

Les vertus du financement bancaire : fondements et limites

Jean-Daniel GUIGOU

Université de Nancy 2

Laurent VILANOVA

Université d'Aix-Marseille 3

Correspondance :

Faculté de Droit, Sciences économiques et Gestion

13, Place Carnot, 54035 Nancy.

Tél : 03.83.35.47.94.

Iae d'Aix-en-Provence (Cerog)

5 bis, Rue du 4 Septembre, 13410 Lambesc.

Tél : 04.42.92.88.79.

Résumé : La plupart des auteurs mettent en évidence le rôle positif des banques dû à leur expertise dans la production et la transmission d'informations sur les emprunteurs. Cet article examine la solidité de cette littérature consensuelle, en recensant les vertus mais aussi les limites du financement bancaire. Nous abordons trois questions : les banques disposent-elles d'une aptitude particulière à gérer les asymétries informationnelles inhérentes à la relation de crédit ? Le contrat de prêt bancaire, structuré de manière à résoudre les problèmes d'incitation de l'emprunteur, permet-il de limiter l'opportunisme de la banque ? Quelle est la place du financement bancaire dans la structure d'endettement des entreprises ?

Mots-clés : banques – contrats bancaires – structure d'endettement.

Abstract : Many articles have attempted to define the raison d'être of banks in a context of financial disintermediation. Most of them have stressed the positive role of banks, due to their ability to produce and to transmit information about borrowers. This paper examines the validity of this consensus. The key issue is to identify the benefits but also the costs of bank debt. Three questions partially unresolved will be studied : Have the banks a special ability to manage the informational asymmetries associated to credit relations ? Is the banking loan contract efficient in reducing the opportunism of banks ? How do borrowers choose among banks, trade creditors and the capital market ?

Key words : banks – bank contracts – debt structure.

La théorie bancaire a considérablement évolué ces dernières années grâce à la prise en compte des asymétries informationnelles. Un large consensus s'est formé autour du rôle de production d'information des banques. Ces dernières disposeraient d'une expertise particulière dans l'évaluation des entreprises, les rendant plus aptes que les autres créanciers à sélectionner et à contrôler les emprunteurs. Cette idée est également au coeur des nombreux modèles s'interrogeant sur la place respective du financement bancaire et du financement marchésé dans la structure d'endettement des entreprises. Selon ces travaux, le crédit bancaire s'adresserait avant tout à des emprunteurs risqués ou posant d'intenses problèmes informationnels.

L'observation du comportement des banques et des entreprises suggère une réalité plus complexe. Comment en effet expliquer la multiplication des procès en responsabilité contre les établissements de crédit sans s'interroger sur la précision du savoir bancaire ? De même, comment rationaliser l'utilisation conjointe de dette bancaire et de dette directe par certaines grandes entreprises ?

Le présent article tente de mettre en exergue les fondements et les limites des arguments en faveur du financement bancaire¹.

La première partie s'intéresse au statut de spécialiste de l'information des banques. Celles-ci disposent-elles d'une technologie et de sources d'information privilégiées non accessibles aux autres prêteurs ? Si les banques possèdent un avantage comparatif dans la production d'information, sont-elles pour autant toujours incitées à développer un savoir spécifique sur l'emprunteur ?

La relation banque-débiteur repose sur le respect d'un certain nombre d'engagements par les deux parties. Le contrat devrait donc être structuré de manière à limiter les comportements opportunistes de l'emprunteur, mais aussi de la banque. Cet aspect dual de l'effet incitatif du contrat bancaire, trop rarement abordé dans la littérature, fera l'objet de la seconde partie.

L'endettement bancaire ne présentant pas que des avantages pour les emprunteurs, la dernière partie s'interroge sur la façon dont ces der-

¹ Pour une revue plus large de la littérature sur l'intermédiation bancaire, voir

niers arbitrent entre la dette bancaire et les autres types de dette (directe et commerciale). La prise en compte de ces financements alternatifs permettra d'aborder une question encore largement débattue, celle de la frontière entre banques et marchés financiers.

1. Les spécificités du savoir bancaire

Après avoir cerné l'avantage comparatif des banques en matière d'information par rapport à d'autres intermédiaires financiers² ou aux prêteurs directs, nous envisageons les limites de cet avantage.

1.1. *L'avantage informationnel des banques*

Pour D. Diamond [1984, 1991], S. Ramakrishnan, A. Thakor [1984] et J. Boyd, E. Prescott [1986], les intermédiaires bénéficient de nombreuses économies d'échelle dans la récolte et le traitement de l'information et sont donc plus efficaces que les prêteurs directs pour évaluer, surveiller et contrôler les emprunteurs. Cet avantage comparatif n'est cependant pas spécifique à la banque, mais commun à l'ensemble des intermédiaires financiers.

Les banques sont-elles pour autant des intermédiaires comme les autres du point de vue de l'information ? La réponse est négative si l'on considère les sources spécifiques d'information des banques. Trois attributs de la relation établie avec les emprunteurs (le facteur temps, le facteur multiproduit et le facteur géographique) donnent aux banques une supériorité.

De nombreux auteurs ont souligné les bénéfices associés à l'existence d'une relation bancaire de long terme. Pour Y. Chan, et *al.* [1986], les informations recueillies sur un emprunteur lors des opérations

S. Bhattacharya, A. Thakor [1993] et T. Chevallier-Farat [1992].

² Nous avons adopté une définition « large » des intermédiaires financiers, liée à l'activité de transformation. À l'intérieur de cette catégorie, nous avons distingué banques et intermédiaires non bancaires, conformément à L. Nakamura [1994] et F. Lobe [1997]. Les banques se caractérisent par leur capacité à assurer la gestion des moyens de paiement des emprunteurs, en sus de leur activité de transformation (conversion des actifs illiquides en dépôts liquides).

de prêt précédentes peuvent être réutilisées par la banque pour évaluer les nouvelles demandes de crédit de ce dernier. Par ailleurs, le fait de traiter avec un grand nombre d'emprunteurs permet à la banque de recouper les informations entre elles et d'en tirer des enseignements pour l'évaluation des nouveaux clients. Comme le suggèrent C. Mayer [1988] et M. Hellwig [1991], l'information privilégiée obtenue par la banque après l'octroi du crédit garantit la pérennité de la relation : les concurrents de la banque sont mis en situation d'asymétrie informationnelle et l'emprunteur a l'assurance de pouvoir disposer d'un volume de fonds régulier³.

Les banques ne se contentent pas d'octroyer des crédits : la multiproduction/distribution de produits et de services financiers constitue un attribut fondamental de la relation bancaire [E. Fama 1985]. Cette activité complémentaire permet à la banque d'amortir les coûts de collecte d'information et d'apprécier avec davantage de précision le degré de solvabilité de ses clients. Selon L. Nakamura [1990, 1993] et M. Lewis [1992], l'analyse des comptes [de dépôt, d'épargne et de portefeuille] d'un client permet à la banque de dresser un profil de la capacité de celui-ci à rembourser un prêt. En outre, une fois le prêt accordé, la surveillance des comptes permet à la banque d'appréhender l'évolution de la situation de son client. Plus généralement, la multiproduction/distribution de services engendre une véritable synergie à la fois quantitative (par la masse et les recoupements d'informations), et qualitative (par leur plétude et leur fiabilité) [M. Guille 1994, p. 58].

Les banques offrent également des services de proximité à leurs clients. La proximité géographique renforce la proximité relationnelle en facilitant les entretiens physiques entre le banquier et ses clients. Elle permet également au banquier de mieux connaître l'environnement immédiat des emprunteurs. L'implantation locale joue cependant davantage pour les petites et moyennes entreprises que pour les firmes de grande taille. Ces dernières sont en effet capables d'entrer en proximité relationnelle avec des banques éloignées d'elles géographiquement, et

³ Plusieurs études empiriques mettent en évidence l'impact positif des relations à long terme sur la disponibilité du crédit. On citera M. Petersen, R. Rajan [1994] et D. Harhoff, T. Körting [1998].

sont plus attirées par des services financiers sophistiqués que par des services de proximité [C. Mayoukou, P.B. Ruffini 1997]. De même, les grandes entreprises étant souvent «multi-bancarisées», l'information obtenue par un banquier grâce au suivi des comptes ne permet plus d'inférer avec autant de précision la situation financière de la firme [L. Nakamura 1994].

Ces trois composantes fournissent un avantage spécifique aux banques en termes de contrôle de l'emprunteur. En particulier, l'observation des comptes et la proximité géographique procurent aux banques un avantage informationnel durable sur la population des entreprises de petite taille. Les autres intermédiaires financiers ne disposent pas d'un réseau aussi dense et d'une gamme de services aussi complète. En revanche, l'avantage comparatif des banques, associé à leur antériorité en tant que prêteur, semble plus fragile, l'écart existant de ce point de vue avec les autres établissements de crédit se comblant peu à peu [L. Nakamura 1993].

Plusieurs études d'événements ont cherché à valider la thèse de la supériorité du savoir bancaire. C. James [1987] met en évidence un effet positif significatif d'un accord de dette bancaire sur le cours des entreprises emprunteuses. Les investisseurs semblent donc valoriser l'information transmise par les banques, ce qui contraste avec la réaction négative généralement enregistrée suite à l'annonce d'une émission de dette directe [C. Smith 1986]. Des études plus récentes [D. Preece, D. Mullienaux 1994 ; M. Billet et *al.* 1995] montrent cependant que les réactions du marché aux prêts intermédiés non bancaires sont également positives et ne peuvent être statistiquement distinguées de celles liées aux prêts bancaires⁴. Selon ces travaux, les investisseurs seraient plus sensibles aux caractéristiques de la relation de prêt qu'à l'identité de l'intermédiaire.

Ces études ne permettent pas pour autant de conclure à l'érosion de l'avantage informationnel des banques sur les autres institutions financières. Elles portent, en effet, uniquement sur des entreprises de grande

⁴ Dans le même sens, M. Carey et *al.* [1998] montrent que les emprunteurs utilisant un endettement bancaire présentent les mêmes problèmes informationnels que ceux ayant recours à la dette « privée ».

taille. Or, comme nous l'avons souligné, la spécificité bancaire en termes de multiproduction/distribution de services et de proximité géographique pourrait davantage jouer pour les entreprises de petite taille.

1.2. Les limites du savoir bancaire

Si les banques ont accès à des sources d'information privilégiées, elles ne disposent pas pour autant d'un savoir parfait sur les emprunteurs.

Malgré tous ses efforts, la banque reste sous-informée par rapport à l'emprunteur. L'information transmise par ce dernier est souvent partielle et sujette à caution. Par ailleurs, l'avantage informationnel des banques sur les autres créanciers ou partenaires externes n'est pas absolu et varie en fonction de nombreux paramètres, comme le mettent en évidence de récentes études d'événement.

