

Tests des motifs transactionnels et financiers du crédit commercial : le cas des firmes lorraines

Ydriss ZIANE
Université de Nancy - BETA

Classification JEL : G30, G32 – *Réception* : février 2008 ; *Acceptation* : décembre 2008.

Correspondance : ydriss.ziane@univ-nancy2.fr

Résumé : Cette contribution traite du crédit interentreprises et des délais de paiement particulièrement longs pratiqués par les entreprises françaises. Sur la base d'un échantillon de firmes industrielles et commerciales de la région Lorraine, observées de 1998 à 2006, nous produisons des informations pour mieux appréhender les mécanismes de la première forme de financement à court terme des sociétés françaises. Les motifs théoriques relevant de considérations transactionnelles et financières sur le sujet sont testés à l'aide d'investigations statistiques et économétriques. Ces dernières soulignent la prédominance de considérations financières, liées notamment à la disponibilité des crédits bancaires, pour expliquer les comportements en matière de financement commercial.

Mots clés : crédits interentreprises – délais de paiement – motif transactionnel – motif financier.

Abstract : This paper studies the high levels of trade credit accounts due to the long payment delays practiced by French firms. On the basis of a panel of industrial and commercial firms from the Lorraine region, observed between 1998 and 2006, we provide information to better understand the mechanisms underlying the most important form of short-term financing for French firms. The most relevant results from the related financial theories are tested by applying statistical and econometric methods. They demonstrate the predominance of financial considerations, notably those concerning the availability of bank credit when it comes to explain trade credit behaviors.

Key words : trade credit – payment delays – transactional motive – financial motive.

Depuis toujours, le crédit interentreprises et les délais de paiement qu'il implique sont un rouage essentiel des pratiques de commerce et de négoce. Le crédit interentreprises facilite les échanges économiques et la croissance de l'activité. Il permet le financement à crédit du cycle d'exploitation et soutient fortement la création d'entreprises, à l'endroit même où les fonds propres de l'entrepreneur, le « *love money* », et les fonds de capital-risque sont rarement suffisants. Prédominant pour une large majorité d'entreprises, ce mode de financement n'est cependant pas sans risque d'un point de vue microéconomique pour le chef d'entreprise, mais également pour la stabilité financière macroéconomique, via ses effets induits sur l'efficacité de la régulation monétaire.

Depuis la fin des trente glorieuses, les encours de crédit commercial ont pris une telle ampleur qu'ils sont régulièrement montrés du doigt, comme les éléments déclencheurs d'asphyxies financières et de faillites en chaîne au sein du tissu économique des PME européennes, et françaises notamment. Loin du jeu à somme nulle, les créances clients et les dettes fournisseurs représentent en effet, bien souvent, des postes prédominants au bilan des entreprises françaises. Globalement, il en résulte une masse financière considérable de près de 600 milliards d'euros en 2007, soit près de quatre fois le montant des crédits bancaires de court terme distribués chaque année. Cette forme d'intermédiation financière non bancaire présenterait presque exclusivement des avantages si le retard de paiement n'était devenu la règle plutôt que l'exception.

Dans une tentative infructueuse menée depuis plus de dix ans pour harmoniser la durée des paiements sur le vieux continent, les instances européennes ont imposé, en 2000, par la voie législative, la norme moyenne des « 30 jours » de délai à l'ensemble des pays membres¹. Hâtées à l'idée que des pratiques commerciales très divergentes entre les pays du nord du continent et ceux bordant la méditerranée ne viennent troubler l'efficacité d'une politique monétaire unique en introduisant des distorsions financières entre les firmes (via le principe des vases communicants entre concours bancaires et dettes fournisseurs), ces autorités n'ont, jusqu'à présent, pas constaté d'améliorations sensibles de la situation. Et s'il est prévu, au cours de cette année 2009, dans un cadre national cette fois, la mise en application d'un délai de paiement légal de 45 jours fin de mois ou 60 jours calendaire, via la Loi de mo-

¹ Directive 2000/35/CE du Parlement européen et du Conseil concernant la lutte contre le retard de paiement dans les transactions commerciales, Journal officiel des Communautés européennes, n° L. 200 du 8/08/2000, p. 35-38.

dernisation de l'économie², nous serons finalement passés d'une situation où le délai de paiement supplétif en France était nul (avant la loi NRE introduisant la directive européenne), à un délai légal de 30 jours puis de 60 jours³.

Pour enrichir le débat, et notamment revisiter sur données récentes la question de l'identification des déterminants d'influence majeure sur la gestion des créances commerciales, nous proposons de tester les deux principaux types de motifs, transactionnels et financiers, mis en évidence par la théorie financière pour justifier de l'usage du crédit interentreprises des firmes françaises. Mené sur une base statistique et économétrique, ce travail s'inscrit dans la continuité de résultats relatifs à la décennie précédente (Dietsch, 1998 ; Dietsch et Kremp, 1998) et dans un esprit de complémentarité des études de la Banque de France (Bardes et Nivelais, 2006 et 2007). L'exercice est réalisé sur la base d'un échantillon de firmes lorraines observées sur une période de neuf années. Notre réflexion s'organise de la façon suivante. La première section résume les hypothèses théoriques sur le sujet. La seconde section présente les données. Les investigations statistiques sont discutées dans la troisième section. La quatrième section traite des travaux économétriques entrepris et la cinquième section conclut.

1. Les justifications théoriques à l'usage du crédit interentreprises

Au début des années soixante, les premiers travaux sur la question sont d'ordre macroéconomique et rejoignent les préoccupations, alors d'actualité, de contrôle quantitatif des prêts bancaires. Le crédit interentreprises est analysé comme un mécanisme permettant d'amortir des chocs de liquidité, via des effets de compensation pour les firmes subissant une réduction des financements d'origine bancaire. Il est présumé que ce sont les firmes les plus fragiles et contraintes qui sont censées trouver des financements commerciaux plus importants auprès des grandes entreprises ayant un accès plus large aux sources externes de financement. L'effet « Meltzer » est alors modélisé (Meltzer, 1960) puis testé sur données agrégées⁴. Plus récemment, d'autres travaux⁵

² Loi n°2008-776 du 4/08/08 de modernisation de l'économie parue au Journal officiel du 5/08/08, p. 12471-12568.

³ Pour une discussion de ce point, consulter notamment Ziane (2008a).

⁴ Voir, entre autres, les contributions de Brechling et Lipsey (1963), Laffer (1970) et Jaffée (1971).

éprouvent la véracité de cet effet à l'aide d'indicateurs précis de changement de régimes monétaires (comme les dates de Romer) ou de variables caractéristiques de situations de rationnement du crédit. Les résultats font état d'une utilisation plus intensive des postes créances clients et dettes fournisseurs en période de réduction de la liquidité bancaire. Sur le plan de la modélisation, Biais et Gollier (1997), Boissay (2004) et Cunat (2007) élaborent des hypothèses théoriques en rapport avec l'avantage informationnel du fournisseur et sa capacité à se transformer en « prêteur en dernier ressort » en cas de difficultés financières prolongées.

Du point de vue microéconomique, les recherches financières ont mis en évidence cinq motifs justifiant l'utilisation des créances commerciales comme moyen privilégié de financement du cycle d'exploitation des entreprises⁶. Ainsi, le motif transactionnel, le motif de vérification et le motif de promotion des ventes sont basés sur des considérations d'ordre principalement commercial. À l'inverse, le motif de discrimination par les prix et le motif financier mettent en jeu des aspects financiers qui sont, pour le dernier notamment, le support des théories macroéconomiques existantes.

