

LES CAUSES DU HAUT NIVEAU D'ENDETTEMENT DES ENTREPRISES ALLEMANDES

D^r PETER BOFINGER,
PROFESSEUR À L'UNIVERSITÉ DE WÜRZBURG, ALLEMAGNE

Si l'on procède à une comparaison internationale, on s'aperçoit que l'économie allemande présente un degré d'endettement relativement élevé. Selon des statistiques de la BRI (Banque des Règlements Internationaux) (cf. *tableau 1*), la dotation en capitaux propres est, en Allemagne, aussi basse qu'en France et en Italie, et beaucoup plus faible que dans les pays anglo-saxons.

Au début des années quatre-vingt, les structures de financement des entreprises allemandes ont conduit à un intense débat scientifique, après que le taux des capitaux propres a considérablement diminué dans les années soixante-dix. Ce débat a fait apparaître une espèce « d'opinion dominante », défendue avant tout par un conseil d'experts, la Bundesbank, le gouvernement fédéral et de nombreux scientifiques.

Leur argumentation est fondée sur l'observation statistique du net recul de la quote-part des capitaux propres des entreprises allemandes, comme le montrent les statistiques comptables de la Bundesbank et celles portant sur le bilan des sociétés anonymes.

La part des capitaux propres dans les entreprises allemandes est passée d'environ 30 % du total du bilan au milieu des années soixante à moins de 20 % au début des années quatre-vingt. Pour les partisans de la « pensée dominante », cette évolution est un indice évident d'un « déficit en capitaux propres ». Ce résultat a été, en premier lieu, attribué à une productivité décroissante des entreprises : en effet, le coefficient de rendement du chiffre d'affaires et le taux des capitaux propres ont manifesté au cours des années soixante-dix une tendance identique à la baisse. Mais il y a d'autres raisons à la faiblesse en capitaux propres : frais de transactions trop élevés quand on veut se procurer des fonds propres sur le marché financier ; emprunts de capitaux privilégiés par la fiscalité.

Pour les défenseurs de « l'opinion dominante », il existe une relation de cause à effet entre les structures de financement de l'ensemble de l'économie

(structures jugées négativement) et la faiblesse des investissements observée dans les années quatre-vingt. De fait, c'est à cette période que ces deux facteurs se sont rencontrés.

Les adversaires de cette « opinion dominante » ont mis en doute l'hypothèse selon laquelle il pourrait y avoir une carence en capitaux propres, si l'on considère l'ensemble de l'économie.

La dotation en capitaux propres, en régression, n'est pourtant pas considérée comme le reflet de données macro-économiques défavorables, mais au contraire comme le résultat d'un calcul de maximisation des entreprises : utiliser l'effet de levier du financement par l'emprunt pour relever le rendement des capitaux propres.

Le haut degré d'endettement de l'économie allemande doit alors être considéré comme un symptôme (à la rigueur), et non comme une cause en soi de la faiblesse des investissements dans l'économie allemande. Cette thèse a été étayée par des analyses empiriques : sur de longues périodes, aucune corrélation entre la dotation en capitaux propres et la réalisation d'investissement n'a été décelée.

Beaucoup d'adversaires de cette opinion dominante ont, en outre, remis en cause l'observation statistique d'un recul de la quote-part des capitaux propres ; ce problème de mesure ne sera pas développé ici.

52

*Le théorème de Modigliani-Miller,
point de départ d'une explication théorique*

Comment peut-on résoudre cette querelle scientifique ?

Beaucoup de travaux portant sur ce thème s'inscrivent dans le cadre de l'économie politique. Il convient d'en faire le point, en procédant à des analyses théoriques des liens entre rendement bénéficiaire, structures de financement et investissements dans l'ensemble de l'économie.

Dans les publications d'économie politique, on ne trouve presque rien à ce sujet, la dotation en capitaux propres ne jouant aucun rôle dans la théorie macro-économique de l'investissement. Quant à la théorie micro-économique du financement, elle a donné lieu, en revanche, à une profusion de travaux, qui traitent des structures de financement. Mais les implications pour l'ensemble de l'économie ne sont pas prises en compte. Elles doivent donc, à chaque fois, être déduites des liaisons micro-économiques.

