

LES IMPERFECTIONS DU MARCHÉ DU CRÉDIT ET LEUR INFLUENCE SUR L'INVESTISSEMENT DES ENTREPRISES

QUELQUES RÉSULTATS EMPIRIQUES
SUR DONNÉES FRANÇAISES RÉCENTES¹

LAURENCE BLOCH * ET BENOIT COEURE **

L'analyse du dernier cycle dans les pays industrialisés a souvent mis l'accent sur l'influence des facteurs financiers, et particulièrement des modalités d'accès au crédit, sur les décisions réelles des agents. Au delà de l'évolution générale du coût de financement (niveau des taux d'intérêt et des rendements boursiers), le mode de fonctionnement même de la sphère financière affecte les fluctuations macro-économiques qu'il peut amplifier et rendre plus durables.

L'information imparfaite des institutions financières sur la gestion des entreprises et sur le risque associé aux projets d'investissement, l'absence de liens de longue date entre les entreprises et les banques sont autant de sources d'imperfection du marché du crédit. De ce fait, certains investissements, même profitables, ne peuvent être financés. Les sommes empruntables par les entreprises pour financer l'investissement productif dépendent de leur richesse (disponibilités financières initiales, profits futurs espérés) ; en outre, le coût du crédit intègre les coûts d'agence encourus par les prêteurs (coûts liés à la mise en place d'audits et aux primes associées à l'incertitude sur le risque des projets).

Ce phénomène est à l'origine d'une amplification financière du cycle réel à travers le double statut de l'investissement, composante de la demande et moteur de l'offre.

195

* Chef de la division «Marchés et Stratégies d'Entreprise» - INSEE

** Division «Croissance et Politiques Macroéconomiques» - INSEE

¹ A partir de l'intervention orale de L. BLOCH à la table ronde sur le financement des entreprises en France ; XI Journées Internationales d'Economie Monétaire et Bancaire - Nice, 9 et 10 Juin 1994. Cet article s'appuie largement sur L. BLOCH, B. COEURE, 1994, «L'investissement des entreprises dans le cycle et les imperfections du marché du crédit», note INSEE n°70/G230 et 86/G221 préparée pour le dossier Cycles de la Commission des Comptes de la Nation de Juin 1994.

En France, l'investissement des entreprises a ralenti puis reculé, de la mi-89 et jusqu'à la fin de l'année 1993, de façon plus prononcée et plus durable que lors des ralentissements précédents. Un premier élément explicatif de cette baisse de l'investissement a certainement été la moindre progression des débouchés des entreprises : le repli de la demande extérieure à la suite du ralentissement observé dans les pays anglo-saxons et en Allemagne s'est accompagné d'une baisse de la demande intérieure après la crise du Golfe. On peut invoquer aussi la profitabilité de l'investissement (comparaison du rendement anticipé du capital au taux d'intérêt réel) qui a présenté une certaine tendance à la baisse durant ces années. Néanmoins, les différents faits stylisés et les tests empiriques sur données récentes présentés ici apportent une certaine confirmation à l'influence passée des contraintes financières et mettent en évidence dans quelle mesure certaines catégories d'entreprises (de petite taille et ou ne distribuant pas de dividendes) ont été et paraissent encore soumises aux imperfections du marché du crédit.

Dans un premier temps (partie 1), on résume brièvement les principaux enseignements de la littérature théorique en ce qui concerne l'investissement dans le cycle : les imperfections du marché du crédit, leur influence sur la réalisation des projets d'investissements et le mécanisme d'amplification financière du cycle réel qui en découle. Puis (partie 2), on présente les implications testables de ces modèles théoriques et on en confronte certaines aux données françaises.