S. Lummer, J. McConnell [1989] ont, les premiers, cherché à distinguer l'avantage informationnel des banques selon le stade de la relation de prêt (accords initiaux vs. révisions de prêt). Ils montrent que l'annonce d'un accord initial de crédit n'entraîne aucune réaction du marché. Par contre, ils mettent en évidence une réaction des investisseurs à la suite du renouvellement d'un prêt, positive lorsque la révision est favorable et négative pour une révision défavorable. D'après ces auteurs, les banques entrant en relation avec de nouveaux clients ne disposent d'aucun avantage informationnel significatif par rapport aux investisseurs. En revanche, la banque accède à une information privilégiée si la relation se poursuit dans le temps. Cette interprétation rejoint l'idée de E. Fama [1985], selon laquelle un créancier accumule de l'information en maintenant une relation étroite et durable avec son client. D'une part, le banquier peut observer l'évolution des différents comptes du débiteur ainsi que sa capacité à honorer les échéances de prêt initiales. D'autre part, l'acquisition d'information étant sans doute moins coûteuse chez un ancien client que chez un nouveau, le banquier est davantage incité à produire une information pertinente sur l'emprunteur une fois la relation de prêt établie.

M. Slovin et *al.* [1992] réalisent le même type de test, mais en différenciant les entreprises selon leur taille. Leur étude met en évidence une

réaction d'autant plus positive que l'entreprise est de petite taille et que l'annonce concerne une révision de prêt. Ce résultat peut faire l'objet de différentes interprétations. D'une part, les entreprises de grande taille bénéficient d'une plus forte visibilité et sont mieux connues des investisseurs. L'information découlant de la décision bancaire serait de ce fait plus pertinente pour des emprunteurs de petite taille. D'autre part, les grandes entreprises ont un endettement plus dispersé. Or, la multiplication des relations de crédit favorise l'apparition d'un comportement mimétique : chaque banquier peut être tenté de réduire son effort d'évaluation et fonder sa propre décision sur celle des autres créanciers [R. Rajan 1992 ; A.K. Jain, S Gupta 1987].

De façon générale, la logique voudrait que la valeur du signal bancaire soit étroitement liée à l'ampleur des problèmes informationnels posés par les emprunteurs. L'analyse de R. Best, H. Zhang [1993] est intéressante de ce point de vue. Ces auteurs distinguent deux échantillons d'entreprises en fonction des prévisions les plus récentes effectuées par les analystes financiers. Pour les entreprises ayant reçu des évaluations favorables, la réaction à l'annonce d'un prêt bancaire, qu'il s'agisse d'un accord nouveau ou d'un renouvellement, n'est pas significative. En revanche, une forte réaction est enregistrée pour les entreprises jugées défavorablement dans un passé récent⁵. Ces résultats sont riches d'enseignements. Ils confirment que les banques évaluent l'opportunité d'un contrôle après avoir exploité l'information publique disponible. Lorsque cette information est favorable, les banques ne procèdent à aucune investigation supplémentaire, à l'inverse elles sont plus vigilantes lorsque l'information est ambiguë. Ces conclusions sont corroborées par l'étude de D. Preece, D. Mullienaux [1996], laquelle met en évidence une réaction plus faible du marché à l'annonce d'un accord de prêt bancaire pour les emprunteurs bénéficiant d'une notation favorable.

L'étude de R. Best, H. Zhang remet donc partiellement en cause celle de S. Lummer, J. McConnell. D'une part, les banques peuvent disposer d'une information pertinente dès l'entrée en relation avec une entreprise. D'autre part, le simple fait d'avoir accès à une information

⁵ Dans le même sens, S. Lummer, J. McConnell [1989] trouvent que la réaction

privilegiée *via* une relation étroite et durable n'assure pas pour autant la collecte et le traitement de celle-ci par le banquier. Autrement dit, la production d'information étant coûteuse, une banque initiera ou poursuivra ses efforts d'investigation uniquement si elle les juge rentables.

L'imperfection du savoir bancaire ne résulte pas uniquement d'une volonté de l'emprunteur de masquer la qualité de ses projets et d'un problème d'incitation au niveau du contrôleur délégué. Une entreprise dispose quelquefois d'une information imparfaite sur ses propres perspectives de revenus. Quelle que soit sa volonté de communiquer, l'emprunteur est alors dans l'impossibilité de construire une représentation du futur qui permette à lui-même et *a fortiori* à la banque d'évaluer la rentabilité prévisionnelle de son projet [D. Rivaud-Danset 1995, p. 239]. Le savoir agrégé du marché peut, dans ce cas, s'avérer de meilleure qualité que le savoir bancaire. Cette idée est formulée dans F. Allen [1993]. Celui-ci envisage le marché boursier comme un lieu où se confrontent les opinions diverses et variées d'un très grand nombre d'investisseurs sur la façon dont les entreprises sont dirigées. L'agrégation de ces opinions, reflétée dans le cours des titres, fournit aux dirigeants un avis externe particulièrement utile lorsque ces derniers sont eux-mêmes incertains sur les choix à effectuer. Dans de telles circonstances, l'information fournie par le marché *via* l'émission de titres s'avérera de meilleure qualité que celle obtenue en s'endettant auprès d'une banque : « *la banque fournit une seule vérification, à l'inverse du marché boursier qui en fournit plusieurs* » [A. Thakor 1993, p. 114 commentant l'article de F. Allen].

De cette analyse, il ressort que le savoir bancaire n'est pas parfait. Lorsque les coûts de surveillance sont trop élevés ou que la mise en place de procédures d'évaluation sophistiquées se révèle inefficace, l'endettement bancaire n'apporte qu'une solution partielle aux problèmes de sélection contraire et de risque moral. L'incapacité à distinguer *ex ante* le risque des emprunteurs débouche sur une uniformisation des conditions de crédit. En outre, l'augmentation des taux débiteurs peut provoquer l'éviction des emprunteurs les moins risqués et déboucher sur la sélection des entreprises les plus fragiles [J.E. Stiglitz, A. Weiss

des cours est plus forte lorsque l'entreprise est en difficulté financière.

1981]. En conséquence, les banques sont amenées sous certaines conditions à rationner la demande de crédit, notamment sur la population des petites et moyennes entreprises. De même, l'incapacité de la banque à appréhender l'évolution de la situation d'un emprunteur ne permet pas de contrôler complètement les problèmes de substitution d'actifs et de garantir une liquidation efficace des entreprises en difficulté.

La production d'information n'est cependant pas le seul moyen dont dispose le banquier pour faire face à ces problèmes. Des auteurs, chaque jour plus nombreux, soulignent les vertus incitatives des contrats bancaires sur le comportement des emprunteurs.

2. Les contrats de prêt bancaire comme mécanismes d'incitation

La littérature a largement étudié les éléments incitatifs des contrats bancaires du point de vue du débiteur. En revanche, peu d'articles ont analysé les effets des contrats sur l'incitation de la banque à exercer un contrôle ou à exploiter « honnêtement » l'information récoltée sur l'emprunteur. L'objectif principal ici est de s'interroger sur la façon dont les contrats bancaires sont structurés pour limiter l'opportunisme des emprunteurs mais aussi des banques.

2.1. *L'effet incitatif du contrat bancaire sur l'emprunteur*

De nombreux modèles théoriques ont cherché à démontrer l'optimalité du contrat bancaire face aux inévitables conflits d'intérêt créanciers-débiteurs. Comme nous le verrons, les banques ont recours à différents mécanismes contractuels pour endiguer les tentatives de transferts de richesse opérées par les emprunteurs.

2.1.1. Taux d'intérêt, garanties et rationnement du crédit

Le taux d'intérêt peut être considéré comme un moyen indirect de contrôle du comportement de l'emprunteur. Il conditionne en effet la

décision d'investissement de l'entreprise : celle-ci sélectionnera des projets d'autant plus risqués que le taux d'intérêt est élevé [J.E. Stiglitz, A. Weiss 1981]. La banque doit tenir compte de l'impact du coût du crédit sur le comportement du débiteur. Dans ce sens, G. Gorton, J. Kahn [1993] montrent qu'une banque confrontée à une entreprise en difficulté n'a pas forcément intérêt à augmenter le taux débiteur ; elle peut au contraire choisir de le baisser, afin de limiter l'incitation de l'emprunteur à augmenter le risque de ses actifs.

La prise de garanties constitue un autre moyen de maîtriser les problèmes de risque moral. En rendant la défaillance plus coûteuse pour l'emprunteur, elle incite celui-ci à réduire le risque de ses projets [H. Bester, M. Hellwig 1987], à augmenter son effort [A. Boot et *al.* 1991] et à déclarer les véritables résultats de ses investissements [J. Lacker 1991 ; H. Bester 1994]. Par ailleurs, les banques peuvent utiliser des garanties « internes » (portant sur les actifs de l'entreprise), mais aussi et surtout des garanties « externes » (relatives aux actifs patrimoniaux du propriétaire-dirigeant) pour séparer des emprunteurs de risques différents mais indifférenciables *a priori* [H. Bester 1985, 1987 ; M. Dehons, X. Freixas 1987 ; D. Besanko, A. Thakor 1987]. Dans cette approche des contrats séparants, les emprunteurs acceptent d'offrir un niveau de garantie d'autant plus élevé (en contrepartie d'un taux d'intérêt d'autant plus faible) que leur risque de défaillance (de perdre le collatéral) est faible *a priori*.

La banque peut également brandir la menace d'un rationnement du crédit pour inciter l'emprunteur à sélectionner des projets peu risqués. J.E. Stiglitz, A. Weiss [1983] examinent le pouvoir incitatif de cette menace dans le cadre d'un jeu répété entre une banque et un emprunteur ayant le choix entre un projet « sûr » et un projet « risqué » dans chacune des deux périodes. En raisonnant par induction arriérée, ils montrent l'existence d'un équilibre de Nash parfait, dans lequel le contrat initial prévoit le non-renouvellement du prêt en période 2, en cas de défaillance de l'emprunteur en période 1. Ce contrat contingent incite l'emprunteur à choisir initialement le projet le moins risqué. Pour qu'un tel contrat joue un rôle incitatif, encore faut-il que la menace de la banque soit crédible *ex ante*. Se pose alors un problème de cohérence tem-

porelle. Pour illustrer ce point, envisageons l'exemple simple suivant, tiré de l'analyse du marché de crédit de M. Dewatripont, E. Maskin [1995]. La banque fait face à deux types d'investisseurs, les « bons » et les « mauvais ». Chaque entrepreneur a besoin d'un franc par période pour mettre en œuvre un projet d'investissement. Un « bon » projet dégage un revenu brut de plus d'un franc par période. Un « mauvais » projet ne produit rien à la première période et rapporte entre un et deux francs à la seconde période d'investissement. La banque, incapable de distinguer *a priori* les « bons » des « mauvais » projets, souhaiterait s'engager *ex ante* à ne pas refinancer les projets ayant obtenu de faibles résultats en première période, et ce afin de dissuader les « mauvais » entrepreneurs de solliciter un crédit. Un tel engagement n'est cependant pas crédible, si la banque dispose des liquidités suffisantes pour un prêt à la seconde période. Le refinancement des « mauvais » projets est en effet un investissement à Van positive pour la banque. L'impact incitatif de la menace d'un rationnement est également réduit, lorsque l'emprunteur a la possibilité de se refinancer auprès d'une autre banque [B. Chowdhry 1991]. La syndication du crédit apporte une solution partielle à ce problème. La sanction en cas de défaut est alors plus sévère, puisque plusieurs banques refuseront de prêter dans le futur. Si le nombre de banques présentes sur le marché est limité, la syndication accélère le risque d'un tarissement complet des sources de financement et incite l'emprunteur à opter pour une politique d'investissement plus conservatrice.