Le théorème de Modigliani et Miller représente un point de départ central pour cet essai de consolidation théorique. Il se compose de deux résultats :

1 - La valeur totale d'une entreprise est indépendante de la structure de son capital.

2 - Le coût total du capital d'une entreprise n'est pas influencé par son degré d'endettement.

Ce théorème repose sur trois hypothèses :

a) Le marché financier est supposé parfait. Il n'existe donc pas de frais de transactions pour le recours au marché financier (frais d'émission, taxes bancaires). Il n'y a pas d'impôts, ni frais d'insolvabilité. Les entreprises et les ménages ont les mêmes possibilités d'accès au marché financier.

b) Tous les intervenants du marché ont des attentes sûres et par conséquent homogènes. L'obtention d'information est gratuite, et chaque participant peut comprendre la signification de ces informations sur la situation future des entreprises.

c) Le programme d'investissement d'une entreprise est déjà fixé, avant même que la décision du financement ne soit prise. Il s'agit du « théorème de séparation » de la théorie néo-classique du financement.

Le fait que la structure du capital n'ait pas d'importance sur les frais financiers (postulat 2) découle irrésistiblement de l'hypothèse énoncée en dernier (c).

La décision du financement reste encore à prendre. Une question demeure : comment le rendement de l'ensemble des capitaux qui, dans la théorie du financement, est justifié par le concept de coût du capital — sera réparti en rendement des capitaux propres d'un côté et rendement des capitaux empruntés de l'autre.

Le postulat 1, d'après lequel l'évaluation boursière d'actions est indépendante de la structure du capital d'une entreprise, est beaucoup moins banal. Il repose sur le fait que les différences dans le rendement des capitaux propres de l'entreprise, qui résultent des différences de structures de financement, peuvent, à tout moment, être compensées par l'endettement de celui qui veut placer des capitaux. Ces différences sont aussi éliminées par l'arbitrage qui s'opère sur le marché financier (parfait).

Que ressort-il maintenant de la thèse de « l'insignifiance » des structures de financement pour le problème du déficit en capitaux propres de l'ensemble d'une économie nationale ?

Pour beaucoup d'adversaires de « l'opinion dominante », la preuve a déjà été apportée qu'un « problème quantitatif de capitaux propres » ne pouvait pas, par principe, surgir dans une économie nationale et que, par conséquent, la dotation en capitaux propres ne pouvait pas avoir de conséquences néfastes sur l'ensemble de l'économie.

Cette conclusion n'est cependant pas justifiée par le théorème de Modigliani-Miller et pour deux raisons :

1) Puisque le théorème part d'un programme d'investissements fixé de façon exogène avant la décision du financement, il ne peut pas servir à expliquer l'interdépendance entre la structure du financement des entreprises et les investissements de l'ensemble de l'économie, interdépendance qui est au centre d'une remise en cause macro-économique.

2) Puisque le théorème suppose en outre que les faillites n'occasionnent

aucun coût, un canal de transmission central entre la dotation en capitaux propres et l'évolution des investissements n'a pas été pris en compte.

Comment procéder maintenant, si l'on veut conclure à l'importance de la structure du capital pour l'ensemble de l'économie, sur la base de la théorie micro-économique du financement ?

Il faut rechercher les différents coûts qui dépendent de la structure de financement (coût du financement des capitaux propres mais aussi de l'emprunt) et qui, pour un rendement marginal du capital donné, ont des effets néfastes sur la propension à investir.

Il convient en particulier de vérifier si (et dans quelle mesure) des implications néfastes pour l'ensemble de l'économie découlent des structures du capital et des coûts qui leur sont inhérents.

3) Les coûts du financement des capitaux propres (dépendant de la structure du capital) reposent avant tout sur le fait que le système fiscal favorise souvent le financement par l'emprunt, mais aussi que manager et propriétaires de parts disposent fréquemment d'un niveau d'informations différent (information asymétrique).