196

1. Principaux enseignements de la littérature théorique sur les imperfections du marché du crédit

A la fin des années 80 s'est développée une large littérature théorique repensant l'influence des contraintes de financement sur les comportements des agents et leur rôle dans les fluctuations macro-économiques. Elle met l'accent sur les «imperfections» du marché du crédit, qui résultent de l'information asymétrique des emprunteurs et des prêteurs. Ces problèmes d'information peuvent prendre diverses formes : les gestionnaires disposent d'une information privilégiée sur les rendements anticipés de leurs projets d'investissement (Bernanke et Gertler, 1989), sur les risques associés à ces projets (Calomiris et Hubbard, 1987) ; ou encore les gestionnaires ont seuls connaissance de l'usage qu'ils font des sommes empruntées pour financer un projet d'investissement précis, et leur mode de gestion peut différer de celui préconisé par les banques (Gertler et Hubbard, 1988). Le gestionnaire peut en effet préférer une allocation des fonds qui n'est en fait pas optimale pour l'entreprise, privilégiant par exemple la croissance de court terme pour des raisons d'affichage de résultats.

Comme les prêteurs n'ont pas la capacité de contrôler complètement les comportements des emprunteurs, ils réagissent par un rationnement quantitatif des crédits distribués ou en mettant en place des contrats de prêts incitatifs (discriminant par le coût du crédit, mais aussi par la taille du prêt et les garanties en cas de défaut), ainsi que des procédures coûteuses de vérification de la politique interne de l'entreprise. Cette analyse doit bien sûr être tempérée lorsqu'on introduit la possibilité de contrats répétés, car dans ce cas la crédibilité de l'entreprise aux yeux des banques peut, à chaque période, être remise en cause : les entreprises «mûres», qui bénéficient de relations de confiance avec les banques, sont alors moins sujettes à contraintes (voir les revues de littérature de Jaffee et Stiglitz, 1990, et d'Artus, 1993 ; voir aussi Stiglitz et Weiss, 1983).

Dans le modèle néo-classique en l'absence de contraintes de débouchements, lorsqu'il n'y a ni distorsion fiscale, ni asymétrie d'information entre le prêteur et l'emprunteur et quand il n'est pas possible pour le gestionnaire de «mal» allouer les sommes empruntées, il y a complète séparation des décisions réelles et financières des firmes : il est indifférent de se financer par endettement, par rétention sur les profits ou par émission d'actions (résultat de Modigliani et Miller). Ni la structure de financement de la firme, ni le type de contrat de prêt proposé par la banque : somme empruntée, montant du remboursement en cas de succès du projet, montant de la garantie en cas d'échec, n'influencent la décision d'investissement physique. Ce dernier est uniquement déterminé par l'égalité du profit marginal et du coût marginal.

En revanche, lorsqu'il y a asymétrie d'information, l'intérêt de la banque est de proposer un contrat de prêt qui incite le gestionnaire à ne pas entreprendre d'autres projets que ceux pour lesquels les prêts sont consentis ; on parle de contrainte d'incitation de l'emprunteur. L'investissement optimal est alors inférieur à celui obtenu dans le cas précédent et dépend positivement de la richesse interne de l'entreprise (disponibilités financières initiales et profits futurs espérés) ; cet effet s'accroissant avec le degré d'imperfection du marché du crédit.

Une augmentation de la richesse interne de l'entreprise permet à celle-ci d'accroître son engagement propre dans les projets, signale aux prêteurs la solvabilité future de l'entreprise et sert de garantie aux prêts ; elle réduit aussi l'intérêt du gestionnaire à orienter les sommes disponibles vers des projets non observables. Le risque moral est alors plus faible et les coûts d'agence encourus pour financer l'entreprise sont moins élevés. Le prêteur est disposé à prêter plus, ce qui stimule l'investissement (voir Gertler et Hubbard, 1988).

Cette théorie permet ainsi de justifier l'influence des contraintes financières sur l'investissement productif, non plus, comme on le fait tradition-

nellement, par des objectifs de gestion financière internes à l'entreprise (norme d'endettement...), mais par le fonctionnement même du marché et l'existence d'intermédiaires financiers.

