filiales. À l'inverse, la part

des autres dettes financières des filiales est de plus de 3 points supérieure à celle des têtes de groupe.

Au total, du point de vue de la structure de financement, les entreprises indépendantes et les mini-groupes constituent une catégorie assez homogène qui se différencie des entreprises appartenant à un grand groupe. Ceci confirme le constat fait au niveau agrégé : les entreprises indépendantes souffrent d'un handicap pour obtenir des fonds propres et accéder aux marchés de capitaux et du crédit, *même à taille donnée*. Elles sont plus dépendantes que les entreprises des groupes des crédits bancaires, tant de court terme que de moyen et long terme. Ainsi, même s'ils jouent un rôle

### Encadré 3

#### CALCULER DES MOYENNES DE RATIOS À TAILLE ET SECTEUR DONNÉS

Le calcul des moyennes des ratios de financement à taille et secteur donnés a été effectué à partir de la procédure GLM de SAS. Cette instruction permet d'effectuer la régression d'une variable sur différentes variables de classification, ici le statut, la taille et le secteur. Soit,  $Z_{ijkl}$  le ratio de l'entreprise  $i$ , de statut  $j$ , appartenant au secteur  $k$  et de taille  $l$ , la régression effectuée s'écrit :

$$Z_{ijkl} = a_0 + \sum_j b_j Statut_{ij} + \sum_k c_k Taille_{ik} + \sum_l d_l Secteur_{il} + \varepsilon_{ijkl}$$

où

$Statut_{ij}$  est une variable indicatrice valant 1 si l'entreprise  $i$  a pour statut  $j$ , 0 sinon

$Taille_{ik}$  est une variable indicatrice valant 1 si l'entreprise  $i$  est de taille  $k$ , 0 sinon

$Secteur_{il}$  est une variable indicatrice valant 1 si l'entreprise  $i$  appartient au secteur  $l$ , 0 sinon

Soient  $N$ , le nombre total d'entreprises,  $NTaille_k$  le nombre d'entreprises de taille  $k$  et  $NSecteur_l$  le nombre d'entreprises du secteur  $l$ , la moyenne du ratio  $Z$  pour les entreprises de statut  $j$ , à taille et secteur donnés, s'écrit :

$$Z_{j..} = \hat{a}_0 + \hat{b}_j + \frac{1}{N} \sum_k \hat{c}_k NTaille_k + \frac{1}{N} \sum_l \hat{d}_l NSecteur_l$$

Les holdings constituant une catégorie assez particulière du point de vue du financement ne sont pas incluses dans ces régressions.

Tableau 3  
Structure financière selon le statut de l'entreprise

En pourcentage du total du bilan

	Moyenne	Moyennes calculées en contrôlant des effets du secteur et de la taille					
		Holdings Têtes de groupe	Grands groupes (1)		Mini-groupes (1)		Entreprises indépendantes
			Têtes de groupe	Filiales	Têtes de groupe	Filiales	
Nombre d'entreprises	1 519	1 050	19 458	4 665	16 981	51 379	
Fonds propres	57,1 (0,66)	44,0 (0,68)	34,3 (0,36)	36,6 (0,43)	33,4 (0,36)	33,7 (0,34)	
Dettes financières (2)	34,2 (0,61)	34,7 (0,64)	32,1 (0,34)	32,2 (0,41)	31,2 (0,34)	30,0 (0,32)	
Dettes fournisseurs	3,1 (0,17)	13,3 (0,54)	21,6 (0,28)	18,9 (0,35)	21,7 (0,29)	20,3 (0,27)	
Dettes fiscales	5,6 (0,16)	8,0 (0,33)	12,1 (0,17)	12,3 (0,21)	13,7 (0,18)	16,0 (0,17)	

1. Un mini-groupe est défini comme un groupe n'ayant qu'une ou deux filiales. Par opposition, les autres groupes sont qualifiés de grands groupes.

2. Dans le poste dettes financières, ont été regroupés les quatre postes distingués dans le tableau 2 : les emprunts bancaires, les crédits bancaires courants, les obligations et les autres dettes.