Le rôle de la taxation

54

Dans un système fiscal qui pratique une double taxation des bénéfices distribués et qui permet aux entreprises de déduire les intérêts de la dette, l'on peut aussi, dans le cadre du théorème de Modigliani-Miller, rechercher une structure de financement optimale.

Le coefficient de rendement de l'ensemble des capitaux — compris maintenant comme valeur nette après impôts — s'accroît avec le degré d'endettement.

Selon Miller, *the optimal capital structure might be all debt*.

La double taxation des bénéfices distribués, qui a existé en Allemagne fédérale jusqu'en 1976, a-t-elle été une cause essentielle du recul global de la quote-part globale des capitaux propres ?

En fait, la dotation en capitaux propres des sociétés anonymes ne s'est que peu améliorée après l'introduction de l'actuel système d'imputation.

Miller offre une explication importante à cette évolution surprenante : si les entreprises opèrent une politique de retenue des bénéfices et si le bénéfice sur le cours des actions reste non imposable, les effets fiscaux néfastes pour le financement des capitaux propres peuvent continuer à être évités.

Les entreprises allemandes semblent avoir suivi cette voie : les sociétés anonymes ont, en Allemagne, payé des dividendes nominaux presque constants de 1961 à 1976. Mais la faible résonance sur la procédure d'imputation doit être relativisée : en Allemagne fédérale, tous les désavantages fiscaux pour les capitaux propres ont été conservés après 1976. Et notamment :

— la préférence particulière pour les capitaux empruntés à court et à long terme, dans le cadre de la taxe professionnelle ;

— la double taxation des capitaux propres, dans le cadre de l'impôt sur la fortune ;

— les privilèges accordés aux revenus d'intérêts par rapport aux dividendes, lors de la retenue à la source. Alors que les dividendes sont soumis à un prélèvement à la source de 25 %, les revenus d'intérêts en sont exonérés en Allemagne (jusqu'à la fin de 1992). Le poids de ce facteur a pu être mesuré à la fin de 1987 : l'annonce de l'introduction d'un prélèvement à la source de 10 % sur les revenus d'intérêts a provoqué des sorties de capitaux massives et une forte augmentation de la thésaurisation ;

— à des taux d'inflation élevés s'ajoute le fait que les entreprises peuvent compenser la taxation des bénéfices fictifs par un important financement par l'emprunt : chaque partie du paiement des intérêts des capitaux empruntés, qui sert uniquement à compenser l'inflation, est diminuée des bénéfices.

Ainsi, le système fiscal allemand favorise le financement par l'emprunt : après impôts, le rendement de l'ensemble des capitaux des entreprises (à répartir entre capitaux propres et capitaux empruntés) est, *ceteris paribus*, d'autant plus élevé que sa couverture en capitaux propres est réduite.

On peut donc en déduire que la quote-part des capitaux propres dans l'ensemble de l'économie allemande est plus faible qu'elle ne le serait avec un système fiscal neutre pour le financement.

55

Agency cost des capitaux propres

La deuxième composante du coût des capitaux propres (composante conditionnée par la structure du capital) est ce qu'on appelle les *agency costs*. Il s'agit de frais de surveillance du management par les bailleurs de fonds.

Les managers, par leurs décisions, ne font pas que gérer l'évolution de la valeur de l'entreprise. Ils gèrent aussi leur consommation personnelle sur le lieu de travail. Si un manager est en même temps propriétaire exclusif de son entreprise, il développera les dépenses jusqu'à ce que le profit marginal corresponde au coût marginal pour la valeur de l'entreprise.

Les dépenses pour le mobilier de bureau, les voitures de services et les voyages, chutent d'autant plus quand d'autres bailleurs de fonds, exclus de la gestion des affaires, participent à la vie de l'entreprise aux côtés de ce propriétaire-manager.