Le motif transactionnel (Ferris, 1981 ; Elliehausen et Wolken, 1993) est sûrement la raison la plus manifeste pour justifier d'un décalage entre le cycle des livraisons et le cycle des paiements de ces dernières. En raison du nombre et de la fréquence des livraisons de biens et de services, de la multitude des intervenants pouvant être concernés par ces opérations, et de l'incertitude relative aux échanges de biens et de monnaie, il est en effet beaucoup plus sûr et pratique pour les cocontractants de séparer ces deux activités (Lee et Stowe, 1993). Pour maximiser la durée du délai de paiement, qui s'exprime souvent sous la forme « N jours fin de mois », les entreprises sont généralement amenées à passer commande en début de mois, générant un maximum d'activité à cette période, et préfèrent que les services financiers se coordonnent ultérieurement. Pour le vendeur, ce motif transactionnel facilite la gestion de trésorerie en rendant plus prévisible les encaissements à venir, d'où une économie de coûts de transaction (Long et *al.*, 1994).

Dans une logique similaire, le motif de vérification justifie le délai de paiement comme une garantie fournie par le vendeur à l'acheteur

⁵ Mateut et *al.* (2006) et Guariglia et Mateut (2006) au Royaume-Uni, Uesugi et Yamashiro (2004) au Japon, Nilsen (1999) et Choi et Kim (2003) aux États-Unis, Love et *al.* (2007) sur six pays émergents ainsi que Cook (1999) en Russie.

⁶ Pour une revue de littérature sur les coûts et avantages du crédit commercial, se référer à Dietsch (1990) et Ziane (2008b), pour une comparaison entre crédit bancaire et commercial, consulter Dietsch (1998) et Ziane (2005).

pour qu'il s'assure, avant paiement, de la bonne qualité et de la juste quantité des biens livrés ou des prestations assurées (Smith, 1987). Puisque l'asymétrie d'information peut tout d'abord concerner les produits vendus, avant la qualité financière de la contrepartie, le fournisseur, en acceptant le décalage temporel, assure son client de sa bonne foi et de la confiance qu'il a en sa production.

D'ordre mercatique, le motif de promotion des ventes stipule qu'en tant qu'élément de différenciation des offres proposées au client, les conditions de paiement peuvent être ajustées par le vendeur, d'une part, pour faciliter ou promouvoir une vente, d'autre part, pour gagner en compétitivité (Nadiri, 1969 ; Schwartz, 1974). Puisque le fournisseur n'est pas contraint, tel l'intermédiaire financier, à la réalisation d'un bénéfice sur la partie financière de la transaction, il peut spécifier des termes qui permettent d'écouler rapidement des produits invendus (anciennes collections, technologie dépassée, produits saisonniers), et ainsi se libérer de leur coût de stockage. De plus, pour gagner des parts de marché sur la concurrence, il peut attirer de nouveaux clients en proposant des conditions de règlement compensant, au moins partiellement, les coûts de changement de fournisseurs (Emery, 1987).

Le motif de discrimination par les prix a pour finalité l'expression d'une demande plus importante, et donc, la réalisation d'un bénéfice plus conséquent pour le vendeur (Brennan et *al.*, 1988). Ce motif repose principalement sur l'hypothèse forte que les conditions de paiement proposées à la base de clientèle sont fonction de normes sectorielles informelles et ne dépendent, donc, que peu de la solvabilité estimée de chaque client. Suivant cette hypothèse, les clients les plus risqués obtiendraient ainsi des conditions de crédit quasi-équivalentes à celles des meilleures signatures, élément positif pour le carnet de commande du fournisseur (Crawford, 1992 ; Petersen et Rajan, 1997). Cette discrimination positive des mauvais emprunteurs entraînerait, toutefois, une augmentation sensible des risques de contrepartie du portefeuille clients de ce dernier. Summers et Wilson (2002) en Grande-Bretagne, et Ziane (2004) en France, montrent cependant que les normes sectorielles informelles ne sont prédominantes que dans un cas sur cinq dans la détermination des termes du crédit commercial proposé, loin derrière les décisions internes à l'entreprise vendeuse et les demandes spécifiques du client, respectivement.

D'après le motif financier, les firmes les plus exposées au rationnement du crédit bancaire, et plus généralement, celles rencontrant des difficultés à assurer le financement de leurs activités courantes, usent, de façon plus marquée, des dettes fournisseurs (Schwartz et Whitcomb,

1978 ; Emery, 1984). Cette situation s'explique, d'une part, par les relations commerciales sous-jacentes qui légitimeraient l'aide des vendeurs en faveur de leurs clients, d'autre part, par les informations de première qualité à disposition des fournisseurs. Ainsi, d'après ce motif, ces derniers sont les mieux placés pour avancer des fonds pour trois raisons principales. La première tient à la menace ultime de cessation des approvisionnements en cas de litiges financiers (Jain, 2001). La seconde tient à un accès à des informations régulières, actuelles et riches, favorisant l'émission d'un signal aux autres prêteurs (Biais et Gollier, 1997). Enfin, les fournisseurs bénéficient d'un avantage comparatif dans la revalorisation des produits vendus, le cas échéant (Wilner, 2000). Cette assurance de liquidité des fournisseurs expliquerait l'importance des financements commerciaux au sein des bilans des firmes de l'ensemble des systèmes économiques contemporains, et justifierait l'existence, à part entière, d'un canal du crédit commercial de la politique monétaire.

2. Présentation des données

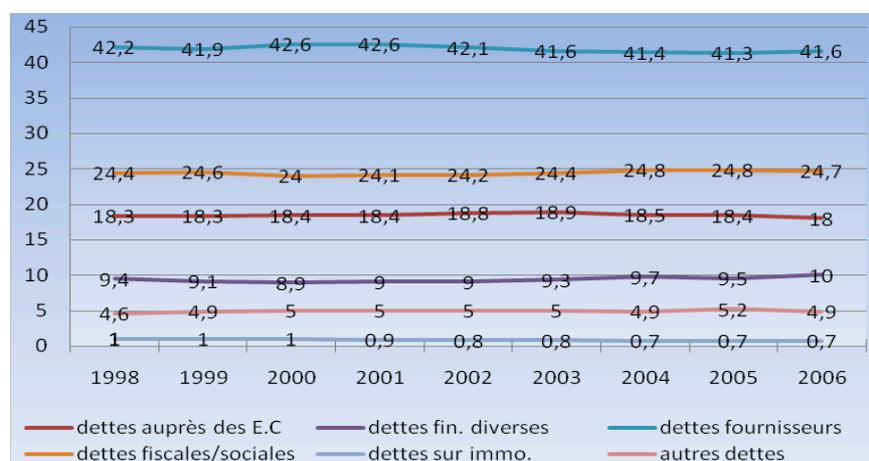
Les informations utilisées pour cette étude proviennent de la base de données DIANE (DISque pour l'Analyse Economique), produite par Bureau Van Dijk Editions Electroniques (2007). Notre attention est focalisée sur toutes les entreprises disponibles domiciliées dans la région Lorraine sur la période 1998-2006, à l'exception des entreprises relevant du secteur primaire, des activités financières et de l'administration et de la location immobilière, en raison des particularités de leur gestion financière. Après un nettoyage des données extrêmes à l'aide de la méthode des intervalles interquartiles appliquée aux variables utilisées, notre échantillon non cylindré compte de 2 118 firmes en 1998 à 4 217 en 2006⁷.