Ce phénomène est à l'origine d'une amplification financière du cycle réel : dans le cas d'un choc transitoire négatif, par exemple un choc de productivité qui diminue la production à une date donnée pour une capacité productive donnée, les profits des entreprises se contractent, limitant les possibilités d'emprunt. L'investissement productif réalisable devient contraint par les financements disponibles, ce qui réduit durablement la production. Cet effet est asymétrique, car la proportion d'entreprises contraintes est plus grande en période de récession qu'en période d'expansion (voir Bernanke et Gertler, 1989).

Cette analyse s'applique d'abord aux chocs de productivité, mais également à tout choc redistributif des emprunteurs vers les prêteurs, comme une baisse non anticipée des prix (c'est l'amorce du mécanisme de déflation par la dette décrit par Fisher) ou une hausse exogène du taux d'intérêt.

2. Les tests empiriques des modèles d'investissement «avec facteurs financiers»

198

2.1. Implications testables

1) Toutes choses égales par ailleurs, et en particulier en laissant constant tout ce qui rend compte des opportunités d'investissement, comme la profitabilité des projets ou la demande perçue sur les marchés, les différences de niveaux d'investissement entre entreprises s'expliquent par le degré d'imperfection du marché du crédit et par les différences de richesse interne.

Quelles sont les entreprises a priori les plus soumises aux imperfections du marché du crédit ?

Selon différents auteurs (Fazzari et alii, 1988, Gertler, 1988, Gertler et Hubbard, 1988,...), les entreprises les plus susceptibles d'être contraintes dans leurs financements externes sont de petite taille, jeunes, ou encore distribuant peu de dividendes.

Les entreprises jeunes ont en effet eu peu de temps pour se faire connaître auprès des prêteurs et établir des relations de confiance avec ces derniers. A l'opposé, les entreprises de grande taille ont généralement déjà atteint une certaine maturité, ce qui facilite pour les prêteurs des économies d'échelle dans la recherche de l'information : leurs comptes sont nécessairement publiés et des audits ont déjà eu lieu.

Le critère de distribution de dividendes est assez intuitif. Les entreprises

préfèrent financer leur investissement largement par rétention sur les profits lorsque le coût de l'endettement est supérieur à celui des fonds propres, ce qui révèle l'existence de coûts d'agence associés au contrat d'emprunt. Elles ne distribuent alors pas ou peu de dividendes. Ce critère apparaît fortement relié à celui de la taille.

Quelle mesure de la richesse interne de l'entreprise ?

On approxime généralement la richesse interne de la firme, c'est-à-dire à la fois ses disponibilités financières initiales, et ses perspectives de profits futurs, par son cash-flow courant. Cette variable de flux est contestable car les sommes mobilisables en cas de défaillance sont bien les stocks disponibles, mais a l'avantage d'être un indicateur, aisé à mesurer, du revenu permanent de l'entreprise.

2) Parmi les entreprises, les modes de financement de l'investissement varient en fonction des différences de coûts associés aux divers financements (internes et externes).

3) L'effet de la richesse interne de l'entreprise sur l'investissement est asymétrique, plus élevé en période de récession que d'expansion.

2.2. Différences d'accès au marché du crédit et investissement : faits stylisés sur données françaises

1) La distribution de crédit aux entreprises

Une montée du risque de crédit-PME

La montée du risque de crédit, particulièrement pour les PME et certains secteurs (professionnels de l'immobilier, commerce,...), accompagnée d'une poursuite de la progression des défaillances d'entreprises (augmentation de 9 à 13 % au cours des trois dernières années), s'est traduite de la part des établissements financiers par un effort massif de provisionnement en 1992 poursuivi au cours de l'année 1993 : après une augmentation de 70 % en 1992, les dotations nettes aux provisions se sont encore accrues de 17 % en 1993 (voir tableau 1).