2.1.2. *Renégociabilité du contrat bancaire et clauses contractuelles*

La manipulation des taux d'intérêt ou la détention de garanties ne sont sans doute pas les principales spécificités du contrat bancaire. Comme le soulignent M. Berlin, L. Mester [1992], celui-ci se caractérise avant tout par sa plus grande «renégociabilité». Autrement dit, l'endettement bancaire permettrait d'adapter plus rapidement et plus précisément les termes de la relation de crédit à l'évolution de la situation de l'entreprise.

Cette flexibilité du contrat bancaire est particulièrement évidente lorsque l'entreprise est en difficulté. L'étude empirique de S. Gilson et *al.* [1990] montre qu'un emprunteur en difficulté a plus de chance d'obtenir une restructuration privée de son endettement lorsqu'il est financé par dette bancaire que lorsqu'il est financé par dette directe. Le contrat bancaire rendrait donc moins probable la faillite d'entreprises qui présentent de sérieuses chances de redressement.

Plusieurs raisons peuvent expliquer cette plus grande flexibilité, souvent présentée comme le principal avantage du financement bancaire.

La plupart des auteurs affirment que la dette intermédiée, en limitant le nombre de créanciers, permet de réduire les problèmes de coordination susceptibles d'empêcher une restructuration efficace de l'endettement [M.J. White 1989 ; R. Gertner, D. Scharfstein 1991 ; E. Detragiache 1994]. L'obtention d'un consensus est en revanche plus difficile lorsque l'endettement est dispersé (dette directe) : les problèmes de passer clandestin sont exacerbés et la probabilité d'obtenir des concessions de l'ensemble des créanciers est faible. Rares sont les travaux empiriques ayant tenté de valider cette argument. Citons néanmoins l'étude d'événements de D. Preece, D. Mullienaux [1996], qui mesure la réaction du marché à l'annonce d'un accord de crédit syndiqué. Les résultats vont dans le sens des prédictions théoriques : la réaction est d'autant plus favorable que l'accord de crédit émane d'un syndicat de faible taille.

La supériorité informationnelle des banques sur les autres types de créanciers (obligataires, fournisseurs) peut également expliquer la plus forte renégociabilité de la dette bancaire. Les banques, capables d'évaluer la viabilité de l'entreprise en difficulté, pourraient procéder à une liquidation sélective (soutien aux entreprises viables et désengagement à l'égard des entreprises non viables). Au contraire, les prêteurs obligataires, incapables de distinguer le « type » d'emprunteur, auraient tendance à refuser toute concession et seraient enclins à rechercher l'ouverture de la procédure collective [T. Chemmanur, P. Fulghieri 1994]. Cette préférence pour la faillite n'est pas fortuite : celle-ci permet en effet aux agents peu sophistiqués d'obtenir des informations plus précises sur la viabilité de l'emprunteur [D.T. Brown et *al.* 1993]. En

conséquence, les obligataires pourraient avoir intérêt à attendre ou à provoquer la faillite avant de statuer sur le bien-fondé d'un « adoucissement » des termes du contrat de crédit (rééchelonnement, baisse des taux,...).

La concentration des prêteurs et l'information privée détenue sur l'emprunteur ne sont pas les seuls mécanismes facilitant la renégociation des contrats de crédit bancaire. Ces derniers sont souvent assortis de clauses restreignant la liberté d'action des emprunteurs [M. Berlin, L. Mester 1992 ; M. Carey et *al.* 1993]. Ces clauses permettent à la banque de « forcer » une renégociation du contrat initial lorsque l'emprunteur n'a pas respecté l'un de ses engagements. Une violation peut donner lieu à un « durcissement » (réduction des concours, augmentation des taux d'intérêt ou des garanties) ou au contraire à un « adoucissement » des conditions de crédit [G. Gorton, J. Kahn 1993].

L'effet incitatif des clauses restrictives est incontestable. Elles dissuadent l'emprunteur d'entreprendre des stratégies contraires aux intérêts des créanciers. Ainsi, selon M. Berlin, L. Mester [1992], le contrat de crédit contient une clause imposant à l'emprunteur un niveau de risque maximum sur son portefeuille d'investissements. La sanction prévue en cas de violation, l'exigibilité immédiate de toutes les sommes dues, limite l'incitation du débiteur à augmenter volontairement le risque de ses actifs.

Les contraintes imposées aux emprunteurs ne présentent cependant pas que des avantages. Lorsque la situation de l'entreprise évolue favorablement, des clauses trop restrictives peuvent entraver la mise en œuvre de projets rentables. Dès lors, il n'est pas étonnant de constater que les contrats bancaires, assortis de clauses plus nombreuses et plus sévères, font l'objet de renégociations plus fréquentes [M. Berlin, L. Mester 1992]. Le mécanisme incitatif est alors optimal : la sévérité des clauses initiales limite la substitution d'actifs ; la renégociation des clauses en cas d'amélioration de la situation du débiteur évite l'apparition d'un problème de sous-investissement.

La banque est donc loin d'être démunie face aux tentatives de transferts de richesse opérées par les dirigeants d'une entreprise : elle peut

récolter de l'information à moindre coût et mettre en place un contrat limitant la liberté d'action de son client.

Cette vision unificatrice n'exclut cependant pas certaines interrogations. La plus intéressante concerne la compatibilité entre le statut de producteur d'information des banques et la spécificité des contrats bancaires. Autrement dit, pourquoi les banques seraient-elles incitées à exercer une surveillance coûteuse de l'emprunteur alors que les contrats mis en place permettent de contrôler les effets pervers de l'asymétrie d'information ?

2.2. L'effet de la structure du contrat sur l'incitation de la banque

La littérature bancaire assigne aux banques un double rôle de production et de transmission d'information. La relation de crédit repose donc sur l'engagement du banquier à exercer une surveillance de l'emprunteur mais aussi à adopter un comportement reflétant l'information détenue. Nous tenterons ici de savoir si le contrat bancaire garantit le respect de cet engagement.

2.2.1. L'incitation de la banque à contrôler

Le fait de constater un avantage de la banque en termes de coût de collecte et de traitement de l'information ne suffit pas à garantir l'exercice d'une surveillance effective. Encore faut-il s'assurer de son incitation à contrôler l'emprunteur aux différents stades de la relation de prêt.

E. Fama [1985] a été le premier à souligner les effets pervers que peuvent avoir les garanties sur l'incitation des prêteurs à contrôler les emprunteurs. Pourquoi exercer un contrôle lorsque le risque de perte en cas de faillite est faible ? Par contre, l'incitation du prêteur à contrôler devrait être d'autant plus grande que les pertes encourues en cas de défaillance sont importantes. Or, la banque apparaît souvent comme le créancier le mieux protégé en cas de liquidation⁶. Par ailleurs, il semble

⁶ D'après le Conseil National du Crédit [1993], les créanciers chirographaires ne récupèrent en moyenne que 5 à 10 % de leurs créances en cas de liquidation,

que les prêteurs sont plus enclins à liquider une entreprise dès les premiers signes de difficulté lorsqu'ils disposent de garanties importantes. A. Shleifer, R. Vishny [1992] remarquent ainsi que les créanciers garantis préfèrent liquider *«plutôt que d'attendre et de risquer ainsi une dépréciation de leur garantie, et ce d'autant plus qu'ils ont une faible connaissance des perspectives d'investissement futur et de rentabilité »* [p. 1357]. Une fois de plus, la question de la compatibilité entre garanties et contrôle est posée.

Cette question apparaît d'autant plus pertinente que la prise de garanties constitue également un mode alternatif de résolution des problèmes informationnels liés à l'emprunteur. L. Nakamura [1993] oppose prêt garanti et prêt avec contrôle. Selon lui, *« dans les prêts garantis, le paiement de la garantie par l'emprunteur [en cas de défaut] implique qu'il ne tire pas bénéfice d'augmenter son risque au détriment du prêteur. Le contrôle pour limiter le risque moral n'a aucune valeur dans ce type de prêt »* [p. 73].

Un recours systématique aux garanties ne comporte-t-il pas des dangers ? D'après le Conseil National du Crédit [1995], *« les garanties peuvent jouer un rôle pernicieux en rendant moins vigilant l'examen de la solvabilité future de l'emprunteur qui demeure le seul véritable critère de risque »* [p. 55]. L'utilité d'un contrôle de l'emprunteur subsiste avec un prêt assorti de garanties. D'une part, la valeur des garanties peut fluctuer dans le temps. Même si les garanties prises initialement couvrent entièrement la valeur du crédit octroyé, la protection *ex post* risque de s'avérer insuffisante, du fait de la décote importante subie lors de leur réalisation. Cet aléa est particulièrement fort pour les garanties « internes ». Dans cette optique, la détention de garanties n'est plus incompatible avec l'exercice d'un contrôle de l'emprunteur. D'autre part, la prise de garanties n'assure pas un contrôle intégral du risque de l'emprunteur. En effet, les emprunteurs offrant le plus de garanties sont aussi ceux ayant l'aversion au risque la plus faible [J.E. Stiglitz, A. Weiss 1986]. Là encore, garanties et contrôle ne sont pas antinomiques.

alors que le taux de recouvrement pour les banques est proche de 40 % (annexe 7, p. 191-198).

Pour D. Diamond [1993a et b], la dette bancaire doit avoir un statut prioritaire. Si tel n'était pas le cas, la banque, créancier à court terme, aurait une préférence excessive pour la continuation, la majeure partie du produit de la liquidation allant aux obligataires. Ces composantes du contrat (maturité court terme et priorité) permettent à la banque de prendre la « bonne » décision sur la base de son information. Mais la détention d'une créance à court terme et prioritaire est-elle compatible avec l'exercice d'un contrôle ? Rien ne l'assure *a priori*. Après tout, une dette à court terme est remboursée avant une dette à long terme, ce qui est déjà une forme de priorité. Enfin, une protection trop grande n'incite-t-elle pas le prêteur à relâcher ses efforts dans la recherche d'information sur l'emprunteur ?