Le tableau fourni en annexe décrit les caractéristiques démographiques et financières de ce panel. Sur le plan financier, la structure financière des firmes de notre échantillon se compose, en moyenne, à 60% de dettes et pour près de 35% de capitaux propres, en 2006. La très grande majorité (87%) de cet endettement est contractée à court terme, les dettes de moyen terme ne représentant que 10% du total et les dettes de long terme moins de 3%.

⁷ L'échantillon compte 2118 firmes en 1998, 2786 en 1999, 3111 en 2000, 3355 en 2001, 3558 en 2002, 3760 en 2003, 3938 en 2004, 4100 en 2005 et 4217 pour la dernière année 2006.

La figure 1 retrace l'évolution de l'endettement moyen des firmes du panel au cours de la période. Les dettes fournisseurs sont de loin la première source d'endettement, puisqu'elles représentent 41.6% du total en 2006. Cette proportion des financements commerciaux est en légère diminution sur la période, elle avoisine 42% entre 1998 et 2002, avec des maxima en 2000 et 2001.

Figure 1 – *Évolution moyenne de la composition de l'endettement total (en % du total dettes)*



La seconde source d'endettement est composée des dettes fiscales et sociales (25%), en constante augmentation depuis 2000. Les emprunts auprès des établissements de crédit arrivent en troisième position avec une proportion de 18% en 2006, la plus faible de la période.

Pour rendre compte de l'évolution des pratiques du crédit interentreprises des firmes de notre échantillon, nous menons des investigations empiriques, tant sur le plan statistique qu'économétrique. Dans un premier temps, l'outil statistique est mobilisé pour fournir des informations quantitatives sur l'importance des postes financiers considérés et leurs évolutions sur la période récente. Dans un second temps, nous approfondissons le test des motifs financiers et transactionnels à l'aide d'estimations économétriques.

3. Évolutions statistiques du crédit inter-entreprises sur la période 1998-2006

Pour analyser les comportements financiers de gestion des créances commerciales, cinq mesures sont utilisées. Elles se composent de quatre ratios comptables et d'un solde. Ces indicateurs complémentaires reflètent le poids économique et financier que représentent, en proportion du total du bilan et de l'activité des firmes, d'une part, les crédits consentis aux clients et les avances faites aux fournisseurs, et d'autre part, les crédits accordés par les fournisseurs et les avances faites par les clients. Nous mesurons donc les différents volumes nets prêtés ou empruntés par les entreprises en rapport avec le crédit interentreprises.

Le ratio créances clients rapporte la somme des encours clients et comptes rattachés, des effets portés à l'escompte et non échus et des avances et acomptes sur commandes en cours auprès des fournisseurs, au total de l'actif du bilan. Le ratio dettes fournisseurs rapporte les dettes fournisseurs et comptes rattachés et avances et acomptes sur commandes en cours reçus des clients au total du passif de l'entreprise. Ces deux premiers ratios sont destinés à mesurer l'importance respective des créances et des dettes commerciales en proportion du total du bilan des entreprises.

Le ratio délais clients rapporte les créances clients et comptes rattachés et avances et acomptes sur commandes en cours auprès des fournisseurs au chiffre d'affaires. Ce rapport est multiplié par 360 pour être exprimé en nombre de jours de chiffre d'affaires. Le ratio délais fournisseurs rapporte les dettes fournisseurs et comptes rattachés et avances et acomptes sur commandes en cours reçus des clients aux achats et autres charges externes. Il est multiplié par 360 pour être exprimé en nombre de jours d'achats. Ces deux ratios sont définis pour mesurer le poids des créances et des dettes commerciales en rapport avec l'activité des entreprises.

Le solde du crédit interentreprises est calculé comme la différence, exprimée en jours de chiffre d'affaires, entre les ratios délais clients et délais fournisseurs. Ce solde renseigne sur la position nette globalement créditrice ou débitrice de l'entreprise en matière de crédit interentreprises (Dietsch, 1990).

D'après la figure 2 (en annexe), le poids des créances commerciales ne diminue que légèrement sur la période. Ainsi, les créances clients et les dettes fournisseurs prennent une importance croissante de 1998 à l'an 2000, où ces dernières représentent respectivement 33,5% et 29,9% du total du bilan des firmes. La période 2000-2005 est marquée par une

diminution sensible et continue, mais cette tendance s'arrête nettement en 2006, notamment pour les créances clients. Ces premiers résultats vont dans le sens des évolutions fournies, au niveau national, par l'Observatoire des Entreprises de la Banque de France (Bardes et Nivelais, 2007).

En termes d'activité (figure 3 en annexe), les délais clients représentent, sur la période, un peu moins de deux mois d'activité (de 50 à 56 jours selon les années), contre près de 80 jours d'achats pour les délais fournisseurs. L'évolution rapporte une tendance assez stable, en deux phases distinctes : un gonflement des encours jusqu'à l'année 2000 pour les délais clients et 2002 pour les délais fournisseurs, puis un tassement assez uniforme par la suite. Au total (figure 4 en annexe), ces évolutions à la baisse permettent une réduction du solde du crédit inter-entreprises, toujours nettement positif, mais en diminution sensible sur les neuf années d'observation.

La classification par taille est effectuée à un niveau fin permettant de distinguer les micros, petites, moyennes et grandes entreprises. D'après le figure 5 (en annexe), ce sont les moyennes firmes qui assurent le financement le plus important des encours commerciaux – 14 jours en moyenne – au profit des micros et des petites firmes qui connaissent une diminution de plus de 2 jours de leur solde du CIE (crédit inter-entreprises) sur la période, à l'exclusion de la dernière année pour les micros firmes. Entre 2005 et 2006, le solde de ces dernières augmente en effet très fortement, pour retrouver un niveau équivalent à celui de 1998. L'évolution de la contribution des grandes entreprises est la plus mouvementée, avec une augmentation de plus de 2,5 jours en début de période (1998-1999), une stabilisation aux alentours des 10 jours jusqu'en 2001, puis une forte baisse de près de 4 jours entre 2002 et 2003.

4. Tests des motifs transactionnels et financiers

4.1. Choix des variables et spécifications économétriques

Suite à l'analyse statistique, nous souhaitons vérifier économétriquement l'impact des variables explicatives retenues – et des motifs transactionnels et financiers sous-jacents – sur les ratios « créances clients » et « dettes fournisseurs » considérés. Pour ce faire, la sélection des variables explicatives est opérée sur la base des arguments discutés dans la première section, puis nous considérons la méthode d'estimation la plus adéquate.