Evidemment, les bailleurs de fonds anticipent un tel comportement : ils n'acquerront une participation dans une société de personnes que si la marge de manœuvre du manager peut être limitée et révisée par une procédure de contrôle.

Les *agency costs* des capitaux propres s'accompagnent de frais de surveillance (*monitoring costs*) quand les libertés du manager sont si

fortement limitées qu'il est empêché de dépenser.

Il est évident que le rendement de l'ensemble des capitaux d'une entreprise est amoindri par de tels frais. On peut se demander quelle est l'importance du phénomène en Allemagne fédérale.

En ce qui concerne les sociétés anonymes, les contrôles s'effectuent sur la base de règlements juridiques donnés, si bien que le financement supplémentaire des capitaux propres est rarement accompagné d'*agency costs* très élevés.

La situation est tout autre dans les sociétés de personnes, qui, somme toute, se demandent si elles doivent faire appel à des bailleurs de fonds extérieurs. On peut en déduire que les *agency costs* y sont considérables.

De tels frais créent un lien étroit entre le rendement bénéficiaire d'une économie nationale, l'auto-financement et la dotation en fonds propres des entreprises. Si l'apport extérieur de capitaux propres s'accompagne cependant d'*agency costs* élevés, l'évolution défavorable du rendement est presque automatiquement suivie d'un recul de la quote-part globale des capitaux propres.

En ce qui concerne l'explication du recul de la quote-part des capitaux propres dans les années soixante-dix, les coûts spécifiques à leur financement appuient aussi bien la thèse de « l'opinion dominante » que celle de ses détracteurs.

Les entreprises ont profité des privilèges fiscaux sur les capitaux empruntés. Elles se sont dirigées à tâtons vers une structure du capital où la proportion en capitaux propres était la plus basse possible, dans une conjoncture de hauts taux d'inflation. Il apparaît pourtant intempestif de rapporter le recul de la dotation globale en capitaux propres à un rendement en régression, et donc de conclure à un déficit en capitaux propres.

La « pensée dominante » peut, en revanche, renvoyer aux *agency costs* élevés du financement des capitaux propres, si elle envisage l'évolution défavorable du rendement, dans les années soixante-dix, comme un déterminant essentiel de la faiblesse global en capitaux propres.

*Coût des capitaux empruntés
(dépendant de la structure du capital)*

En ce qui concerne les coûts des capitaux empruntés (conditionnés par la structure du capital), les *agency costs* jouent, de la même façon, un rôle central. Ils ne se laissent déduire que si l'on abandonne le théorème de la séparation, c'est-à-dire si l'on suppose que les décisions d'investir sont prises en même temps (*voir après*) que celles du financement des investissements.

Le problème des relations entre bailleurs de fonds et manager repose également sur une externalité : puisque les bailleurs de fonds d'emprunts n'obtiennent pas de compensation (alors qu'au même moment, des bénéficiaires

importants sont accordés aux bailleurs de fonds propres), le management qui, dans ce modèle, est mis sur le même plan que les bailleurs de fonds propres, a une préférence pour les projets d'investissements trop risqués.

Ainsi, en cas de financement important par l'emprunt, de tels projets risqués seront préférés au détriment d'investissements sûrs.

Ces *agency costs*, fondés sur ce *risk-incentive problem*, sont essentiellement déterminés par le degré d'endettement.

Si la dotation en capitaux propres est importante, elle sert d'assurance aux projets d'investissements risqués. On n'exige pas alors du prêteur qu'il vérifie toutes les décisions du management. Il suffit pour lui de contrôler celles qui pourraient provoquer la faillite. Ainsi, les *agency costs* progressent dans le cas où la dotation en capitaux propres, appliquée aux risques d'une économie de prestations de services, se réduit trop.

L'emprunteur maintiendra donc des clauses restrictives dans le contrat de prêt, clauses qui conduisent à des frais de surveillance et à des coûts d'inflexibilité. Comme pour les *agency costs* des capitaux propres, il en découle une minoration du rendement de l'ensemble des capitaux, dégagé par le bilan de l'entreprise.