Selon R. Rajan, A. Winton [1995], « *les contrats doivent être structurés de façon à augmenter les incitations du prêteur [de la banque] à surveiller* » [p. 1113]. Ils constatent qu'une banque qui obtient une information défavorable sur l'emprunteur n'est pas pour autant en mesure de le liquider. Les clauses contractuelles s'exercent seulement, lorsque le contrôle bancaire permet de générer une information vérifiable. Ainsi, les clauses restrictives limitent la capacité d'intervention de la banque. Un contrat de prêt à long terme avec des clauses restrictives requiert donc un effort d'évaluation plus intense qu'un contrat de crédit à court terme. Cependant, lorsque l'information obtenue n'est pas vérifiable, les banques sont captives de la relation de crédit. Il existe alors un risque de sous-liquidation. Ce problème est résolu si le contrat prévoit la possibilité pour la banque d'augmenter ses garanties en cas de détérioration de la situation de l'emprunteur. Cette prise de garanties supplémentaires, observée par les partenaires externes sous-informés de l'entreprise, conduira ces derniers à prendre conscience des difficultés et à adopter un comportement qui va précipiter la faillite. Au total, la surveillance de l'emprunteur et la détention de garanties sont deux mécanismes complémentaires permettant d'améliorer l'efficacité des décisions de liquidation⁷.

⁷ Cette complémentarité n'est obtenue que sous certaines conditions. Dans certains cas, le signal bancaire n'est pas du tout informatif : la banque augmente systématiquement le montant des garanties sans évaluer l'emprunteur. C'est

Le débat sur l'incitation des banques à contrôler l'emprunteur en présence de garanties et autres clauses contractuelles est donc loin d'être clos. Une banque peut estimer ne pas avoir intérêt à poursuivre ses efforts de surveillance lorsque les garanties détenues limitent l'ampleur des pertes encourues en cas de défaillance. Elle peut également hésiter à procéder à une évaluation coûteuse lorsqu'elle n'est pas certaine *ex ante*, que l'information obtenue *ex post* lui permettra d'intervenir. Dans les faits, on constate néanmoins une grande disparité entre l'appréciation *ex ante* du bien servant de garantie et sa valeur liquidative *ex post*. La probabilité pour le preneur de garanties de récupérer le montant de sa créance est également affectée par certaines dispositions légales. La procédure de redressement judiciaire prononce parfois l'annulation des garanties prises en période suspecte (entre la date de cessation des paiements et l'ouverture de la procédure judiciaire). Un créancier, même garanti, peut donc avoir intérêt à surveiller la situation financière du débiteur afin d'éviter un tel risque. Enfin, les banques peuvent voir leur responsabilité engagée en cas de contrôle insuffisant de l'emprunteur. C'est notamment le cas lorsqu'elles n'ont pas su détecter la situation sans issue de leur client ou lorsqu'elles n'ont pas réagi après la violation d'une clause restrictive.

2.2.2. *L'incitation de la banque à exploiter « honnêtement » son information privée*

L'avantage informationnel de la banque, fruit de la surveillance et des relations suivies avec le client, est quelquefois une arme à double tranchant. En effet, les banques peuvent profiter de leur information privilégiée pour exproprier les emprunteurs ou les autres partenaires de la firme.

Un emprunteur faisant appel au financement bancaire court le risque d'être informationnellement capturé par sa banque. Ce risque est mis en

notamment le cas lorsque le risque de dépréciation de la valeur de la garantie est faible ou lorsque l'information publique sur l'emprunteur est suffisamment précise.

évidence dans le modèle de S. Sharpe [1990]⁸. En $t = 0$, un entrepreneur souhaite financer par emprunt bancaire un projet d'investissement qui s'étend sur deux périodes. Après avoir consulté plusieurs banques, il choisit de contracter avec celle qui propose le taux d'intérêt le plus bas. L'information initiale, en $t = 0$, est symétrique : l'emprunteur et la banque ne connaissent pas la Van du projet. En $t = 1$, l'emprunt initial arrive à échéance et doit être renouvelé. À cet instant, l'emprunteur et la banque reçoivent un signal parfait (Y) concernant le revenu généré par le projet en $t = 2$. Les autres banques n'obtiennent qu'un signal bruité (Y_b). La surveillance exercée en première période par la banque « interne » engendre donc une asymétrie d'information du côté de l'offre de crédit. Après observation des signaux, chaque banque fait une offre pour un prêt dont l'échéance est fixée en $t = 2$. Une fois de plus, l'emprunteur opte pour celle qui lui propose le taux d'intérêt le plus faible. D'après S. Sharpe, la banque « interne », qui a connaissance de l'information détenue par les banques « externes », peut empêcher le départ de ses meilleurs clients (ceux pour lesquels le signal Y est favorable) tout en les « exploitant ». Pour mieux comprendre ce phénomène, prenons le cas où la banque « interne » sait en $t = 1$ que l'emprunteur sera solvable de manière certaine en $t = 2$. En toute logique (situation d'information parfaite et symétrique de toutes les banques), elle devrait faire une offre au taux sans risque r_f . Cependant, elle sait que les autres banques ont reçu un signal favorable mais bruité, et que ces dernières vont proposer un taux $r_f + \beta$ (avec β , la prime de risque due à l'imperfection de Y_b). À l'équilibre, la banque « interne » va donc offrir un taux $r_f + \beta$ qui lui permet de garder son client tout en l'expropriant.

Ces résultats remettent en cause certaines vertus du financement bancaire. Il apparaît ainsi que les taux d'intérêt appliqués par les banques ne reflètent pas parfaitement la qualité des emprunteurs et que la relation bancaire à long terme n'est plus systématiquement créatrice de valeur pour l'entreprise. Cette dernière doit en effet comparer les bénéfices (engendrés par la réduction de l'asymétrie d'information entre sa

⁸ Voir également sur ces questions, S. Greenbaum et *al.* [1989] et R. Rajan

banque et elle) et les coûts de cette relation (dus à l'avantage informationnel de sa banque sur les autres prêteurs). Ces coûts ne se limitent pas à l'expropriation pratiquée par le biais des taux d'intérêt. En limitant les gains retirés en cas de réussite d'un projet, le monopole informationnel de la banque réduit l'incitation des emprunteurs à réaliser un effort [R. Rajan 1992] et peut conduire ces derniers à raccourcir l'horizon de leurs investissements [S. Sharpe 1990 ; E.L. Von Thadden 1990, 1995 ; D. Weinstein, Y. Yafeh 1998].

L'exploitation par la banque de son avantage informationnel n'est cependant pas inévitable. Pour S. Sharpe [1990], la banque peut hésiter à exproprier ses clients par crainte de perdre des parts de marché. L'emprunteur peut également prendre des mesures préventives :

- il peut diversifier ses sources de financement en émettant de la dette directe ou en multipliant les relations bancaires [R. Rajan 1992] ;
- il peut demander à sa banque de spécifier *a priori* les termes des crédits futurs [J. Houston, S. Venkataraman 1994 ; E.L. Von Thadden 1995].

Récemment, plusieurs auteurs ont suggéré une autre forme d'expropriation : les banques peuvent utiliser leur savoir au détriment des autres partenaires externes de l'emprunteur.

Le raisonnement est simple et repose sur le rôle de signal des décisions bancaires : les partenaires de l'entreprise (autres créanciers, fournisseurs, clients, employés,...), sous-informés, calquent leur comportement sur celui des banques. Ces dernières, conscientes de leur influence, peuvent être incitées à manipuler l'information transmise, afin d'opérer un transfert de richesse en leur faveur.

Selon M. Berlin et *al.* [1996], la banque est quelquefois incitée à masquer la situation réelle d'un client. La banque et l'entreprise peuvent tout d'abord faire croire que l'entreprise est en difficulté alors qu'elle est saine. Ce signal défavorable permet d'obtenir des concessions du fournisseur. En effet, ce dernier, captif de la relation commerciale, préfère tenter de sauver l'entreprise (en baissant ses prix) plutôt que d'augmenter le risque de liquidation (en maintenant des prix élevés). À l'inverse, la coalition banque-entreprise peut créer une apparence trom-

peuse de solvabilité. Le signal bancaire favorable permet de forcer la liquidation de l'entreprise : le fournisseur, inférant que l'entreprise est saine, refuse toute concession et entraîne ainsi la faillite. La raison poussant la banque à favoriser l'arrêt de l'activité est simple : en cas de liquidation, la coalition banque-entreprise capte la totalité des profits au détriment du fournisseur dont la créance est subordonnée.

Ce modèle repose toutefois sur une hypothèse contestable. Conformément à R. Rajan, A. Winton [1995], on peut penser que l'émission d'un signal bancaire favorable retarde la faillite plus qu'elle ne l'accélère. Le modèle de L. Vilanova [1997, 1999] exploite cette idée. Ici, la banque tente de retarder la liquidation d'un emprunteur condamné en faisant croire aux partenaires non informés que l'entreprise est viable. Elle profite de ce report de la liquidation pour augmenter la priorité de sa créance en prenant des garanties supplémentaires ou en appliquant des taux d'intérêt ruineux⁹.

Cette incitation de la banque à manipuler l'information transmise aux partenaires non financiers de l'entreprise limite sans conteste la crédibilité du signal bancaire. Le problème peut être résolu si le contrat de crédit crée un conflit d'intérêt entre les deux membres de la coalition (banque et emprunteur) sur le partage des revenus issus de l'expropriation du fournisseur. M. Berlin et *al.* [1996] préconisent ainsi d'imposer des restrictions sur la participation des banques au capital de leurs clients. Pour L. Vilanova [1997, 1999], nul n'est besoin d'intervention extérieure pour réduire l'opportunisme des banques. Ces dernières, joueurs à long terme sur le marché du crédit, ont intérêt à s'abstenir de toute manipulation d'information afin d'acquérir ou de développer une réputation de « liquidateur inflexible » à l'égard des entreprises condamnées.

La relation de crédit implique le respect d'un certain nombre d'engagements par les deux parties. Dans cette optique, le contrat bancaire devrait avoir pour objectif de mettre en place des mécanismes susceptibles de dissuader tout comportement opportuniste. Le fait que

⁹ Dans ce modèle, les termes de la décision du crédit bancaire ne sont que partiellement observables : les autres partenaires de l'entreprise connaissent le montant des crédits alloués mais sont incapables d'observer le montant des garanties ou des taux d'intérêt appliqués par la banque.

ces contrats soient plus contraignants pour l'emprunteur conduit cependant à s'interroger sur l'intérêt pour celui-ci de recourir à un financement bancaire.

3. La place du financement bancaire dans la stratégie d'endettement des entreprises

Récemment, de nombreuses contributions théoriques ont tenté d'expliquer pourquoi certains emprunteurs optent pour un endettement bancaire alors que d'autres se financent directement sur le marché *via* des billets de trésorerie ou des obligations. Il s'agit donc de prédire le type de crédit utilisé en fonction des caractéristiques de l'entreprise. Ces explications restent incomplètes. Nous constatons l'incapacité des modèles à expliquer l'utilisation conjointe de la dette bancaire et de la dette directe par les grandes entreprises mais aussi l'impasse faite sur le crédit commercial, qui constitue bien souvent la seule alternative possible au crédit bancaire pour les PME.