Diminution des crédits distribués et écart croissant du coût du crédit entre petites et grandes entreprises

En 1993, dans un contexte de récession, le ralentissement de l'activité de crédit s'est confirmé : les encours de crédits distribués aux entreprises ont diminué, après avoir ralenti en 1992. Le coût du crédit aux entreprises a baissé, répercutant la baisse du taux du marché monétaire, mais l'écart entre PME et grandes entreprises s'est accru. Alors que le coût du crédit pour les PME et les grandes entreprises est historiquement presque identique sur les échéances de moyen terme, mais toujours plus élevé d'un

Tableau 1 :
La montée du risque de crédit dans les établissements de crédit

	1988	1989	1990	1991	1992
Dotations nettes aux provisions d'exploitation (Mds de F.)	33,3	47,9	60,0	64,4	110,2
Dotations nettes aux provisions d'exploitation sur total du compte de résultat (%)	2,96	3,09	3,23	3,13	4,81
Créances irrécupérables non provisionnés (Mds de F.)	2,6	3,0	4,5	4,3	6,5

Source : Commission Bancaire

point en moyenne pour les PME sur les échéances de court terme, un écart sur les crédits à moyen et long terme est apparu en 1993 et s'accroît en juin 1994 pour le moyen terme. Il semble en revanche se résorber pour le long terme selon l'enquête de l'INSEE sur la trésorerie des entreprises industrielles. En outre, l'écart sur les crédits à court terme s'est agrandi, atteignant un record historique de 2,5 points à la fin 1993 qui persiste en Juin 1994 (voir graphique 1). De même, la dispersion du coût du crédit à court terme au sein des PME s'est accrue pour les crédits à court terme.

200

2) L'investissement des entreprises

Les entreprises a priori les plus contraintes ont moins investi en niveau

Suivant l'exemple d'études empiriques menées sur données américaines (Fazzari et alii, 1988 ; Gertler et Hubbard, 1988), on procède ici, à partir du fichier SUSE de l'INSEE sur la période 1984-1991, à deux types de classifications pour distinguer les entreprises susceptibles d'être contraintes : selon la taille d'une part, selon le comportement de distribution de dividendes d'autre part.

Les entreprises de petite taille ou à faible taux de distribution des dividendes, sont bien les plus endettées et ont les taux d'investissement les plus faibles (voir tableaux 2a et 2b). Une variabilité temporelle plus importante de l'investissement apparaît pour la classe de firmes ne distribuant pas de dividendes ; elle peut être mise en relation, pour cette classe de firmes, avec une forte variabilité de la richesse interne mesurée par la marge d'autofinancement, ce qui pourrait conforter le rôle des imperfections du marché du crédit (voir tableau 3a).

Définition des classes selon le comportement de distribution de dividendes

Type 0	33 %	«ne distribuent jamais de dividendes»
Type 1	55 %	«distribuent des dividendes au moins une année»
Type 2	12 %	«distribuent des dividendes tous les ans»

Tableau 2a : *Classes par comportement de distribution de dividendes*
Médiane (écart inter-quartiles)

Classe	Type 0	Type 1	Type 2	Ensemble
Proportion	32,8 %	54,9 %	12,2 %	100 %
Marge d'auto-financement	7,6 (11,8)	12,5 (12,7)	18,2 (14,0)	11,6 (13,4)
Taux d'endettement	81,4 (20,0)	74,0 (21,6)	67,6 (26,6)	75,8 (22,5)
Taux d'investissement	6,4 (10,1)	7,4 (10,1)	8,7 (10,1)	7,2 (10,1)
Taux de distribution	0,0 (0,0)	1,7 (20,1)	17,5 (27,5)	0 (13,9)

201

Source : SUSE-Insee

Tableau 2b :
Classes par taille - Médiane (écart inter-quartiles)