Les coûts d'insolvabilité figurent, en outre, au nombre des frais du financement par l'emprunt qui s'accroissent selon la progression du degré d'endettement. A ces coûts s'ajoutent les frais de procédure et tous ceux qui s'ensuivent lorsque les entreprises déposent leur bilan. Par exemple : conflits d'intérêts entre les divers groupes de créanciers et asymétrie de l'information entre créanciers et management.

Au coût net d'insolvabilité s'ajoutent aussi souvent des *near bankruptcy costs* : il est difficile, par principe, aux entreprises au bord de la faillite d'établir sur le long terme des relations contractuelles avec des ouvriers, des managers, des fournisseurs et des clients.

Puisque les emprunteurs anticipent de tels frais d'insolvabilité lors de la distribution de crédits, ils exigeront, si la dotation en capitaux propres est trop faible, une prime de risque supplémentaire sur l'intérêt du crédit.

A l'extrême, ils restreindront les crédits. Il est vrai que les droits de contrôle et les diverses mesures de sécurités n'offrent pas, en général, une protection complète contre le risque d'insolvabilité.

Ces deux attitudes ont des effets négatifs sur les investissements et la rentabilité des entreprises. Ceci est aussi valable pour l'ensemble de l'économie. Quand toutes les entreprises d'un pays sont concernées par un mauvais rendement bénéficiaire et une faible dotation en capitaux propres, les investisseurs risquent de ne pas obtenir, dans l'économie nationale concernée, la prime de risque exigée. Cela ne veut pourtant pas dire qu'il n'existe pas d'investissements alternatifs.

Dans une économie nationale ouverte, les investisseurs sont à tout moment

libres de placer leurs fonds ailleurs : dans des entreprises étrangères qui ont une meilleure dotation en capitaux propres, par exemple.

Si l'on veut vérifier empiriquement l'influence d'une dotation en capitaux propres décroissante sur les investissements dans une économie nationale, il est essentiel que les coûts du financement par l'emprunt (conditionnés par la structure du capital) n'aient pas de relations continues avec le degré d'endettement. Puisque, dans le cas de notre analyse, les capitaux propres servent en quelque sorte d'assurance pour les bailleurs de fonds d'emprunts, la réduction de la garantie de l'assurance ne sera significative que si cela aboutit à une assurance insuffisante.

En s'appuyant sur des modèles de simulation, l'on peut montrer que les risques d'insolvabilité — et, par conséquent, les *agency costs* également — n'augmentent que dans le cas où la quote-part des capitaux propres descend en dessous d'une certaine valeur seuil (qui est variable). Un recul de la quote-part des capitaux propres, reflet élémentaire de la réglementation fiscale, ne crée pas d'*agency costs* supplémentaires et ne pose donc pas de problèmes à l'ensemble de l'économie, si le risque d'insolvabilité reste faible.

Les coûts des capitaux empruntés, conditionnés par la structure du capital, permettent de confirmer « l'opinion dominante » tout autant que l'avis de ses détracteurs. Ces derniers peuvent renvoyer au fait que le recul de la quote-part globale des capitaux propres ne s'accompagne pas forcément d'un accroissement des *agency costs* et des frais d'insolvabilité ; par conséquent, il n'a pas de conséquences néfastes sur les investissements de l'économie nationale. Les détracteurs de « l'opinion dominante » peuvent en particulier s'appuyer sur le fait qu'il ne faut pas donner trop de poids aux problèmes de contrôle des *agency costs* et aux importants conflits d'intérêts concernant les coûts d'insolvabilité.

Comme l'explique une enquête de la BRI, il existe un lien étroit entre la quote-part des capitaux propres (très faible en Allemagne) et une série de facteurs spécifiques à l'Allemagne fédérale qui maintiennent à un niveau bas les *agency costs* des capitaux empruntés : les participations très importantes des banques dans les entreprises ; le droit de vote en dépôt ; la forte concentration de l'endettement des entreprises dans le secteur bancaire ; enfin, les nombreuses participations croisées des entreprises.