3.1. Les déterminants du choix entre dette bancaire et dette directe

Établir les préférences des entreprises en termes de marché d'endettement demande d'identifier au préalable les facteurs différenciant dette bancaire et dette directe. La plupart des modèles adoptent un cadre simplifié et raisonnent sur un seul des facteurs de différenciation suivants : les coûts d'émission ; la confidentialité des informations ; la renégociabilité de la dette ; l'impact des contrats sur l'incitation des emprunteurs à agir de façon opportuniste.

3.1.1. Un choix guidé par des différences en termes de coûts d'émission et de liquidité

Pour E. Detragiache [1994, p. 328], «*la coexistence de la dette privée et de la dette publique n'a peut-être pas besoin d'être expliquée par des modèles sophistiqués : les petites entreprises doivent exclusivement utiliser de la dette privée parce que les coûts fixes de*

l'émission publique sont trop élevés ». La différence significative de taille entre les placements de dette publique et les placements de dette privée semble conforter cette hypothèse [J.C. Easterwood, P.R. Kadapakkam 1991 ; M. Carey et *al.* 1993]. Le raisonnement est simple. Les coûts d'émission des placements de dette directe seraient plus élevés : l'émission publique donne lieu à des dépenses d'enregistrement et de souscription qui n'existent pas pour les emprunts bancaires¹⁰. En revanche, toutes choses égales par ailleurs, les taux d'intérêt appliqués sur les marchés financiers sont inférieurs à ceux appliqués par les banques du fait de la plus grande liquidité des titres de créance émis dans le public. Pour les placements importants, les coûts fixes plus élevés d'une émission de dette directe sont largement compensés par l'économie en termes de taux d'intérêt. Au contraire, pour des émissions moins importantes, les contrats bancaires offrent les meilleures conditions.

L'idée d'une association entre la liquidité des titres de créances et les taux d'intérêt pratiqués par les intermédiaires financiers est reprise par S.C. Myers, R. Rajan [1998]. L'analyse est originale car fondée sur l'existence d'un conflit d'agence au sein même des banques. Les déposants sont confrontés à un problème de risque moral : la banque peut s'engager dans une stratégie de substitution d'actifs préjudiciable aux investisseurs finaux. Ce risque de transformation est plus important, lorsque la banque possède des créances sur des emprunteurs de haute qualité, plus faciles à céder. Les déposants vont donc demander, sur ce type de prêt, un taux de rémunération ne correspondant pas à la qualité intrinsèque de l'emprunteur. Les entreprises de grande qualité auront donc intérêt à se financer directement sur le marché, les banques se bornant alors à garantir les titres émis publiquement (notamment les billets de trésorerie).

¹⁰ Parmi les multiples coûts supportés par les émetteurs de titres de créances négociables, on citera les frais de notation, les obligations de publicité, la rémunération des intermédiaires participant à l'émission,...

3.1.2. *Un choix guidé par des différences en termes de confidentialité*

Plusieurs modèles partent de l'idée que le recours à la dette bancaire permet de limiter l'information communiquée aux concurrents de l'entreprise. Cette caractéristique est appréciée diversement : certains auteurs pensent que la confidentialité de l'endettement bancaire est source de bénéfices pour l'emprunteur [O. Yosha 1995], alors que d'autres y voient une source de coûts [M. Berlin, A.W. Butler 1996].

Pour O. Yosha [1995], la dette publique présente deux inconvénients : la dispersion des créanciers augmente les coûts directs d'émission ; la plus large diffusion d'information augmente le risque d'une réaction indésirable des concurrents. L'annonce d'un financement bancaire n'élimine pas toute réponse agressive des firmes rivales : ces dernières infèrent que l'entreprise tente de cacher de l'information et détient un projet de haute qualité. À l'équilibre, les entreprises détenant une information sensible (projet de grande qualité) optent pour un contrat bancaire. L'avantage de ce financement en termes de coûts d'émission empêche les concurrents d'inférer avec certitude que l'entreprise cherche délibérément à masquer son information privée. À l'inverse, les entreprises avec une information moins sensible (projets de basse qualité) sont prêtes à supporter les coûts d'émission élevés de la dette directe : elles peuvent ainsi signaler la faible qualité de leurs projets et limiter les coûts associés aux manœuvres stratégiques de leurs concurrents.

M. Berlin, A.W. Butler [1996], dans un modèle de concurrence (type duopole de Cournot) entre deux entreprises endettées, considèrent la confidentialité comme un coût du financement bancaire. Une entreprise consciente d'obtenir dans le futur une information privée sur ses coûts de production souhaite s'engager *ex ante* à communiquer cette information à son concurrent¹¹. Cette préférence pour le partage

¹¹ Pour expliquer ce résultat, il faut tout d'abord considérer que le coût marginal de production de la firme peut prendre deux valeurs : c_L [coût bas] ou c_H [coût élevé]. L'impact d'une divulgation d'information dépend du niveau des coûts de production : l'annonce de coûts bas [c_L] entraîne une baisse de la production du concurrent et augmente le profit de la firme ; au contraire, la divulgation de

d'information incite l'entreprise à opter pour un endettement direct. Le financement bancaire présente cependant un avantage : le contrôle exercé *via* les clauses contractuelles permet de limiter la tentation d'une entreprise endettée à adopter une stratégie de production trop agressive [J. Brander, T. Lewis 1986]. Le choix du financement découle donc d'un arbitrage entre les bénéfices associés au contrôle et les coûts liés à la confidentialité. Les entreprises optimistes sur l'état futur de la demande du marché ou sur leur capacité à posséder une avance technologique (coûts de production plus faibles que leurs concurrents) vont préférer un financement favorisant le partage d'information (dette directe).

3.1.3. *Un choix guidé par des différences en termes de renégociabilité et d'efficacité de la décision de liquidation*

Le choix du mode d'endettement peut également être expliqué par la différence de renégociabilité entre les deux contrats : le contrat bancaire est plus « flexible » et permet d'éviter une liquidation systématique des entreprises en difficulté. Dans cette optique, les entreprises ayant *ex ante* le plus de chances de connaître des difficultés ou celles ayant le plus à perdre en cas de liquidation devraient opter pour un financement bancaire.

Cet argument apparaît en filigrane dans M. Berlin, L. Mester [1992]. Pour ces derniers, deux éléments différencient un contrat bancaire d'un contrat direct : la plus grande « dureté » des clauses contractuelles mais aussi la plus grande flexibilité en cas de violation de ces clauses. Les entreprises présentant un risque de défaillance élevé ont intérêt à recourir à un financement bancaire : elles peuvent ainsi bénéficier d'un taux d'intérêt moins élevé que celui qu'elles auraient pu obtenir dans un contrat contenant des clauses moins sévères (endettement direct) ; elles peuvent, du fait de la plus grande renégociabilité des termes contrac-

coûts de production élevés [c_H] entraîne une augmentation de la production du concurrent et provoque une baisse du profit de la firme. Globalement, le partage d'information est souhaitable quand les firmes se concurrencent en substituts stratégiques. En effet, la firme va augmenter sa production dans les états où le profit marginal associé à un accroissement de la production est le plus élevé [lorsque c_L] et va baisser sa production dans les états où le profit marginal retiré

tuels, espérer un traitement moins coercitif en cas de difficulté et une amélioration plus rapide de leurs conditions de crédit en cas d'évolution favorable de leur situation. À l'inverse, les entreprises faiblement risquées valorisent peu l'option de renégociation et s'orientent vers un endettement désintermédié.

M. Berlin, J. Loeys [1988] distinguent également dette bancaire et dette obligataire en fonction de la sévérité des clauses contractuelles. Une deuxième différence porte sur l'information détenue en cas de défaillance d'un emprunteur : les banques peuvent mettre en place une évaluation coûteuse et liquider de façon sélective (liquidation précoce des « mauvais » emprunteurs contre soutien accordé aux « bons » emprunteurs) alors que les obligataires ne peuvent fonder leur évaluation que sur une information publique bruitée. Dans ce contexte, l'emprunteur doit procéder à un arbitrage entre les bénéfices (plus grande efficacité des décisions de liquidation) et les coûts du financement bancaire. Ces derniers intègrent non seulement les dépenses d'évaluation engagées par la banque, mais aussi les coûts d'agence dus à l'impossibilité d'observer l'effort de surveillance du contrôleur délégué. Le modèle débouche sur plusieurs prédictions : la dette directe domine la dette bancaire, lorsque l'information publique est suffisamment précise ou lorsque l'entreprise présente un faible risque de défaillance.

Le modèle de T. Chemmanur, P. Fulghieri [1994] associe la plus grande renégociabilité du contrat bancaire à l'intensité du contrôle exercé en cas de difficulté de l'emprunteur. Les banques, soucieuses de développer leur réputation de « bon liquidateur », exercent un contrôle plus précis que les obligataires et procèdent moins souvent à la liquidation inefficace d'entreprises qui, bien que défaillantes, sont viables. Dès lors, les emprunteurs opèrent leur choix de financement en fonction de la probabilité d'une défaillance. Les emprunteurs les plus risqués optent pour un endettement bancaire et les moins risqués s'adressent directement au marché.

La plus grande flexibilité de l'endettement bancaire présente cependant un inconvénient majeur : selon E. Detragiache [1994], elle augmente le risque de substitution d'actifs. La structure du modèle explique

d'une augmentation des quantités produites est le plus faible [lorsque c_H].

ce résultat. E. Detragiache considère tout d'abord que la poursuite de l'activité est optimale même si l'entreprise est défaillante. En outre, les revenus associés à cette continuation sont plus importants lorsque l'entreprise reste sous le contrôle des propriétaires-dirigeants actuels. Les créanciers sont donc incités à faire des concessions en cas de défaillance, ce qui permet aux actionnaires d'obtenir un revenu positif même si l'entreprise est incapable de faire face à ses obligations. Le contrat bancaire, plus renégociable que le contrat direct pour d'évidentes raisons de coordination, augmente donc l'attractivité des projets risqués. Dès lors, le choix du financement dépend d'une hiérarchisation entre deux préoccupations : limiter la liquidation inefficace des entreprises viables et limiter l'incitation du débiteur à augmenter le risque de ses actifs. Si le premier problème domine, le recours à l'endettement bancaire devrait être d'autant plus important que les pertes subies en cas de liquidation inefficace sont élevées. Les entreprises ayant le plus d'actifs immatériels devraient donc détenir une part plus importante de dette bancaire. Si le problème de substitution d'actifs est prépondérant, les prédictions sont opposées : les entreprises ayant le plus d'actifs immatériels, qui sont les plus enclines à procéder à une substitution d'actifs, devraient utiliser plus de dette marchésée.