Lecture : pour chaque statut, la somme des moyennes non pondérées des quatre ratios fait 100 (écarts-types entre parenthèses). Se reporter à l'encadré 3 pour la méthode d'estimation de ces moyennes. Les cases en grisé correspondent aux résultats les plus notables. Source : fichier « Financement et Groupes », Observatoire des entreprises, Banque de France.

important, la taille et le secteur ne sont pas les seuls facteurs explicatifs de ce handicap relatif.

### Ces différences subsistent lorsqu'on ne considère que les entreprises ayant recours au mode de financement considéré

Les résultats précédents reposent sur le calcul, à taille et secteur donnés, de moyennes de ratios sur l'ensemble des entreprises. Or, celles-ci ne font pas toujours appel à toutes les sources de financement. Si elles ont toutes des

fonds propres, la très grande majorité d'entre elles n'émet pas d'obligations et un nombre important ne recourt pas aux emprunts bancaires de moyen et long terme. Le tableau 5 donne la fréquence du recours à chaque type de financement et, pour les entreprises qui y recourent effectivement, la moyenne, à taille et secteur donnés, de la part de ce financement.

Pour l'essentiel, les observations précédentes restent valides lorsqu'on isole les seules entreprises recourant effectivement au type de

Tableau 4  
Ratios financiers selon le statut de l'entreprise

En pourcentage du total des ressources financières

	Moyenne	Moyennes calculées en contrôlant des effets du secteur et de la taille				Entreprises indépendantes
	Holdings Têtes de groupe	Grands groupes (1)		Mini-groupes (1)		
		Têtes de groupe	Filiales	Têtes de groupe	Filiales	
Fonds propres	65,3 (0,67)	60,0 (0,96)	61,3 (0,50)	58,7 (0,61)	58,9 (0,51)	58,9 (0,48)
Crédits bancaires courants	2,6 (0,18)	7,4 (0,65)	8,6 (0,34)	10,1 (0,41)	10,1 (0,35)	9,7 (0,33)
Emprunts bancaires	14,4 (0,46)	17,9 (0,61)	13,0 (0,32)	19,6 (0,39)	17,8 (0,32)	19,5 (0,31)
Autres dettes financières	16,3 (0,52)	13,2 (0,60)	16,7 (0,31)	11,2 (0,39)	12,9 (0,32)	11,6 (0,30)
Obligations	1,33 (0,15)	1,51 (0,07)	0,48 (0,04)	0,53 (0,04)	0,42 (0,04)	0,40 (0,03)

1. Un mini-groupe est défini comme un groupe n'ayant qu'une ou deux filiales. Par opposition, les autres groupes sont qualifiés de grands groupes.

Lecture : pour chaque statut, la somme des moyennes non pondérées des quatre ratios fait 100 (écarts-types entre parenthèses). Voir encadré 3 pour la méthode d'estimation de ces moyennes. Les cases en grisé correspondent aux résultats les plus notables.  
Source : fichier " Financement et Groupes ", Observatoire des entreprises, Banque de France.

Tableau 5  
Part moyenne d'un mode de financement dans le total des ressources financières en contrôlant des effets du secteur et de la taille et fréquence du recours à ce mode de financement

Modes de financement	Holdings Têtes de groupe	Grands groupes (1)		Mini-groupes (1)		Entreprises indépendantes
		Têtes de groupe	Filiales	Têtes de groupe	Filiales	
Crédits bancaires courants	4,4 (0,29)	10,0 (0,82)	13,3 (0,46)	14,6 (0,55)	16,3 (0,47)	15,9 (0,44)
En %	60	78	69	71	65	63
Emprunts bancaires	19,5 (0,55)	21,6 (0,69)	20,8 (0,38)	23,9 (0,44)	24,4 (0,38)	24,5 (0,36)
En %	74	81	59	82	72	79
Autres dettes financières	18,7 (0,56)	15,2 (0,67)	23,3 (0,37)	13,3 (0,44)	17,3 (0,37)	14,1 (0,35)
En %	87	90	71	84	73	79
Obligations	14,9 (1,19)	15,6 (1,65)	13,1 (1,26)	13,8 (1,61)	11,9 (1,39)	11,5 (1,23)
En %	9	10	2	2	1	1

1. Un mini-groupe est défini comme un groupe n'ayant qu'une ou deux filiales. Par opposition, les autres groupes sont qualifiés de grands groupes.