Les tenants de l'opinion minoritaire ne contestent pas, bien sûr, l'existence des *agency costs*. Mais ils n'y voient pas un problème en soi, puisque la quote-part réelle des capitaux propres représente toujours la structure du capital associé à des frais de capitaux minimum. D'après cette structure du capital, les frais fiscaux et les *agency costs* d'un financement supplémentaire par des capitaux propres correspondent exactement aux *agency costs* d'un financement supplémentaire par des capitaux empruntés.

Selon Kübler et Schmidt : « Les bailleurs de fonds et les emprunteurs

choisissent les hauts degrés d'endettement, parce qu'ils les trouvent utiles. Réciproquement, le fait qu'ils les choisissent permet de supposer qu'ils trouvent les niveaux d'endettement élevés plus intéressants que d'autres structures possibles du capital. »

La théorie de « l'opinion dominante » oppose à cette argumentation micro-économique qu'un tel calcul d'optimisation n'est valable que s'il est équilibré.

Des chocs exogènes, liés à une soudaine (et donc non anticipée) augmentation des risques globaux, peuvent conduire au fait qu'une dotation en capitaux propres déterminée se révèle, au moins temporairement, trop faible. En témoignent les risques d'investissement, beaucoup plus élevés dans les années soixante-dix que dans les années soixante (crise pétrolière, forte instabilité sur le marché des changes ; volatilité des taux d'intérêt). Autre indice statistique : l'écart-type des taux de croissance annuels a augmenté, à l'époque, par rapport à celui des années soixante.

Une quote-part globale des capitaux propres, à l'origine optimale, peut se révéler être un déficit en capitaux propres, qui devra être comblé par des fonds propres supplémentaires. Un tel manque de capitaux propres ne pourrait jamais être, dans ces conditions, un phénomène durable, mais seulement un problème d'adaptation.

Pour la théorie de « l'opinion dominante », il importe maintenant de savoir à quelle vitesse s'effectue le processus d'adaptation à un nouvel équilibre, et s'il intervient sans friction. Si l'on peut parler des *agency costs* des capitaux propres décrits ici, le déficit en capitaux propres ne pourra être comblé par les sociétés de personnes et les commerçants que grâce à leurs propres fonds.

A propos de la coïncidence, caractéristique du début des années quatre-vingt, entre des risques plus élevés et un rendement bénéficiaire défavorable, on peut certainement penser que les entreprises ont dû opérer, plus longtemps que prévu, avec un niveau d'endettement trop élevé.

Par ailleurs, une structure du capital est conservée temporairement, bien qu'elle soit en dessous de l'optimum. Au-delà des primes de risque sur l'intérêt, des restrictions de crédits et des *agency costs* plus élevés, cela peut conduire à entraver les investissements et le rendement de l'ensemble des capitaux dans les entreprises.

Une structure de financement défavorable pourrait donc se révéler comme un élément qui renforcerait les faiblesses de la croissance globale.

Deuxième pilier de l'argumentation de « l'opinion dominante » : les privilèges fiscaux accordés aux capitaux empruntés.

La dotation en capitaux propres est plus faible ici que dans le cas où le système fiscal est neutre par rapport au financement. Les *agency costs* et les coûts d'insolvabilité pour les capitaux empruntés sont trop élevés et ont,

clairement, des effets néfastes sur la capacité à investir des entreprises. Dans ce cas, le diagnostic d'un déficit en capitaux propres se défend sans réserve.

L'observation empirique

Il est à peu près impossible de quantifier une quote-part de capitaux propres optimales pour l'ensemble de l'économie. Cela ne veut pas dire pour autant, comme l'ont suggéré beaucoup de défenseur de « l'opinion minoritaire », que la dotation réelle en fonds propres est toujours optimale.