L'article de A. Thakor, P. Wilson [1995] se démarque des autres contributions en montrant l'impact de facteurs spécifiques à la banque (la réglementation prudentielle) sur la décision de financement des emprunteurs. Selon eux, le durcissement des contraintes de capitalisation réduit l'incitation de la banque à refinancer un client en difficulté. La banque en situation de monopole enregistre en effet une augmentation du coût de ses ressources et une baisse de son espérance de profit. Les emprunteurs de qualité intermédiaire, initialement attirés par la plus grande flexibilité du financement bancaire, auront donc tendance à s'orienter vers un financement désintermédié en cas de renforcement des contraintes prudentielles. Les auteurs montrent également qu'à qualité égale, les entreprises de croissance (celles qui génèrent des revenus à long terme) seront plus enclines que les entreprises « vaches à lait » (celles qui génèrent des revenus rapidement) à s'orienter vers un financement direct en cas de durcissement de la législation.

3.1.4. *Un choix guidé par l'impact du financement sur les problèmes de risque moral*

Pour D. Diamond [1991], le choix du type d'endettement dépend d'un problème de risque moral au niveau de l'emprunteur. Deux mécanismes sont susceptibles de limiter cet opportunisme post-contractuel : la surveillance exercée par la banque après l'octroi du crédit et le désir de l'emprunteur de développer ou de maintenir sa réputation auprès de ses créanciers. Le degré d'intermédiation du contrat de prêt dépend de la réputation de crédit de l'entreprise. Les emprunteurs disposant d'une forte notation vont s'adresser directement au marché. Ces derniers ont en effet intérêt à s'abstenir de tout comportement opportuniste afin de préserver les privilèges associés à leur bonne réputation (taux d'intérêt moins élevés). Le risque moral est donc faible et la surveillance n'est pas nécessaire. Les emprunteurs faiblement réputés n'ont rien à perdre en sélectionnant des projets risqués. La surveillance bancaire ne permet pas d'inciter ces emprunteurs à sélectionner des projets plus raisonnables et ne peut tout au plus servir qu'à éliminer les emprunteurs pris en flagrant délit de substitution d'actifs. Les entreprises appartenant à des classes de risque intermédiaire constituent la clientèle principale des banques. L'effet combiné des effets de réputation et de la surveillance permet d'inciter ces emprunteurs à sélectionner des projets peu risqués. Ces résultats mettent en évidence un véritable « cycle de vie » en termes de financement : les entreprises jeunes (historique limité) sont contraintes de s'adresser aux banques ; au bout d'un certain nombre de périodes sans défaillance, les entreprises voient leur réputation augmenter et ont accès à un financement désintermédié.

Pour R. Rajan [1992], la surveillance post-contractuelle exercée par la banque est une arme à double tranchant : elle permet de détecter et de liquider de façon précoce les projets à Van négative ; en favorisant l'émergence d'un monopole informationnel, elle donne la possibilité à la banque d'exproprier une partie des revenus en cas de réussite du projet et limite ainsi l'effort exercé par l'emprunteur. Les prédictions concernant le choix de financement convergent avec celles de D. Diamond. Les entreprises de grande qualité, pour lesquelles la probabilité de réussite du projet est forte, optent pour un endettement direct. Les firmes de

faible qualité n'ont rien à gagner à un endettement bancaire qui débouchera quasi-systématiquement sur une liquidation précoce. Seules les entreprises de qualité intermédiaire vont donc se financer auprès des banques¹². L'étude empirique de J. Houston, C.W. James [1996] confirme l'impact de ces problèmes potentiels de «*hold-up*» sur la structure d'endettement des grandes entreprises. En présence d'un monopole informationnel (une seule banque prêteuse), les entreprises les plus susceptibles d'être «*exploitées*» (celles ayant les plus fortes opportunités de croissance) sont celles qui recourent le moins à l'endettement bancaire. En revanche, en l'absence de monopole informationnel (plusieurs banques prêteuses), les entreprises ayant les plus fortes opportunités de croissance sont celles qui utilisent le plus le financement bancaire.

D'autres modèles soulignent les vertus incitatives de l'endettement bancaire mais attribuent d'autres limites à ce type de financement. Pour D. Besanko, G. Kanatas [1993], l'existence d'une structure d'endettement mixte (comprenant de l'endettement direct) provient de l'incapacité de la banque à s'engager *ex ante* sur une intensité de contrôle maximisant la Van des projets. Pour A. Boot, A. Thakor [1997], l'endettement direct fournit au détenteur d'un bon projet une information sur ses perspectives de réussite. En observant le cours d'équilibre des titres émis, l'emprunteur peut en effet inférer les anticipations des investisseurs concernant l'évolution du marché des produits, information non accessible en cas de recours à un endettement bancaire.

Peu de recherches empiriques ont permis de tester les nombreuses prédictions émises dans les modèles précédents. Outre les problèmes liés au recueil des données, la difficulté consiste à sélectionner des indicateurs reflétant fidèlement les variables employées. Les rares études s'étant attelées à ce travail [M. Carey et *al.* 1993 ; S.A. Johnson 1997 ;

¹² Notons la proximité des prédictions de R. Rajan et de D. Diamond. La seule différence porte sur la définition de la qualité d'un emprunteur : dans un cas, celle-ci est appréciée rétrospectivement, *via* l'historique des remboursements [D. Diamond 1991] ; dans l'autre, elle est évaluée de façon prospective [R. Rajan 1992].

C.W. Anderson, A.K. Makhija 1999] valident la plupart des prédictions théoriques (tableau 1) et confirment ainsi que l'accès direct au marché serait réservé à des entreprises de grande taille, faiblement risquées et posant peu de problèmes informationnels.

Tableau 1 – *Les principaux déterminants du choix entre dette bancaire et dette directe*¹³

Déterminants théoriques	Choix d'un financement bancaire	Choix d'un financement direct	Validation empirique
Coûts d'émission [M. Carey et al. 1993]	Entreprises ayant de faibles volumes d'endettement	Entreprises ayant de forts volumes d'endettement	Oui [J.C. Easterwood et al. 1991 ; M. Carey et al. 1993 ;...]
Qualité des projets (à risque égal) [O. Yosha 1995]	Entreprises détenant des projets de grande qualité	Entreprises détenant des projets de basse qualité	Non [S.A. Johnson 1997]
Risque de crédit [M. Berlin et al. 1988 et 1992 ; T. Chemmanur et al. 1994]	Entreprises ayant un risque de crédit intermédiaire	Entreprises ayant un faible risque de crédit	Oui [S.A. Johnson 1997 ; C.W. Anderson et al. 1999]
Réputation de l'emprunteur [D. Diamond 1991]	Entreprises jeunes et possédant une faible réputation de crédit	Entreprises possédant une réputation de crédit bien établie	Oui [S.A. Johnson 1997 ; M. Carey et al. 1993 ; C.W. Anderson et al. 1999]
Perspectives de revenus futurs [R. Rajan 1992]	Entreprises anticipant des revenus futurs de niveau intermédiaire	Entreprises anticipant des revenus futurs importants	Non [S.A. Johnson 1997 ; C.W. Anderson et al. 1999] Oui [J. Houston, C.W. James 1996]
Degré d'intangibilité des actifs [E. Detragiache 94]	Entreprises ayant beaucoup d'actifs immatériels (si le problème principal : efficacité de la liquidation) Entreprises ayant peu d'actifs immatériels (si le problème principal : substitution d'actifs)	Entreprises ayant peu d'actifs immatériels (si le problème principal : efficacité de la liquidation) Entreprises ayant beaucoup d'actifs immatériels (si le problème principal : substitution d'actifs)	Oui [S.A. Johnson 1997] Non [S.A. Johnson 1997]

¹³ Certains déterminants précédemment évoqués ne sont pas intégrés dans le tableau du fait des difficultés rencontrés dans leur opérationnalisation.

3.2. *Limites des théories actuelles*

Si les avancées théoriques sont incontestables, la structure d'endettement des entreprises reste encore mal comprise. Nous évoquerons ici deux limites de cette littérature.

3.2.1. *Comment expliquer l'utilisation conjointe du financement bancaire et de la dette marchésée par les grandes entreprises ?*

Comme nous avons pu le constater précédemment, la plupart des modèles théoriques considèrent que la source d'endettement est exclusive¹⁴ : les entreprises peuvent opter pour un endettement bancaire ou pour un endettement direct. La réalité semble être plus complexe. De nombreux emprunteurs utilisent les deux sources de financement conjointement. Une structure d'endettement mixte pose problème d'un point de vue théorique. Comment en effet expliquer que des entreprises bénéficiant d'une forte notoriété, posant peu de problèmes informationnels et présentant un faible risque de crédit continuent à valoriser un financement intermédié ?

S.A. Johnson [1997] constate que 41 % des entreprises ayant accès à la dette publique utilisent également de l'endettement bancaire à long terme. Cette structure d'endettement mixte pourrait être due à la diversité des besoins de financement des grandes entreprises. Celles-ci auraient recours aux banques pour des opérations de faible montant ou pour des opérations demandant des montages complexes. Sur ce dernier point, M. Carey et *al.* [1993] soulignent que les banques disposeraient d'une aptitude supérieure pour évaluer le risque attaché à des émissions sophistiquées et pourraient élaborer des solutions de financement plus adaptées aux besoins de l'emprunteur.

Cette explication semble cependant insuffisante pour rendre compte des différences de structure d'endettement au sein de la population des grandes entreprises. Comme le montrent en effet S.A. Johnson [1997]

¹⁴ Les seuls modèles donnant à l'emprunteur la possibilité d'emprunter sur les deux types de marché sont J.K. Seward [1990], D. Besanko, G. Kanatas [1993] et E. Detragiache [1994].

et C.W. Anderson, A.K. Makhija [1999], l'ampleur des problèmes informationnels et le niveau de risque de l'entreprise restent les principaux déterminants du poids relatif de l'endettement bancaire pour les entreprises ayant accès à un financement désintermédié. L'utilité d'une surveillance bancaire ne disparaîtrait donc pas complètement lorsque les entreprises obtiennent la possibilité de lever des fonds directement.

Ces résultats empiriques semblent accréditer l'idée avancée par J.K. Seward [1990] et D. Besanko, G. Kanatas [1993], selon laquelle certaines firmes ne pourraient émettre de la dette directe qu'en continuant à s'astreindre à un contrôle bancaire. De même, peut-on penser, avec E. Detragiache [1994], que certaines grandes entreprises (celles ayant le plus à perdre en cas de liquidation) gardent une part d'endettement bancaire en prévision d'une éventuelle défaillance¹⁵. On notera cependant la faible portée prédictive de ces modèles et le besoin d'une réflexion plus poussée sur la complémentarité du financement bancaire et de l'endettement désintermédié¹⁶.

3.2.2. *Comment expliquer la structure d'endettement des PME ? Rationnement du crédit bancaire, concentration des relations et financement interentreprises*

L'étude exclusive du choix entre dette bancaire et dette directe n'apporte que peu d'enseignements sur la structure d'endettement des PME. Ces dernières n'ont en effet aucune possibilité d'accéder au marché financier et sont, plus que toutes autres, confrontées à un problème de disponibilité du crédit. Le choix de la source de financement répond donc ici à d'autres impératifs. Comment limiter le risque de res-

¹⁵ Dans ce sens, S.A. Johnson [1997] montre que les grandes entreprises recourent d'autant plus à la dette bancaire qu'elles possèdent une part importante d'actifs intangibles.