Lecture : pour chaque ratio, la moyenne est calculée sur un échantillon différent, puisque les entreprises pour lesquelles ce ratio est nul sont exclues du calcul de la moyenne. Par exemple, la part des obligations émises dans le total du bilan n'est calculée que pour 10 % des têtes de groupe, les autres (90 %) n'émettant pas d'obligations. Se reporter à l'encadré 3 pour la méthode d'estimation de ces moyennes. Les cases en grisé correspondent aux résultats les plus notables.  
Source : fichier « Financement et Groupes », Observatoire des entreprises, Banque de France.

financement considéré. L'opposition subsiste entre les entreprises indépendantes et celles appartenant à un mini-groupe d'une part, et les holdings et les entreprises de grands groupes d'autre part. Le financement des premières repose plus fortement sur les crédits bancaires que ce n'est le cas des secondes. En particulier, les filiales empruntent assez peu, en tout cas directement, auprès des banques à moyen et long terme. Seulement 59 % d'entre elles y ont recours et, lorsque c'est le cas, ces crédits représentent une fraction moins importante des ressources financières que pour les autres catégories d'entreprises, cette différence étant compensée par les prêts du groupe.

Comme précédemment, les crédits bancaires courants représentent une part plus élevée du financement des entreprises indépendantes et des mini-groupes. Néanmoins, ces entreprises ont moins souvent recours à ce type de financement que les têtes de groupe. On peut supposer que certaines entreprises indépendantes se trouvent quelque peu rationnées.

Enfin, les holdings et les têtes de groupe émettent plus souvent des obligations que ne le font les autres entreprises. Toutefois, ce type de financement représente toujours une fraction légèrement supérieure du financement des holdings.

#### **Appartenir à un groupe réduirait l'asymétrie d'information entre prêteurs et entreprises**

L'analyse de l'impact du statut des entreprises sur leur financement montre une opposition marquée entre les entreprises indépendantes et celles appartenant à un mini-groupe d'une part, et les holdings et les grands groupes d'autre part, opposition qui ne s'explique pas uniquement par un effet de la taille ou un effet du secteur d'activité.

Globalement, les entreprises indépendantes ont plus de difficultés à trouver des financements externes que les entreprises de taille équivalente mais contrôlées par un groupe. L'appartenance à un groupe serait un facteur de réduction de l'asymétrie d'information vis-à-vis des offreurs de capitaux (Leland et Pyle, 1977). De fait, ces entreprises sont plus souvent cotées et diffusent donc plus largement des informations financières les concernant que les entreprises indépendantes. D'autres facteurs peuvent également expliquer cette

différence. Ainsi, même à actifs comparables, les garanties offertes par les entreprises contrôlées par un groupe sont souvent supérieures à celles que peuvent offrir des entreprises indépendantes (par collatéralisation/caution du groupe, etc.), favorisant ainsi leur accès aux crédits bancaires.

De plus, l'existence, au sein des groupes, de structures spécialisées facilitant leurs relations avec les banques et les investisseurs, réduit probablement les coûts de transaction liés à l'obtention de financements externes par rapport à ceux que doivent supporter les entreprises indépendantes. De même, les grands groupes jouissent peut-être d'un pouvoir de marché leur permettant d'obtenir des conditions de financement plus favorables. Par ailleurs, ces structures spécialisées traduisent souvent l'existence de circuits de financement internes aux groupes. Le niveau réduit du coût des financements intra-groupe, par rapport au coût d'un financement externe, peut expliquer la part réduite des emprunts bancaires dans le financement des filiales.