Concernant la première variable expliquée « créances clients » (CC), sept variables explicatives sont retenues. Tout d'abord, l'effet taille de l'entreprise est pris en compte par une variable (TAILLE) définie comme le logarithme du chiffre d'affaires. En théorie, il apparaît que les grandes entreprises disposent d'un pouvoir de négociation relativement important. Elles sont donc en mesure d'imposer plus facilement des conditions de vente restrictives, permettant une gestion efficiente et économe de leur trésorerie. Il est donc attendu une relation négative entre la taille de la firme et le montant des créances commerciales accordées à la clientèle. Dans le même temps, les sources de financement externes à disposition de l'entreprise sont d'autant plus nombreuses que sa surface financière est large. On peut donc penser que ces firmes, bénéficiant d'un accès plus libre et moins coûteux aux financements externes, peuvent être enclines à accorder plus de crédits clients pour maximiser le montant de leurs ventes.

Le pourcentage du chiffre d'affaires réalisé à l'international est également une variable explicative retenue (EXPORT). Il est probable qu'en raison de l'éloignement géographique et des asymétries d'information plus marquées entre deux partenaires commerciaux ne répondant pas de la même législation, le crédit consenti au client puisse servir de signal fort pour l'acheteur⁸. Ainsi, une relation positive est attendue pour matérialiser cette hypothèse simple, en rapport avec les considérations transactionnelles du crédit commercial et le motif de vérification spécifiquement.

Par ailleurs, les firmes les plus expérimentées sont généralement celles qui présentent les plus faibles risques et dont le capital de réputation est le plus important. En outre, leur base de clientèle est relativement stable et bien identifiée, permettant une reconnaissance rapide et sans frais des profils d'emprunteurs. Pour mesurer l'impact de ces éléments sur la variable expliquée, nous introduisons une variable (AGE) égale à la durée de vie des firmes.

En référence aux prédictions du motif financier, les entreprises dont la trésorerie est structurellement excédentaire ou celles qui sont les plus rentables peuvent venir en aide aux firmes financièrement fragiles par

⁸ À titre d'exemple, notons que pour ne pas pénaliser les exportateurs français par rapport aux concurrents étrangers, l'administration semble accepter que la date de règlement soit indiquée selon des modalités conformes aux usages internationaux du commerce et non selon les prescriptions de l'article L. 441-3 du Code de Commerce (DGCCRF, note 1005 du 13/12/1993). De même, ces exportateurs paraissent autoriser à ne pas mentionner de pénalités de retard dans leurs conditions générales de vente, dès lors qu'une telle mention pourrait constituer un handicap et donc limiter les ventes à l'international (rapport au Parlement sur les conditions d'application de la loi 92-1442 du 31/12/1992, BOCC du 15/12/1994).

le biais d'une politique de crédit plus accommodante, notamment en période de tensions sur le marché du crédit bancaire. Sur cette base, les firmes dont la rentabilité économique (ROA) est élevée ou le besoin en fonds de roulement négatif (BFR) doivent présenter des montants conséquents de créances clients à l'actif du bilan, de même que les firmes dont le score financier Conan-Holder est important (SCOR). L'inverse reviendrait à supposer que, soit la bonne santé financière de ces firmes s'explique en partie par une politique de crédit très restrictive, soit que ce sont les firmes en difficultés qui sont contraintes de consentir d'importants crédits clients, sous peine de voir leurs ventes s'effriter fortement.

Enfin, bien que cette mesure ne soit qu'imparfaite, une variable représentative du coût de l'endettement des firmes de notre échantillon est intégrée. Définie comme le rapport des frais financiers liés à l'endettement au chiffre d'affaires, la variable (INTERET) doit permettre de comprendre si les firmes dont l'endettement est le plus coûteux se comportent de façon spécifique quant à l'octroi de crédits clients dans le cadre du financement des ventes.

Pour la variable expliquée « dettes fournisseurs » (DF), dix variables explicatives sont intégrées aux estimations. Dans une optique transactionnelle, le montant des stocks détenus par l'entreprise (STOCK) et la durée de rotation de ces derniers (ROTSTOCK) sont retenus. Les firmes dont les stocks sont les plus significatifs en valeur ont un volume d'achats important et, par conséquent, expriment un besoin de financements fournisseurs accru. Au sujet du délai de rotation des stocks, deux hypothèses différentes se posent. Il est d'abord possible de considérer que les firmes dont les stocks ont un délai de rotation rapide sont sujettes à de fréquents achats et font donc face à une incertitude plus forte, nécessitant l'obtention de crédits plus élevés de la part des fournisseurs (motif de transaction). À l'inverse, des stocks qui ne s'écoulent que lentement peuvent être liés à un cycle de production particulièrement long ou, plus grave, être l'expression de problèmes de débouchés. Dans les deux cas, une exposition plus forte au risque peut justifier d'une demande de dettes fournisseurs plus conséquente (motif financier). Si l'on suppose que les fournisseurs ont tendance à limiter leur exposition au risque de contagion et donc à privilégier l'octroi de crédits importants aux clients présentant les plus faibles risques et le meilleur capital de réputation, il est attendu une relation positive entre le montant des dettes fournisseurs et les indicateurs de taille (TAILLE) et de durée de vie (AGE) des firmes. Puisque les firmes présentes à l'international sont contraintes d'accorder des délais clients plus longs, il est possible que

ces dernières expriment, en contrepartie, une demande plus soutenue de financements auprès de leurs fournisseurs. Nous testons cette prédiction en introduisant la part des ventes que les entreprises réalisent à l'export (EXPORT).

Deux effets distincts des indicateurs de rentabilité (ROA), de liquidité (BFR) et de qualité (SCOR) sont possibles sur la proportion de dettes fournisseurs. Si l'on se place du point de vue des fournisseurs des entreprises les plus performantes, il est normal de considérer que ces derniers peuvent exprimer une préférence marquée pour les prêts à destination des meilleures signatures de leurs portefeuilles de clients, d'où une corrélation positive attendue. Mais ce raisonnement s'applique aussi aux autres *stakeholders* de la firme rentable, et en particulier aux établissements bancaires dont les crédits sont alors plus disponibles. Dans cette optique, les meilleures firmes ont la possibilité de faire jouer en leur faveur un effet de substitution entre les crédits fournisseurs et les autres sources de financement de l'activité courante. Si tel est le cas, la corrélation peut être négative. La variable explicative (DETTES) représente le montant de l'endettement bancaire de court terme des firmes rapporté au total de l'actif. Elle est incluse pour tester de la validité du motif financier, et en particulier pour savoir si les crédits bancaires de court terme apparaissent plutôt comme des compléments (corrélation positive) ou des substituts (corrélation négative) des financements commerciaux pour les entreprises de notre panel. Si les firmes de notre panel sont sujettes au problème de rationnement du crédit et au phénomène de rareté des financements d'exploitation, la thèse de la complémentarité devrait l'emporter. Il en est autrement dans le cas où les firmes auraient la possibilité d'arbitrer la décision de financement et de choisir librement entre financements commerciaux et bancaires selon leurs propres préférences, dans un cadre proche de celui décrit par la théorie du financement hiérarchique pour la structure financière (Myers et Majluf, 1984).