Effectifs	20-49	50-99	100-199	200-499	> 500	Ensemble
Proportion	22,2 %	19,3 %	12,2 %	18,7 %	27,6 %	100 %
Marge d'autofinancement	9,4 (11,8)	11,0 (12,8)	11,1 (12,8)	12,9 (13,6)	13,3 (14,5)	11,6 (13,4)
Taux d'endettement	78,5 (22,5)	78,6 (22,6)	76,6 (22,2)	75,2 (21,0)	71,7 (21,8)	75,8 (22,5)
Taux d'investissement	4,9 (8,5)	6,0 (8,8)	6,7 (9,0)	8,2 (10,2)	9,9 (10,6)	7,2 (10,1)
Taux de distribution	0,0 (0,0)	0,0 (10,0)	0,0 (14,6)	0,0 (15,9)	0,0 (19,2)	0 (13,9)

Tableau 3a :
*Ecart-type de la marge d'autofinancement et du taux d'investissement
 suivant le comportement de versement de dividendes*

Classe	Type 0	Type 1	Type 2	Ensemble
Marge d'autofinancement	9,3	6,8	4,8	7,4
Taux d'investissement	8,1	6,5	7,3	7,1

Champ : panel issu des données BIC, 1984-1991, hors secteurs U01, U11-U14 et GEN

Définitions : *marge d'autofinancement = capacité de financement/VA*

taux d'investissement = investissement/VA

taux d'endettement = dettes totales/ fonds propres

taux de distribution = dividendes/capacité de financement

202

Par ailleurs, la hausse du taux d'investissement durant les années d'expansion 1986-1989 a été moindre pour les petites entreprises que pour les grandes (voir graphique 2). Par la suite, le repli de l'investissement a affecté plus tardivement les grandes entreprises et la baisse de l'investissement productif dans l'industrie a été nettement plus importante en 1992 et 1993 pour les petites entreprises. Enfin, selon l'enquête investissement, la reprise de l'investissement productif dans l'industrie attendue pour 1994 concernerait essentiellement les grandes entreprises.

La proportion d'industriels qui s'estiment contraints, par l'octroi de crédits ou par l'autofinancement, ne diminue pas

Les industriels interrogés dans l'enquête investissement de l'INSEE donnent leur opinion une fois par an (en automne) sur l'influence des différents facteurs économiques et financiers sur leurs décisions d'investissement. Le pourcentage d'entreprises qui s'estiment contraintes uniquement par les conditions de financement au sens strict (octroi de crédits) est resté pratiquement constant durant les années 1991-1993 ; ce pourcentage étant plus élevé pour les entreprises de moins de 500 salariés que pour les autres, particulièrement en 1993. Par ailleurs, la proportion d'entreprises contraintes uniquement par l'autofinancement augmente en 1993, et ceci pour les entreprises de moins de 500 salariés. Enfin, ce sont les entreprises soumises en 1993 à la seule contrainte de conditions de financement qui sont les plus pessimistes sur les évolutions futures de l'investissement (voir Rosenwald, 1994).

2.3 L'influence de la richesse de l'entreprise sur l'investissement : tests économétriques

On teste l'influence de la richesse de l'entreprise sur l'investissement, simplement en introduisant un terme relatif à la richesse interne mesurée par le cash-flow dans une équation d'investissement traditionnelle. On y résume les opportunités d'investissement par un déterminant non contraint, pris égal au q de Tobin. Une autre approche consisterait à estimer l'équation d'Euler, équation d'optimalité instantanée de la décision d'investissement ; celle-ci ne s'exprime qu'en fonction des variables observables et ne nécessite pas la construction au préalable d'une mesure du q de Tobin (voir par exemple, pour les Etats-Unis Hubbard, Kashyap et Whited, 1993 ; pour le Royaume-Uni Bond et Meghir, 1993 ; pour le Japon Hashi, Kashyap et Scharfstein, 1991 ; et pour la France Bretel et alii, 1991).