Le moindre accès des entreprises indépendantes aux financements externes s'accompagne d'une plus forte dépendance de ces entreprises vis-à-vis des crédits bancaires courants et des emprunts bancaires, qui peut être considérée comme l'indice d'une plus grande asymétrie d'information dans leurs relations avec les marchés de capitaux que dans celles qu'elles entretiennent avec les banques. En revanche, l'hypothèse de « risque moral » supposée affecter plus fortement les relations entre actionnaires et dirigeants dans les têtes de groupes que dans les entreprises indépendantes, semble moins pertinente dans la mesure où l'actionnariat est plus dispersé dans les premières (Jensen et Meckling, 1976). En effet, on devrait alors observer une plus grande importance des crédits bancaires dans le financement de ces entreprises puisque, selon Stiglitz (1985), un accroissement du crédit bancaire est un moyen de déléguer le contrôle des dirigeants aux banques lorsque les actionnaires se trouvent dans l'impossibilité de le réaliser efficacement.

Au total, même si elles ne constituent pas un test de ces théories, ces observations sont néanmoins compatibles avec la littérature sur les imperfections des marchés financiers mettant en avant l'influence des asymétries d'information entre prêteurs et entreprises. En

revanche, le conflit d'intérêt potentiel entre actionnaires et dirigeants semble exercer une moindre influence sur la structure de financement des entreprises. Enfin, ces résultats suggèrent que certains aspects du financement des entreprises trouvent leur cohérence au

niveau du groupe pris dans son ensemble. Une analyse économétrique de données d'entreprises, comme de celles qui peuvent être tirées des comptes consolidés des groupes, s'avèrerait utile pour conforter, ou infirmer, ces conclusions. □

*Les auteurs remercient deux rapporteurs de la revue dont les commentaires et suggestions ont permis d'améliorer significativement cet article. Ils remercient également les participants aux séminaires de l'IRG (Université Paris XII) et de l'Observatoire des entreprises de la Banque de France pour leurs commentaires sur des versions antérieures. Cet article n'engage que ses auteurs.*

---

#### BIBLIOGRAPHIE

**CNCT (1998)**, « Le financement de l'entreprise », Banque de France.

**Demartini A. et Kremp É. (1998)**, « Structure et niveau de l'endettement des PME de 1988 à 1995 », *Revue d'Économie Financière*, 46, pp. 123-141.

**Feuvrier P. (2000)**, « Les groupes structurent l'industrie française », *Le 4 pages*, Sessi, Ministère de l'Économie des Finances et de l'Industrie, 127, février.

**Insee (1980)**, « Les groupes de sociétés dans le système productif français ». Année 1974, *Les Collections de l'Insee*, E71/1980.

**Insee (1999)**, Annuaire Statistique de la France.

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

**Kremp É. (1998)**, « Structure du capital des entreprises françaises en 1996 », *Bulletin de la Banque de France*, n° 55, juillet, pp. 81-91.

**Kremp É. et Sevestre P. (2000)**, « Ownership Concentration and Corporate Performance: Some New Evidence for France », in *Issues in*

*International Corporate Control and Governance*, Lance Nail ed., Research in International Business and Finance, Elsevier Science Inc., 15, pp. 133-146.

**Leland H. et Pyle D. (1977)**, « Informational Asymmetries, Financial Structure and Financial Intermediation », *Journal of Finance*, 32, pp. 371-387.

**Rosenwald F. (1998)**, « Le financement de l'investissement des petites entreprises industrielles : la place prépondérante de l'autofinancement », *Économie et Statistique*, n° 319-320, pp. 127-136.

**Stiglitz J. (1985)**, « Credit Market and the Control of Capital », *Journal of Money, Credit and Banking*, 17(2), pp. 133-152.

**Thollon-Pommerol V. (1990)**, « Les groupes et la déformation du système productif », *Économie et Statistique*, n° 229, pp. 21-28.

**Thollon-Pommerol V. (1996)**, « Données de cadrage sur les groupes », communication au 6<sup>e</sup> colloque de comptabilité nationale, Paris, 24-26 janvier 1996.

**Vergeau E. et Chabanas N. (1997)**, « Le nombre de groupes d'entreprises a explosé en 15 ans », *Insee Première*, n° 553, novembre.

---