Tableau 1 – Statistiques descriptives des variables du modèle économétrique en 2006

Variabes	Définition	Moyenne	Médiane
<i>Variabes expliquées</i>			
CC	Créances clients et comptes rattachés / total actif	0,31	0,30
DF	Dettes fournisseurs et comptes rattachés / total passif	0,28	0,26
<i>Variabes explicatives</i>			
<i>Motif de transaction</i>			
STOCK	Stocks et travaux-en-cours / total actif	0,23	0,21
ROTSTOCK	(Stocks et travaux-en-cours / chiffre d'affaires H.T.)*365	46	43
TAILLE	Log (chiffre d'affaires H.T.)	3,75	3,72
EXPORT	Chiffre d'affaires export / chiffre d'affaires	7,02	0,00
<i>Motif financier</i>			
AGE	Durée de vie en années	17	15
ROA	Résultat net / total actif	0,04	0,03
BFR	Log (besoin en fond de roulement)	3,05	2,92
SCOR	Score financier Conan-Holder	14,91	14,07
DETTES	Dettes bancaires court terme / total actif	0,04	0,02
INTERET	Frais financiers liés à l'endettement / chiffre d'affaires	0,03	0,01

Pour compléter le test du motif financier et considérer, non seulement l'importance du crédit institutionnel de court terme, mais aussi son coût, nous incluons également la variable (INTERET) à la liste des variables explicatives du montant des dettes fournisseurs. Le tableau 1 récapitule les principales informations concernant les variables utilisées dans cette analyse économétrique.

Au sujet de la spécification, nous employons un modèle d'estimation dynamique en différences premières reposant sur les développements de l'économétrie des données de panel (Màtyàs et Sevestre, 1996). L'estimateur des moments généralisés (GMM) fait un meilleur usage de l'information disponible en tenant compte de la covariance des perturbations. Cette technique utilise les informations fournies par les retards de la variable expliquée et, éventuellement, un jeu d'instruments composé d'une ou plusieurs autres variables explicatives.

Dans cette optique, les tests de sur-identification de Sargan effectués pour déterminer le jeu d'instruments le plus précis nous amènent à proposer trois modèles d'estimation. Le premier modèle, dit exogène, considère comme instruments les retards sur deux périodes de la variable expliquée (CC) ou (DF) et toutes les autres variables explicatives exogènes. Dans le second modèle, dit endogène, toutes les variables explicatives sont supposées endogènes et donc instrumentées à l'aide des variables retardées sur deux périodes, en plus de la variable expliquée. Le jeu d'instruments le plus adéquat est utilisé dans le troisième modèle ; il inclut la variable expliquée, la variable de rentabilité (ROA) retardée sur deux périodes et les autres variables explicatives exogènes pour l'estimation des créances clients (CC) ; les variables d'endettement (DETTES) et de besoin en fonds de roulement (BFR) retardées et les autres variables explicatives exogènes pour celle des dettes fournisseurs (DF).

4.2. Interprétations des résultats

Les résultats des estimations sont présentés dans le tableau 2. Les trois modèles testés correspondent à des estimateurs dynamiques pour lesquels l'utilisation de retards dans l'instrumentation est sensiblement différente. Toutefois, les coefficients obtenus sont assez proches et justifient, dans les trois cas, l'utilisation de variables explicatives bilanciennes par des degrés de significativité globalement élevés. Les statistiques de tests de Sargan et d'auto-corrélation (m^2 p-value) permettent de valider la combinaison d'instruments utilisés et de rejeter la présence d'auto-corrélation à l'ordre 2, le modèle étant en différences premières.

Dans les deux cas, les coefficients de la variable endogène retardée sont positifs et significatifs, ce qui démontre l'importance du facteur temps et de la force d'inertie dans l'explication des comportements en matière de gestion des créances commerciales.

Les résultats concernant la première variable expliquée (CC) montrent que les firmes de grande taille (TAILLE) affichent un poids significativement plus élevé des créances clients au sein de leur bilan. Les firmes de grande taille ayant généralement accès à des sources de financement diversifiées, ce résultat valide les arguments de la théorie du soutien financier (Meltzer, 1960). Il est également possible de le considérer dans une optique de promotion des ventes réalisées par ces grandes entreprises (Nadiri, 1969 ; Schwartz, 1974), invalidant ainsi l'argument transactionnel qui repose sur le pouvoir de négociation accru de ces dernières.

Tableau 2 – Résultats des tests économétriques

M1 est le premier modèle (« Exogène ») ; M2 est le second modèle (« Endogène ») ; M3 est le troisième modèle (« Mixte »).

N firmes, P paramètres et K instruments ; écarts-types robustes entre parenthèses.

*, ** et *** : significativité au seuil de 10%, 5% et 1% respectivement.

	« Créances clients » (CC)			« Dettes fournisseurs » (DF)		
	M1	M2	M3	M1	M2	M3
CC (-1)	0,55*** (0,05)	0,58*** (0,051)	0,68*** (0,061)	-	-	-
DF (-1)	-	-	-	0,78*** (0,059)	0,60*** (0,057)	0,72*** (0,053)
STOCK	-	-	-	0,31** (0,125)	0,36** (0,178)	0,51** (0,246)
ROTSTOCK	-	-	-	- 0,040 (0,051)	- 0,087 (0,080)	- 0,027 (0,037)
TAILLE	0,11** (0,047)	0,15* (0,082)	0,16** (0,074)	0,16** (0,069)	0,29** (0,115)	0,34** (0,078)
EXPORT	0,15*** (0,014)	0,13*** (0,011)	0,17*** (0,032)	0,02 (0,014)	0,02* (0,014)	0,02* (0,010)
AGE	0,10 (0,079)	0,14 (0,086)	0,14* (0,084)	- 0,60** (0,264)	- 0,35** (0,178)	- 0,31** (0,125)
ROA	0,26*** (0,029)	0,21*** (0,031)	0,15*** (0,014)	- 0,67*** (0,052)	- 0,60*** (0,107)	- 0,71*** (0,086)
BFR	- 0,084 (0,173)	- 0,027 (0,147)	- 0,136* (0,073)	- 0,014 (0,047)	- 0,013 (0,025)	-0,045* (0,024)
SCOR	0,45** (0,189)	0,49*** (0,185)	0,60*** (0,107)	- 0,77*** (0,045)	- 0,81*** (0,051)	- 0,77*** (0,043)
DETTES	-	-	-	0,080*** (0,021)	0,092*** (0,025)	0,090*** (0,020)
INTERET	0,18** (0,092)	0,21** (0,086)	- 0,21*** (0,031)	0,162* (0,084)	0,140* (0,074)	0,207* (0,112)
N	4217	4217	4217	4217	4 217	4 217
P	15	15	15	21	21	21
K	16	23	17	22	32	24
m2 p-value	0,31	0,24	0,45	0,28	0,37	0,49
Sargan	1,66	1,29	1,38	1,18	1,84	1,37

Dans une logique proche, les firmes dont l'activité est internationale ont une politique de crédits clients plus généreuse (EXPORT). Cette observation va dans le sens du motif de vérification et du rôle sécurisant joué par le délai de paiement accordé par le vendeur (Smith, 1987). Ce résultat souligne aussi l'importance des asymétries d'information et la fonction d'argument de vente prise par le crédit client sur les mar-

chés internationaux, où la concurrence est très forte. La variable représentative de la durée de vie des entreprises (AGE) a un coefficient positif indiquant que ces firmes ont tendance à favoriser le financement des achats de leur clientèle qu'elles connaissent particulièrement bien, par expérience. Toutefois, ce résultat n'est pas ou peu significatif et ne permet donc pas de conclure clairement.