¹⁶ Quelques articles récents [M. Carey et al. 1993 ; Carey et al 1998] affinent la distinction entre dette directe et dette intermédiée en considérant une troisième catégorie d'endettement : les placements privés. Aucun modèle n'a jusqu'à présent traité le choix de la structure de financement en considérant les trois types d'émission (émission publique, émission privée, dette bancaire).

triction du crédit bancaire ? Quelle source de financement utiliser en cas de rationnement par les institutions financières ?

L'existence de relations étroites entre l'emprunteur et sa banque semble être le dispositif le plus efficace pour limiter les problèmes de rationnement. Les résultats empiriques de M. Petersen, R. Rajan [1994] sont particulièrement clairs sur ce point. Plusieurs variables permettent en effet d'augmenter la disponibilité du crédit : la concentration de l'endettement sur un nombre limité de banques ; l'âge de l'emprunteur et l'ancienneté des relations bancaires ; la multiplicité des services offerts par les banques prêteuses. D'autres auteurs arrivent à des résultats comparables en affinant la notion de « force des relations bancaires ». T. Hoshi et *al.* [1990] et R. Elsas, J.P. Krahen [1998] montrent ainsi que les banques les plus fortement engagées fournissent aux emprunteurs une assurance de liquidité en cas de dégradation non anticipée de leur situation.

Comme le soulignent M. Petersen, R. Rajan [1994], ces résultats suggèrent que les PME pourraient avoir intérêt à concentrer leur endettement afin de faciliter leur accès au crédit. Le raisonnement est le suivant : une banque n'examinera une demande de crédit que si elle espère récupérer les coûts fixes associés à l'évaluation initiale de la demande. L'espérance de revenu étant plus importante en situation de monopole, on en conclut que la probabilité d'un rationnement est plus faible lorsque l'entreprise concentre son endettement sur une seule banque.

La décision de l'emprunteur en ce qui concerne le nombre de ses créanciers reste toutefois mal comprise. Tout juste savons-nous que les entreprises les plus risquées ont un endettement bancaire moins concentré (plus grand nombre de banques ; engagement moins fort de la banque principale) que les entreprises de bonne qualité [A. Foglia et *al.* 1998]. En l'absence de modèles théoriques, ces résultats restent difficiles à interpréter. Pour certains, la multi-bancarisation des entreprises les plus fragiles proviendrait d'une volonté des banquiers de partager les risques. Les emprunteurs les plus risqués, rationnés par leur banque traditionnelle, seraient donc contraints de diversifier leurs sources de financement. Il est en revanche plus difficile de comprendre les motivations

des « bonnes » entreprises. En effet, l'exclusivité du financement ne comporte pas que des avantages. Ainsi, pour A. Thakor [1996], un emprunteur de bonne qualité peut avoir intérêt à contacter plusieurs banques afin de limiter le risque d'une erreur d'évaluation. De même, doit-on rappeler le risque d'expropriation encouru face à une banque en position de monopole informationnel [S. Sharpe 1990 ; R. Rajan 1992].

Jusque-là peu d'études se sont intéressées au crédit commercial qui représente pourtant, en France comme aux États-Unis, la principale source de financement à court terme des entreprises. Cette impasse est d'autant plus dommageable que ce type de crédit constitue souvent pour les PME la seule alternative au crédit bancaire. Comme le montrent M. Petersen, R. Rajan [1997], les entreprises sollicitent plus intensément leurs partenaires commerciaux lorsqu'elles sont rationnées par le système bancaire. Certains voient là une preuve de la plus grande aptitude des fournisseurs à maîtriser les problèmes informationnels [B. Biais, G. Gollier 1997 ; M. Petersen, R. Rajan 1997]. Ces derniers, outre qu'ils entretiendraient des liens plus étroits avec l'emprunteur et auraient une meilleure connaissance du secteur d'activité, pourraient détecter plus rapidement une dégradation de la situation de trésorerie en constatant l'incapacité du client à profiter des rabais pour paiement rapide [J.K. Smith 1987].

Le crédit bancaire et le crédit commercial ne sont pas pour autant des outils de financement exclusifs. Dans le modèle de B. Biais, G. Gollier [1997], certaines entreprises utilisent les deux types d'endettement même si les taux d'intérêt pratiqués par les fournisseurs sont plus élevés que ceux appliqués par les banques. Le crédit commercial joue ici un rôle de signal. Il permet de transmettre l'information favorable détenue par les fournisseurs et facilite ainsi l'accès à un financement bancaire, qui n'aurait pu être obtenu sans cela. Ces résultats théoriques confortent donc les observations de M. Petersen, R. Rajan [1997] : l'utilisation de la dette commerciale est d'autant plus forte que l'entreprise est risquée et pose d'intenses problèmes informationnels.

Conclusion

La théorie bancaire s'est préoccupée, au cours des années 80, de justifier l'existence des banques dans un contexte de fort développement des marchés financiers. Les réponses apportées par D. Diamond [1984] et E. Fama [1985], axées sur la fonction de production d'information des banques, font encore l'objet d'un large consensus. Plusieurs questions subsistent cependant quant aux vertus du financement bancaire. Les banques disposent-elles d'un avantage informationnel par rapport aux autres intermédiaires financiers ? Sont-elles toujours incitées à exercer une surveillance coûteuse des débiteurs ? Ne sont-elles pas tentées d'exploiter leur information privée au détriment de la firme ou des autres partenaires de l'entreprise ?

Cet approfondissement de nos connaissances sur le comportement des banques dans l'octroi et le suivi des crédits permettrait sans doute de mieux comprendre le choix d'endettement des entreprises. Dans cette perspective, il convient également d'envisager les vertus et les limites des financements alternatifs. Le problème ne peut être réduit à l'arbitrage entre dette intermédiée et dette directe. Comme le suggèrent certains travaux récents, les différents types de dette intermédiée ne sont pas obligatoirement des substituts parfaits. L'enrichissement de l'analyse demande également d'établir la place respective du financement bancaire et de la dette commerciale.

Plus généralement, cet article a mis en évidence les nombreux efforts encore nécessaires afin d'obtenir une explication satisfaisante de la coexistence des différents marchés d'endettement.

Bibliographie

Allen F. [1993], « Stock Markets and Ressource Allocation », in C. Mayer, X. Vives (Eds.), *Capital Markets and Financial Intermediation*, Cambridge University Press.

Anderson C.W., Makhija A.K. [1999], « Deregulation, Disintermediation, and Agency Costs of Debt : Evidence from Japan », *Journal of Financial Economics*, vol. 51, p. 309-339.

- Berlin M., Butler A.W. [1996], «Public versus Private Debt : Confidentiality, Control, and Product Markets », *Economic Research Division Federal Reserve Bank of Philadelphia*, Working Paper, n° 96, 17 August.
- Berlin M., John K., Saunders A. [1996], « Bank Equity Stakes in Borrowing Firms and Financial Distress », *Review of Financial Studies*, vol. 9, p. 889-919.
- Berlin M., Loeys J. [1988], « Bond Covenants and Delegated Monitoring », *The Journal of Finance*, vol. 43, p. 397-412.
- Berlin M., Mester L. [1992], « Debt Covenants and Renegotiation », *Journal of Financial Intermediation*, vol. 2, p. 95-133.
- Besanko D., Kanatas G. [1993], « Credit Market Equilibrium with Bank Monitoring and Hazard Moral », *Review of Financial Studies*, vol. 6, p. 213-232.
- Besanko D., Thakor A. [1987], « Collateral and Rationing : Sorting Equilibria in Monopolistic and Competitive Credit Markets », *International Economic Review*, vol. 28, p. 671-689.
- Best R., Zhang H. [1993], « Alternative Information Sources and the Information Content of Bank Loans », *The Journal of Finance*, vol. 48, p. 1507-1522.
- Bester H. [1985], « Screening vs. Rationing in Credit Markets with Imperfect Information Content of Bank Loans », *American Economic Review*, vol. 75, p. 850-855.
- Bester H. [1987], « The Role of Collateral in Credit Markets with Imperfect Information », *European Economic Review*, vol. 31, p. 887-899.
- Bester H. [1994], « The Role of Collateral in a Model of Debt Renegotiation », *Journal of Money, Credit and Banking*, vol. 26, p. 72-86.
- Bester H., Hellwig M. [1987], « Moral Hazard and Equilibrium Credit Rationing : an Overview of the Issues », in G. Bamberg, K. Spremann (Eds), *Agency Theory, Information and Incentives*, Springer-Verlag, p. 135-166.
- Bhattacharya S., Thakor A. [1993], « Contemporary Banking Theory », *Journal of Financial Intermediation*, 3, p. 2-50.

- Biais B., Gollier G. [1997], « Trade Credit and Credit Rationing », *The Review of Financial Studies* Winter, vol. 10, n° 4, p. 903-937.
- M. Billett M., M. Flannery M., J. Garfinkel J. [1995], “The effect of lender identity on a borrowing firm's equity return”, *The Journal of Finance*, 50, p. 699-718.
- Boot A., Thakor A. [1997], « Financial System Architecture », *The Review of Financial Studies*, Fall, vol. 10, n° 3, p. 693-733.
- Boot A., Thakor A., Udell G. [1991], « Secured Lending and Default Risk : Equilibrium Analysis and Policy Implications and Empirical Results », *Economic Journal*, vol. 101, p. 458-472.
- Boyd J., Prescott E. [1986], « Financial Intermediary Coalitions », *Journal of Economic Theory*, vol. 38, p. 211-232.
- Brander J., Lewis T. [1986], « Oligopoly and Financial Structure : the Limited Liability Effect », *American Economic Review*, vol. 76, n° 5, p. 956-970.
- Brown D.T., James C.M., Mooradian R.M. [1993], « Private versus Public Creditor Experience in Distressed Firm Debt Restructuring », in E.I. Altman (Ed.), *Bankruptcy and Distressed Restructurings*, Business One Irwin, p. 125-137.
- Carey M., Post M., Sharpe S. [1998], « Does Corporate Lending by Banks and Finance Companies Differ ? Evidence on Specialization in Private Debt Contracting », *The Journal of Finance*, vol. 53, p. 845-878.
- Carey M., Prowse S., Rea J., Udell G. [1993], « The Economics of Private Placements : a New Look », *Financial Markets, Institutions and Instruments*, vol. 2, p. 1-67.
- Chan Y., Greenbaum S., Thakor A. [1986], « Information Reusability, Competition and Bank Asset Quality », *Journal of Banking and Finance*, vol. 10, p. 243-253.
- Chemmanur T., Fulghieri P. [1994], « Reputation, Renegotiation, and the Choice Between Bank Loans and Publicly Traded Debt », *The Review of Financial Studies*, vol. 7, p. 475-506.
- Chevallier-Farat T. [1992], « Pourquoi des banques ? », *Revue d'Économie Politique*, vol. 102, p. 633-685.