On suit ici la démarche, adoptée par exemple aux Etats-Unis sur données de panel (Fazzari et alii ; Gertler et Hubbard, 1988), qui distingue *a priori* des classes d'entreprises selon leur degré de soumission aux imperfections du marché du crédit et teste l'asymétrie de l'effet de richesse interne en période de récession et de reprise. Dans ces travaux, les estimations économétriques ont effectivement montré que l'effet du q de Tobin de marché (défini comme le rapport de la valeur de marché de l'entreprise à son stock de capital physique valorisé au coût de remplacement) augmente avec le taux de distribution de dividendes, que celui de la richesse interne diminue avec le taux de distribution de dividendes, et que l'effet de la richesse interne est plus important en période de récession que d'expansion. On utilise néanmoins ici, pour la France, des données trimestrielles agrégées, ce qui ne permet pas d'estimer l'influence de la richesse sur l'investissement selon le caractère *a priori* contraint ou non des entreprises, mais permet d'apprécier son évolution au cours du temps.

L'estimation du modèle, reliant le taux d'investissement des entreprises à une mesure du q de Tobin marginal (somme des profits futurs marginaux anticipés) et au taux de profit, indicateur de la richesse de l'entreprise, met bien en évidence une relation de long terme entre ces variables sur la période 1968-1993, dans laquelle le taux de profit apparaît du signe attendu. Cependant, une estimation récursive, c'est-à-dire qui augmente progressivement l'intervalle d'estimation à partir du début de la période, montre que le coefficient du taux de profit est instable : il augmente quelque peu à la fin des années 70 pour diminuer fortement à partir de 1984 et, semble-t-il, remonter à nouveau à partir de la mi-1989.

L'estimation de la même équation en supposant *les coefficients variables* montre que :

- L'influence de la variable de profit diminue continûment à partir de 1984 alors que le rôle de la profitabilité interne q se renforce. Cette

évolution apparaît compatible avec l'apparition progressive sur cette période d'une structure de financement plus tournée vers le marché, allégeant la contrainte de financement : moindre recours à l'endettement, multiplication des instruments financiers accessibles aux entreprises.

- Le poids des profits est globalement en opposition de phase avec le cycle de l'activité. Ainsi il s'accroît très sensiblement sur la période 1989-1992 pour décroître à nouveau en fin de période.

Ces résultats sont compatibles pour les années 1970-80 avec les études traditionnelles des déterminants de l'investissement, en particulier avec l'évolution de la contrainte de profit dans les modèles accélérateur-profit (voir par exemple Artus et Muet (1986) dans un modèle à plusieurs régimes, Glachant et Nivet (1989) dans un modèle à coefficients variables). Enfin, l'évolution du poids de la variable de profits sur la fin de la période tend à suggérer un durcissement de la contrainte de financement sur la période 1989-1992.