Inversement, dans le cadre du motif financier, l'hypothèse d'un transfert de fonds entre les firmes financièrement fragiles et celles présentant une forte rentabilité et un risque moindre est validée par nos résultats. Les variables (ROA) et (SCOR) sont toutes deux significatives au plus haut degré. On peut penser que les firmes rentables compensent les effets de rationnements du crédit subis par une partie de leur base de clientèle (Schwartz et Whitcomb, 1978), et ceci, dans une optique commerciale en rapport avec le remplissage du carnet de commandes. La variable matérialisant la situation de trésorerie des firmes (BFR) rapporte des coefficients négatifs qui confortent cette vision intéressée de l'investissement en créances clients (Crawford, 1992), mais ceux-ci ne sont pas suffisamment significatifs pour conclure clairement en ce sens. Le lien négatif et significatif entre la variable (CC) et la variable (INTERET) souligne également la pertinence de l'argument financier. Plus le montant des frais financiers liés à l'endettement représente une part élevée du volume d'activité, moins la proportion de créances clients au bilan est importante pour les firmes de notre panel. La logique d'économies financières liée à une possible situation de rationnement des financements d'exploitation peut justifier ce fait.

À propos des résultats de la seconde variable expliquée, le montant des dettes fournisseurs (DF), nous constatons que les deux variables de stocks retenues sont de signe opposé. Fortement significative, la variable (STOCK) a un impact positif sur la variable (DF) conformément aux prédictions du motif de transaction (Ferris, 1981 ; Elliehausen et Wolken, 1993). En plus de remises liées à la quantité, nos résultats illustrent le fait que les « gros » acheteurs bénéficient également de conditions de financement plus avantageuses qui peuvent être voulues mais aussi subies par le fournisseur dans le cas de rapports de force déséquilibrés entre les contractants (Dietsch et Kremp, 1998). Le signe négatif de la variable de vitesse de rotation des stocks (ROTSTOCK) conforte à nouveau le motif financier par rapport au motif de transaction, mais le coefficient n'est pas suffisamment significatif pour trancher clairement la question. D'après les coefficients positifs et significatifs de la variable (TAILLE), si les firmes de grande taille ont une proportion plus forte de créances clients à l'actif, ceci est contrebalancé

par une importance également plus marquée des dettes fournisseurs au passif. Les fournisseurs de ces entreprises préfèrent logiquement financer les achats des entreprises dont la surface financière est plus large et le risque de défaut plus faible, mais à nouveau cette situation peut tout à fait être autant subie que voulue.

À l'inverse, les firmes dont le capital de réputation peut être appréhendé au travers de la durée de vie (AGE) sont significativement moins endettées auprès de leurs partenaires commerciaux que les autres. Ce comportement particulier peut s'inscrire dans une logique d'autonomie financière et d'indépendance vis-à-vis de la clientèle (Jain, 2001). Dans le même sens, les deux indicateurs de rentabilité (ROA) et (SCOR) soulignent que les firmes présentant les activités les plus rentables comptent une moindre importance des dettes commerciales au sein de leur passif d'exploitation. Ce résultat va dans le sens du motif financier puisque ce sont les meilleures firmes qui ont accès le plus librement aux concours bancaires, elles ne préfèrent pas user des délais de paiement de façon importante pour ne pas dépendre vitalemment de ces financements. Dans l'autre sens, les firmes les moins rentables seraient donc victimes de rationnement du crédit, justifiant la dépendance aux fournisseurs. Sans contredire cette explication, limiter les délais de paiement obtenus auprès des fournisseurs peut permettre aux firmes rentables de réaliser des négociations plus poussées, d'exiger des escomptes de règlement, d'éviter les coûts prohibitifs du crédit interentreprises dans certains cas et donc, *in fine*, d'améliorer leur situation de trésorerie (Jain, 2001 ; Boissay, 2004). Comme précédemment, les coefficients de la variable représentative de cet état de trésorerie (BFR) ne sont pas significatifs, ce qui peut notamment s'expliquer par les perturbations dues à la diversité des situations possibles de trésorerie qui peuvent pourtant conduire à une même valeur de cette variable. Bien que faiblement significative, la variable (INTERET) indique que les firmes observées, dont les coûts apparents d'endettement sont les plus élevés, usent de façon plus intensive des dettes fournisseurs.

L'hypothèse financière sous-jacente à l'utilisation du compte fournisseurs se trouve à nouveau validée par le lien significatif entre le montant de l'endettement bancaire de court terme (DETTES) et la variable expliquée (DF). Les entreprises risquées dont les niveaux d'endettement sont importants sont ainsi en mesure de limiter les effets d'une raréfaction des financements bancaires en recourant de façon plus intensive aux dettes fournisseurs, comme le laissent entendre les théories macro-financières sur la question (Cunat, 2007). Ce résultat met donc en avant le motif financier pour justifier de la demande de

crédit interentreprises exprimée par les firmes de notre panel. En ce sens, il valide également les prédictions selon lesquelles le signal procuré par l'obtention de délais fournisseurs conséquents peut servir, de par sa nature et la richesse de l'information à disposition des fournisseurs, à l'octroi de crédits bancaires supplémentaires (Biais et Gollier, 1997). Dans ce sens, la thèse de la complémentarité des sources de financement de l'activité courante pour les firmes de moindre rentabilité et les plus endettées semble validée, mettant en avant les prédictions de la théorie du financement par compromis (Myers, 1984), au détriment de celles du financement par hiérarchie (Myers et Majluf, 1984).

Conclusion

Les résultats établis dans cette étude confirment que le fournisseur apparaît souvent comme une source stratégique de financement externe disponible pour les entreprises fragiles. Comme le suggèrent nos résultats statistiques et économétriques, le motif financier du crédit interentreprises est ainsi prédominant, notamment pour les firmes de moindre qualité apparente. En outre, il semble que, si l'entreprise peut survivre sans concours bancaires, il paraît très difficile d'envisager l'absence de financements commerciaux. Plus que complémentaires, ces derniers sont donc capitaux pour un grand nombre de firmes contraintes financièrement par un niveau élevé d'opacité et d'asymétries informationnelles.

Ainsi, lors des périodes de *credit crunch* qui surviennent parfois, comme à l'automne 2008 en raison de politiques d'octroi de prêts trop laxistes des banques et/ou d'un recours un peu trop facile à la titrisation, les entreprises les plus exposées voient les concours bancaires diminuer dans des proportions importantes. Le crédit commercial joue alors pleinement son rôle de financement de substitution évitant ainsi l'asphyxie financière d'un nombre important de PME, victimes de rationnement du crédit bancaire. Mieux informés que les banques de par leurs relations commerciales, puis financières, avec leurs clients, les fournisseurs sont ainsi des prêteurs en dernier ressort en puissance. Le crédit commercial permet ainsi bien plus qu'une simple optimisation de la gestion des liquidités engendrée par la séparation physique des cycles de livraison et de paiement.

Toutefois, la conjoncture ou les crises financières ne sauraient éluder une nécessaire réduction structurelle des délais de paiement trop souvent responsables de faillites en chaîne. Pour cela, la promotion de

l'escompte de règlement est à encourager. Trop souvent confinée au sein de sous-secteurs d'activité dans notre pays, cette pratique gagnerait à être démocratisée comme c'est le cas dans les économies anglo-saxonnes ainsi qu'en Allemagne où les retards de paiement sont bien moindres. La négociation d'accords interprofessionnels engageant à la fois industriels et distributeurs d'une même filière peut également constituer une solution à condition que leur application soit respectée par le plus grand nombre. À ce titre, il semble que les récents engagements pris au sein de la filière automobile n'aient pas toujours été suivis des faits. À défaut, la solution législative nécessiterait une évolution significative des mentalités concernant notamment le caractère non plus supplétif mais obligatoire du délai légal, ou encore, la réclamation effective de pénalités de retards à des clients souvent rois, et parfois même tyrans.