- Chowdhry B. [1991], « What is Different About International Lending ? », *The Review of Financial Studies*, vol. 4, n° 1, p. 121-148.
- Conseil National du Crédit, *Les garanties et le risque de crédit aux entreprises*, Rapport de septembre 1993.
- Conseil National du Crédit, *Risque de crédit*, Rapport de septembre 1995.
- Dehons M., Freixas X. [1987], « Le rôle de la garantie dans le contrat de prêt bancaire », *Finance*, n° 1, p. 7-32.
- Detragiache E. [1994], « Public versus Private Borrowing : A Theory with Implications for Bankruptcy Reform », *Journal of Financial Intermediation*, vol. 3, p. 327-354.
- Dewatripont M., Maskin E. [1995], « Credit and Efficiency in Centralized and Decentralized Economies », *Review of Economic Studies*, vol. 62, p. 541-555.
- Diamond D. [1984], « Financial Intermediation and Delegated Monitoring », *Review of Economic Studies*, vol. 51, p. 393-414.
- Diamond D. [1991], « Monitoring and Reputation : the Choice Between Bank Loans and Directly Placed Debt », *Journal of Political Economy*, vol. 99, p. 689-722.
- Diamond D. [1993 a], « Seniority and Maturity of Debt Contracts », *Journal of Financial Economics*, vol. 33, p. 341-368.
- Diamond D. [1993 b], « Bank Loan Maturity and Priority when Borrowers can Refinance », in C. Mayer, X. Vives (Eds), *Capital Markets and Financial Intermediation*, Cambridge University Press, p. 46-68.
- Easterwood J.C., Kadapakkam P.R. [1991], « The Role of Private and Public Debt in Corporate Capital Structure », *Financial Management*, vol. 20, p. 49-57.
- Elsas R., Krahnén J.P. [1998], « Is Relationship Lending Special ? Evidence from Credit-File Data in Germany », *Journal of Banking and Finance*, vol. 22, p. 1283-1316.
- Fama E. [1985], « What's different about banks ? », *Journal of Monetary Economics*, vol. 15, p. 29-40.

- Foglia A., Lavolia S., Marullo Reedtz P. [1998], « Multiple Banking Relationships and the Fragility of Corporate Borrowers », *Journal of Banking and Finance*, vol. 22, p. 1441-1456.
- Gertner R., Scharfstein D. [1991], « A Theory of Workouts and the Effects of Reorganization Law », *The Journal of Finance*, vol. 46, n° 4, September, p. 1189-1222.
- Gilson S., John K., Lang L. [1990], « Trouble Debt Restructurings », *Journal of Financial Economics*, vol. 27, p. 315-353.
- Gorton G., Kahn J. [1993], « The Design of Bank Loan Contracts, Collateral and Renegotiation », *NBER Working Paper*, 4273.
- Greenbaum S., Kanatas S., Venezia I. [1989], « Equilibrium Loan Pricing under the Bank-Client Relationship », *Journal of Banking and Finance*, vol. 13, p. 221-235.
- Guille M. [1994], « Savoir bancaire spécifique, marché du crédit et intermédiation financière », *Économie Appliquée*, vol. 46, p. 49-77.
- Harhoff D., Körting T. [1998], « Lending Relationships in Germany : Empirical Evidence from Survey Data », *Journal of Banking and Finance*, vol. 22, p. 1317-1353.
- Hellwig M. [1991], « Banking, Financial Intermediation and Corporate Finance », in A. Giovannini, C. Mayer (Eds), *European Financial Financial Integration*, Cambridge University Press, p. 35-63.
- Hoshi T., Kashyap A., Scharfstein D. [1990], « The Role of Banks in Reducing the Costs of Financial Distress in Japan », *Journal of Financial Economics*, vol. 27, p. 67-88.
- Houston J., James C. [1996], « Bank Information Monopolies and the Mix of Private and Public Debt Claims », *The Journal of Finance*, vol. 51, p. 1863-1889.
- Houston J., Venkataraman S. [1994], « Information Revelation, Lock-in, and Bank Loan Commitments », *Journal of Financial Intermediation*, 3, p. 355-378.
- A.K. Jain A.K., S Gupta S. [1987], « Some Evidence on 'Herding' Behavior of U.S Banks », *Journal of Money, Credit and Banking*, vol. 19, n° 1, February, p. 78-89.
- James C. [1987], « Some Evidence on the Uniqueness of Bank Loans », *Journal of Financial Economics*, vol. 19, p. 217-235.

- Johnson S.A. [1997], « An Empirical Analysis of the Determinants of Corporate Debt Ownership Structure », *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, vol. 32, n° 1, March, p. 47-69.
- Lacker J. [1991], « Why is there Debt ? », *FRBR Economic Review*, vol. 77, p. 3-19.
- Lewis M. [1992], « Modern Banking in Theory and Practice », *Revue Économique*, n° 2, mars p. 203-227.
- Lobez F. [1997], *Banques et marchés du crédit*, PUF-Finance
- Lummer S., McConnell J. [1989], « Further Evidence on the Bank Lending Process and the Capital Market Response to Bank Loan Agreements », *Journal of Financial Economics*, vol. 25, p. 99-122.
- Mayer C. [1988], « New Issues in Corporate Finance », *European Economic Review*, vol. 32, p. 1167-1189.
- Mayoukou C., Ruffini P.B. [1997], « Services bancaires de proximité : les banques locales sont-elles spéciales ? », Colloque *La firme bancaire : spécificités et enjeux*, Évry, 30-31 janvier.
- Myers S.C., Rajan R. [1998], « The Paradox of Liquidity », *The Quarterly Journal of Economics*, vol. 113, n° 3, August, p. 733-772.
- Nakamura L. [1990], « Loan Workouts and Commercial Bank Information : Why Banks are Special ? », *Federal Reserve Bank of Philadelphia*, Mimeo.
- Nakamura L. [1993], « Recent Research in Commercial Banking : Information and Lending », *Financial Markets, Institutions and Instruments*, vol. 2, p. 73-88.
- Nakamura L. [1994], « Small Borrowers and the Survival of the Small Bank : is Mouse Bank Mighty or Mickey ? », *FRBP Business Review*, November-Décember, p. 3-15.
- Petersen M., Rajan R. [1994], « The Benefits of Lending Relationships : Evidence from Small Lending Business Data », *The Journal of Finance*, vol. 49, p. 3-37.
- Petersen M.A., Rajan R. [1997], « Trade Credit : Theories and Evidence », *Review of Financial Studies*, vol. 10, n° 3, p. 661-691.
- Preece D., Mullienaux D. [1994], « Monitoring by Financial Intermediaries : Banks vs. Nonbanks », *Journal of Financial Services Research*, vol. 8, p. 193-202.

- Preece D., Mullienaux D. [1996], «Monitoring, Loan Renegotiability, and Firm Value : the Role of Lending Syndicates », *Journal of Banking and Finance*, vol. 20, p. 577-593.
- Rajan R. [1992], «Insiders and Outsiders : the Choice Between Informed and Arm's Length Debt », *The Journal of Finance*, vol. 47, p. 1367-1400.
- Rajan R., Winton A. [1995], «Covenants and Collateral as Incentives to Monitor », *The Journal of Finance*, vol. 50, p. 1113-1146.
- Ramakrishnan S., Thakor A. [1984], « Information Reliability and a Theory of Financial Intermediation », *Review of Economic Studies*, vol. 51, p. 415-432.
- Rivaud-Danset D. [1995], « Le rationnement du crédit et l'incertitude », *Revue d'Économie Politique*, vol. 105, p. 223-247.
- Seward J.K. [1990], « Corporate Financial Policy and the Theory of Financial Intermediation », *The Journal of Finance*, vol. 45, n° 2, June, p. 351-377.
- Sharpe S. [1990], «Asymmetric Information, Bank Lending, and Implicit Contracts : a Stylized Model of Customer Relationships », *The Journal of Finance*, vol. 45, p. 1069-1087.
- Shleifer A., Vishny R. [1992], « Liquidation Values and Debt Capacity : a Market Equilibrium Approach », *The Journal of Finance*, vol. 47, p. 1343-1366.
- Slovin M., Johnson S., Glascock J. [1992], «Firm Size and the Information Content of Bank Loan Announcements », *Journal of Banking and Finance*, vol. 16, p. 1057-1071.
- Smith C. [1986], « Investment Banking and the Capital Acquisition Process », *Journal of Financial Economics*, vol. 15, p. 3-29.
- Smith J.K. [1987], « Trade Credit and Informational Asymmetry », *The Journal of Finance*, vol. 42, n° 4, September, p. 863-872.
- Stiglitz J.E., Weiss A. [1981], «Credit Rationing in Markets with Imperfect Information », *American Economic Review*, vol. 71, p. 393-410.
- Stiglitz J., Weiss A. [1983], «Incentive Effects of Terminations : Applications to the Credit and Labor Markets », *American Economic Review*, vol. 73, p. 912-927.

Stiglitz J., Weiss A. [1986], « Credit Rationing and Collateral », in J. Edwards et al., *Recent developments in corporate finance*, Cambridge University Press, p. 101-126.

Thakor A.V. [1993], « Discussion of 'Stock markets and resource allocation' », in C.C. Mayer, X.X. Vives (Eds.), *Capital markets and financial intermediation*, Cambridge, Cambridge University Press, p. 114-116.

Thakor A.V. [1996], « Capital Requirements, Monetary Policy, and Aggregate Bank Lending : Theory and Empirical Evidence », *The Journal of Finance*, vol. 51, n° 1, March, p. 279-324.

Thakor A.V., Wilson P. [1995], « Capital Requirements, Loan Renegotiation and the Borrower's Choice of Financing Source », *Journal of Banking and Finance*, vol. 19, p. 693-712.

Von Thadden E. L. [1990], « Bank Finance and Long-Term Investment », *WWZ Discussion Paper*, 9010.

Von Thadden E. L. [1995], « Long-Term Contracts, Short-Term Investment and Monitoring », *Review of Economic Studies*, vol. 62, p. 557-575.

Vilanova L. [1997], « Impact des effets de réputation sur l'incitation des banques à pratiquer une stratégie de soutien abusif », *14e Conférence Internationale de l'AFFI*, Grenoble, 23-25 Juin.

Vilanova L. [1999], « La décision de prêt bancaire comme signal imparfait sur l'emprunteur : aspects théoriques et application au cas du soutien abusif », Thèse de doctorat en Sciences de Gestion, Université d'Aix-Marseille.

Weinstein D., Yafeh Y. [1998], « On the Costs of a Bank-Centered Financial System : Evidence from the Changing Main Bank Relations in Japan », *The Journal of Finance*, vol. 53, p. 635-672.

White M.J. [1989], « The Corporation Bankruptcy Decision », *Journal of Economic Perspectives*, vol. 3, n° 2, Spring, p. 129-151.

Yosha O. [1995], « Information Disclosure Costs and The Choice of Financing Source », *Journal of Financial Intermediation*, vol. 4, n° 1, p. 3-20.