En ce qui concerne le lien entre le rendement bénéficiaire et la dotation en fonds propres : on peut observer, après l'impressionnant parallélisme du coefficient de rendement du chiffre d'affaires (après impôts) et de la quote-part des capitaux propres (qui a existé jusqu'en 1984), une séparation très nette des deux courbes au cours des dernières années.

Bien que le rendement bénéficiaire se soit à nouveau considérablement amélioré, la quote-part des capitaux propres en 1990 n'est supérieure que de très peu à sa valeur minimum.

Dans la mesure où un rendement bénéficiaire défavorable et des risques croissants ont conduit à l'apparition d'un déficit temporaire en capitaux propres, la persistance à ce niveau de la quote-part des capitaux propres indique soit que ce déficit n'est pas trop important, soit que les risques ont à nouveau disparu.

Alors que l'on peut observer un parallélisme temporaire entre le rendement bénéficiaire et la dotation en capitaux propres, la confrontation de l'évolution des investissements (mesurée ici comme la part des investissements d'équipement réels dans le PNB réel) et de la dotation en capitaux propres ne montre aucune régularité, au fur et à mesure que le temps s'écoule.

Le même résultat ressort lorsque l'on estime économétriquement la fonction d'investissement et que l'on prend la dotation en capitaux propres comme variable explicative supplémentaire. Son influence ne se révèle pas significative.

Si l'on se réfère à l'analyse théorique envisageant les capitaux propres comme une assurance contre les cas d'insolvabilité, un tel lien sur longue période entre les transformations des deux variables est assez inattendu.

Pour étayer « l'opinion dominante », il convient enfin de procéder à une analyse transversale des données de la Bundesbank.

La période 1981-1984 est caractérisée par une influence très nette de la quote-part des fonds propres sur les investissements. Dans les entreprises aux fonds propres inchangés ou en régression, le montant de l'apport en nature a décliné d'environ 2 % par an.

La quote-part moyenne des capitaux propres ne s'élève ici qu'à 11,5 %. En revanche, il y a des entreprises qui, avec des fonds propres décroissants et

une quote-part des capitaux propres de 25,7 %, connaissent une augmentation du montant des apports en nature de 2,8 %.

De tels écarts par rapport à la tendance n'éclairent que peu sur le changement de rapport entre la quote-part moyenne de capitaux propres et les investissements. Pour certains, l'évolution de la quote-part des capitaux propres est très fortement déterminée, dans ces calculs, par le rendement bénéficiaire. Par conséquent, aucune influence autonome de la dotation en capitaux propres ne peut être prouvée.

Pour d'autres, il faudrait atteindre le passage, en dessous d'une valeur critique, de la dotation globale en capitaux propres : cela pourrait avoir des effets distincts sur la quote-part globale des investissements.

Les investissements ont chuté plus fortement pendant les récessions de 1967 et de 1974-1975 que pendant les années de récession 1981-1982, bien que la quote-part des capitaux propres ait été plus faible au cours de cette dernière phase dépressive.

L'influence du système fiscal et les implications globales d'une trop faible quote-part des capitaux propres ne sont pas vérifiables empiriquement. En effet, rien de fondamental n'a changé pour ces facteurs d'influence au cours de la période globale d'observation.

A ce stade, on ne peut donc pas réfuter de façon empirique « l'opinion dominante ».

61

FONCTION D'INVESTISSEMENT MACRO-ÉCONOMIQUE POUR LA PÉRIODE ALLANT DE 1965 À 1987
(VARIABLE DÉPENDANTE : VALEUR LOGARITHMIQUE DES INVESTISSEMENTS RÉELS D'ÉQUIPEMENT)

Variable	Coefficient	Erreur-type	Valeur-t
Constante	1,980	2,529	- 0,783
PNB réel	0,807	0,247	3,274
Equipements (t - 1)	0,793	0,159	5,003
Equipements (t - 2)	0,516	0,147	- 3,512
Relation profit recette	0,027	0,014	1,902
Quote-part des capitaux propres	- 188	0,305	0,618

R ²	0,969
R ² (ajouté)	0,960
Erreur-type	0,042
Durbin-Watson	2,264