Bibliographie

- Bardes B. et Nivelais M. (2006), « Délais de paiement et solde du crédit inter-entreprises : statistiques de 1996 à 2005 en nomenclature NAF », *Collection Entreprises - Observatoire des Entreprises*, Banque de France.
- Bardes B. et Nivelais M. (2007), « Délais de paiement et solde du crédit inter-entreprises : statistiques de 1997 à 2006 en nomenclature NAF », *Collection Entreprises - Observatoire des Entreprises*, Banque de France.
- Biais B. et Gollier C. (1997), « Trade Credit and Credit Rationing », *Review of Financial Studies*, vol. 10, n° 3, p. 903-937.
- Boissay F. (2004), « Crédits Interentreprises et Délais de Paiement : une Théorie Financière », *Annales d'Economie et de Statistique*, vol. 73, n° 1, p. 101-118.
- Brechling F. et Lipsey R. (1963), « Trade Credit and Monetary Policy », *Economic Journal*, vol. 73, n° 2, p. 618-641.
- Brennan M., Maksimovic V. et Zechner J. (1988), « The Vendor Financing », *Journal of Finance*, vol. 43, n° 5, p. 1127-1141.
- Choi W.G. et Kim Y. (2003), « Trade Credit and the Effect of Macro-Financial Shocks: Evidence from U.S Panel Data », *IMF Working Paper*, WP/03/127, Washington, DC.
- Cook L.D. (1999), « Trade Credit and Bank Finance: Financing Small Firms in Russia », *Journal of Business Venturing*, vol. 14, n° 5, p. 493-518.

- Crawford P. (1992), « A Survey of the Trade Credit Literature », *Working Paper*, University of Bristol.
- Cunat V. (2007), « Trade Credit: Suppliers as Debt Collectors and Insurance Providers », *Review of Financial Studies*, vol. 20, n° 2, p. 491-527.
- Dietsch M. (1990), « Le Crédit inter-entreprises : Coûts et Avantages », *Economie et Statistique*, vol. 236, n° 1, p. 65-79.
- Dietsch M. (1998), « Atouts et Handicaps du Crédit Client face au Crédit Bancaire », *Revue d'Economie Financière*, vol. 46, n° 2, p. 175-193.
- Dietsch M. et Kremp E. (1998), « Le Crédit inter-entreprises bénéficie plus aux Grandes Entreprises qu'aux PME », *Economie et Statistique*, vol. 314, n° 1, p. 25-37.
- Elliehausen G. et Wolken J. (1993), « The Demand for Trade Credit: an Investigation of Motives for Trade Credit by Small Businesses », *Staff Study Board of Governors of the Federal Reserve System*, Washington DC.
- Emery G. (1984), « A Pure Financial Explanation for Trade Credit », *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, vol. 19, n° 3, p. 271-285.
- Emery G. (1987), « An Optimal Financial Response to Variable Demand », *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, vol. 22, n° 2, p. 209-225.
- Ferris J. (1981), « A Transactions Theory of Trade Credit Use », *Quarterly Journal of Economics*, vol. 96, n° 2, p. 243-270.
- Guariglia A. et Mateut S. (2006), « Credit Channel, Trade Credit Channel and Inventory Investment: Evidence from a Panel of UK Firms », *Journal of Banking and Finance*, vol. 30, n° 10, p. 2835-2870.
- Jaffee D. (1971), *Credit Rationing and the Commercial Loan Market*, Wiley.
- Jain N. (2001), « Monitoring Costs and Trade Credit », *Quarterly Review of Economics and Finance*, vol. 41, n° 1, p. 89-110.
- Laffer A. (1970), « Trade Credit and the Money Market », *Journal of Political Economy*, vol. 78, n° 2, p. 239-267.
- Lee Y. et Stowe J. (1993), « Product Risk, Asymmetric Information, and Trade Credit », *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, vol. 28, n° 2, p. 285-300.
- Long M., Malitz I. et Ravid S. (1994), « Trade Credit, Quality Guarantees, and Product Marketability », *Financial Management*, vol. 22, n° 4, p. 117-127.

- Love P., Preve L.A. et Sarria-Allende V. (2007), « Trade Credit and Bank Credit: Evidence from Recent Financial Crises », *Journal of Financial Economics*, vol. 83, n° 2, p. 453-459.
- Mateut S., Bougheas S. et Mizien P. (2006), « Trade Credit, Bank Lending and Monetary Policy Transmission », *European Economic Review*, vol. 50, n° 3, p. 603-629.
- Màtyàs L. et Sevestre P. (1996), *The Econometrics of Panel Data. A Handbook of the Theory with Applications*, Kluwer Academic Publishers.
- Meltzer A. (1960), « Mercantile Credit, Monetary Policy and Size of Firms », *Review of Economics and Statistics*, vol. 42, n° 4, p. 429-437.
- Myers S. (1984), « The Capital Structure Puzzle », *Journal of Finance*, vol. 39, n° 3, p. 575-592.
- Myers S. et Majluf N. (1984), « Corporate Financing and Investment Decisions: When Firms Have Information That Investors Do Not Have », *Journal of Financial Economics*, vol. 13, n° 2, p. 187-221.
- Nadiri M. (1969), « The Determinants of Trade Credit in the U.S. Total Manufacturing Sector », *Econometrica*, vol. 37, n° 3, p. 408-423.
- Nilsen J. (1999), « Trade Credit and the Bank Lending Channel », *Journal of Money, Credit and Banking*, vol. 34, n° 1, p. 226-253.
- Petersen M. et Rajan R. (1997), « Trade Credit: Theory and Evidence », *Review of Financial Studies*, vol. 10, n° 3, p. 661-691.
- Schwartz R. (1974), « An Economic Model of Trade Credit », *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, vol. 9, n° 4, p. 643-657.
- Schwartz R. et Whitcomb D. (1978), « Implicit Transfers in the Extension of Trade Credit », in E. Boulding et T. Wilson (eds.), *Redistribution Through The Financial System: The Grants Economics of Money and Credit*, Praeger Special Studies.
- Smith J. (1987), « Trade Credit and Information Asymmetries », *Journal of Finance*, vol. 42, n° 4, p. 863-72.
- Summers B. et Wilson N. (2002), « Trade Credit Terms Offered by Small Firms: Survey Evidence and Empirical Analysis », *Journal of Business Finance and Accounting*, vol. 29, n° 3-4, p. 317-351.
- Uesugi I. et Yamashiro G.M. (2004), « How Trade Credit Differs from Loans: Evidence from Japanese Trading Companies », *RIETI Discussion Paper Series 04-E-028*.
- Wilner B. (2000), « The Exploitation of Relationships in Financial Distress: The Case of Trade Credit », *Journal of Finance*, vol. 55, n° 1, p. 153-178.

Ziane, Y. (2004), « Structure financière, relations bancaires de long terme et financement interentreprises des PME française », *Thèse de Doctorat de Sciences de Gestion*, Université Paris X-Nanterre.

Ziane Y. (2005), « Le crédit interentreprises est-il concurrent du crédit bancaire ? », *Revue Echanges*, vol. 225, n° 1, p. 47-49.

Ziane Y. (2008a), « Délais de paiement et crédit interentreprises : quelles problématiques économique-juridiques ? », *Banque Stratégie*, vol. 261, n° 7, p. 14-21.

Ziane, Y. (2008b), « Recent Issues in Trade Credit Practices, an European Overview », *Credit and Financial Management Review*, vol. 14, n° 3, p. 29-40.

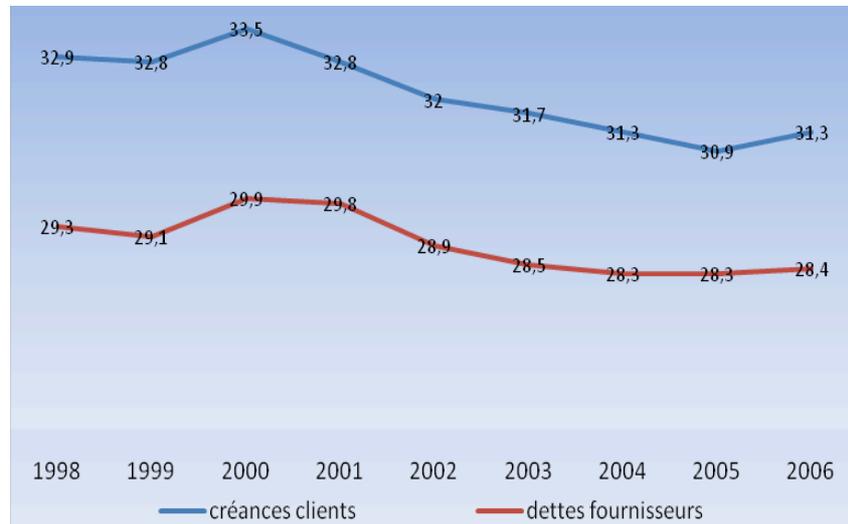
Annexe 1 – Caractéristiques démographiques des firmes de l'échantillon en 2006

VARIABLES		N	%
Toutes firmes		4 217	100
Taille	Micro-entreprises	1 056	25
	Petites entreprises	2 205	52,3
	Moyennes entreprises	814	19,3
	Grandes entreprises	142	3,4
Appartenance sectorielle (1)	Industrie	1 041	24,7
	Construction	564	13,4
	Commerce	1 479	35,1
	Services	1 133	26,9
Appartenance sectorielle (2)	Industries agricoles et alimentaires	79	1,9
	Industrie des biens de consommation	125	3,0
	Industrie automobile	34	0,8
	Industrie des biens d'équipement	242	5,7
	Industrie des biens intermédiaires	547	13,0
	Energie	14	0,3
	Construction	564	13,4
	Commerce et réparation automobile	302	7,2
	Commerce de gros et intermédiaires	628	14,9
	Commerce de détail et réparation	549	13,0
	Transports	259	6,1
	Promotion et gestion immobilière	69	1,6
	Services aux entreprises	616	14,6
	Services aux particuliers	121	2,9
Education, santé, action sociale	68	1,6	
Marché	Local	1 164	27,6
	Régional	1 290	30,6
	National	1 363	32,3
	International	400	9,5

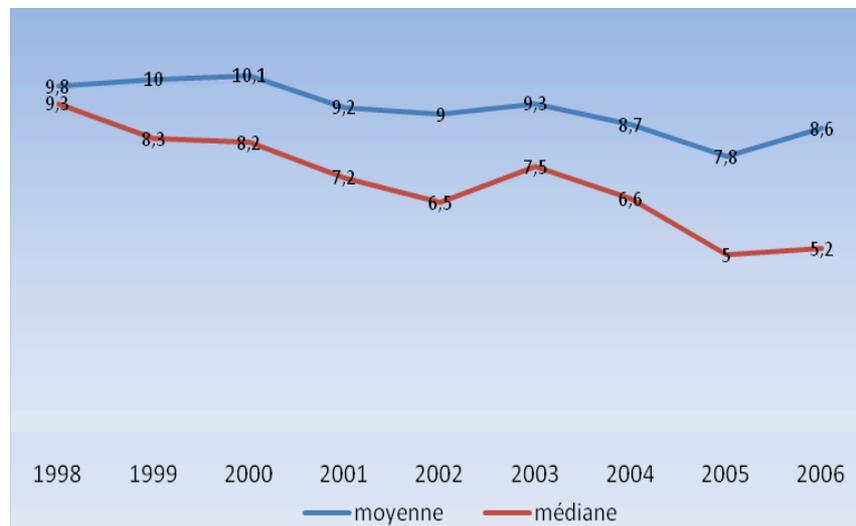
Annexe 1 – Suite

Position	Fabricant	974	23,1
	Producteur	34	0,8
	Entrepreneur	559	13,3
	Grossiste	622	14,7
	Négociant	23	0,5
	Détaillant	681	16,1
	Prestataire de service	1 324	31,4
Probabilité de défaut (Score Conan-Holder)	< à 10%	1 738	41,2
	10 à 20%	589	14
	20 à 30%	590	14
	30 à 40%	328	7,8
	40 à 50%	231	5,5
	50 à 60%	129	3,1
	60 à 70%	242	5,7
	70 à 80%	88	2,1
	80 à 90%	98	2,3
> à 90%	184	4,4	

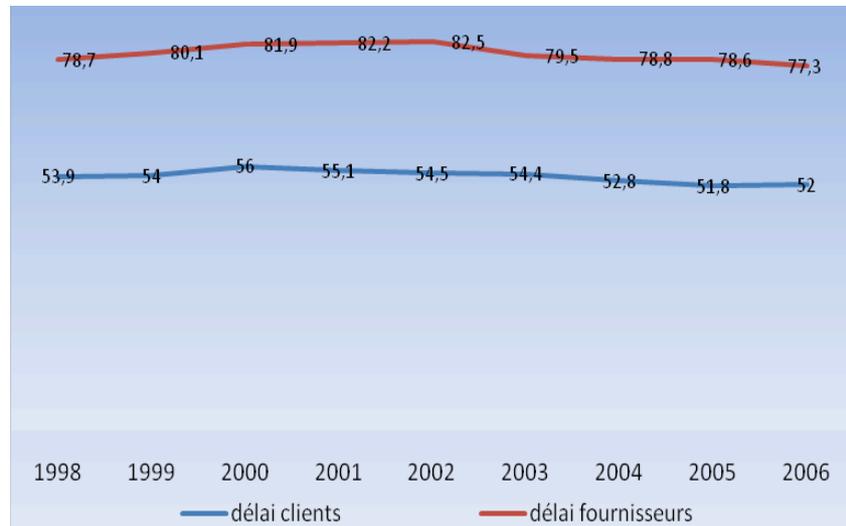
Annexe 2 – Évolution moyenne de la composition de l'endettement total (en % du total dettes)



Annexe 3 – Évolution moyenne et médiane du solde du crédit inter-entreprises (en jours de CA)



Annexe 4 – Évolution moyenne des délais clients et des délais fournisseurs (en jours de CA et d'achats)



Annexe 5 – Évolution moyenne du solde du crédit inter-entreprises par taille des firmes (en jours de CA)