RÉFÉRENCES BIBLIOGRAPHIQUES

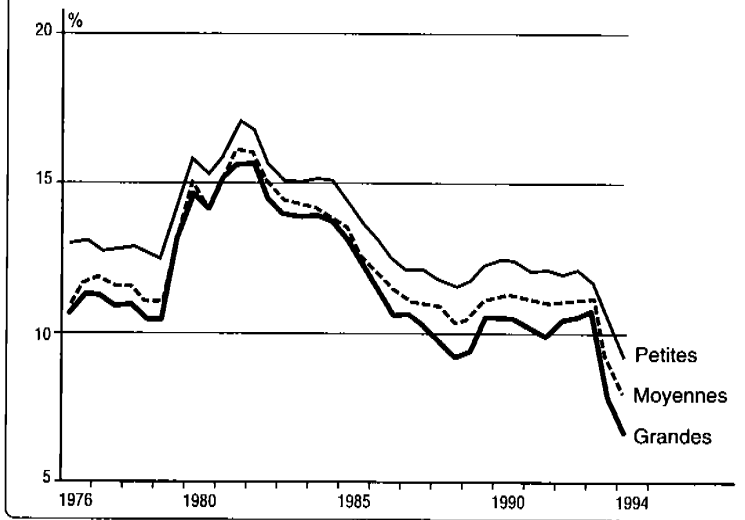
204

- ARTUS P., 1993, «Crises financières et cycle réel : le rôle des imperfections des marchés du crédit», *Revue d'Economie Financière* n°26, pp 89-107.
- ARTUS P., MUET P.-A., 1986, *Investissement et emploi*, Economica.
- BERNANKE B., GERTLER M., 1989, «Agency Costs, Net Worth and Business Fluctuations», *American Economic Review*, vol 79 n°1, pp.14-31.
- BLANCHARD O. ET FISCHER S., 1989, «Financial Markets and Credit Rationing» in *Lectures on Macroeconomics*, chap.9, MIT Press.
- BLOCH L., COEURÉ B., 1994, «L'investissement des entreprises dans le cycle et les imperfections du marché du crédit», *note INSEE n°86/G221-n°70/G230*.
- BLOCH L., COEURÉ B., 1994, «Profitabilité, investissement des entreprises et chocs financiers», *Economie et Statistique* 268-269.
- BOND S., MEGHIR C., 1994, «Dynamic Investment Models and the Firm's Financial Policy», *Review of Economic Studies*, 61, pp 197-222.
- BRETEL B. ET ALI, 1991, «L'investissement a-t-il subi une contrainte de financement au cours des années 1980 ?», Document de travail, Direction de la Prévision.
- CALOMIRIS C., HUBBARD R.G., 1990, «Firm Heterogeneity, Internal Finance and Credit Rationing», *Economic Journal*, 100, pp.90-104.
- CREPON B., ZAIDMAN C., 1991, «L'amélioration de la situation financière des entreprises explique pour moitié le regain de l'investissement», *INSEE Première* 126.
- FAZZARI S., HUBBARD R.G., PETERSEN B., 1988, «Financing Constraints and Corporate Investment», *Brookings Papers on Economic Activity* 1, pp.141-206.
- GERTLER M., 1988, «Financial Structure and Aggregate Economic Activity : An Overview», *Journal of Money, Credit and Banking*, 20-3, pp.559-588.
- GERTLER M., 1992, «Financial Capacity and Output Fluctuations in an Economy With Multi-period Financial Relationships», *Review of Economic Studies*, 59, pp 455-472.

- GERTLER M., HUBBARD R.G., 1988, «Financial Factors in Business Fluctuations», dans Financial Market and Volatility (The Federal Reserve Bank of Kansas City), pp.33-78.
- GLACHANT J., J.F. NIVET, 1989, «Deux études macroéconomiques de l'investissement», *Economie et Prévision* 88-89, pp.25-40.
- GREENWALD B., STIGLITZ J., 1993, «Financial Market Imperfections and Business Cycles», The *Quarterly Journal of Economics*, Février 1993, pp 77-114.
- HOSHI T., KASHYAP A., SCHARFSTEIN D., 1991, «Corporate Structure, Liquidity and Investment : Evidence From Japanese Industrial Groups», *Quarterly Journal of Economics*, February.
- HUBBARD R.G., KASHYAP A., WHITED J., 1993, «Internal Finance and Firm Investment», Working Paper n°4392, NBER.
- JAFFEE D., STIGLITZ J., 1990, «Credit Rationing», *Handbook of Monetary Economics, Volume II*, edited by B.M. Friedman and F. Hahn, chap. 16, pp 838-888.
- JAILLARD P., 1993, «Le coût du crédit aux entreprises : une gestion plus rationnelle du risque», *Economie et Statistique* n°268-269, pp 77-86.
- Revue d'Economie financière* n°26, Automne 1993.
- ROSENWALD F., 1994, «Les facteurs pesant sur les décisions d'investissement des industriels français», *note INSEE* n°93/G121.
- STIGLITZ J., WEISS A., 1983, «Incentive Effects of Termination : Applications to the Credit and Labor Markets», *American Economic Review* 73, pp 912-927.

Graphique 1

Les taux de découverts de caisse selon la taille de l'entreprise

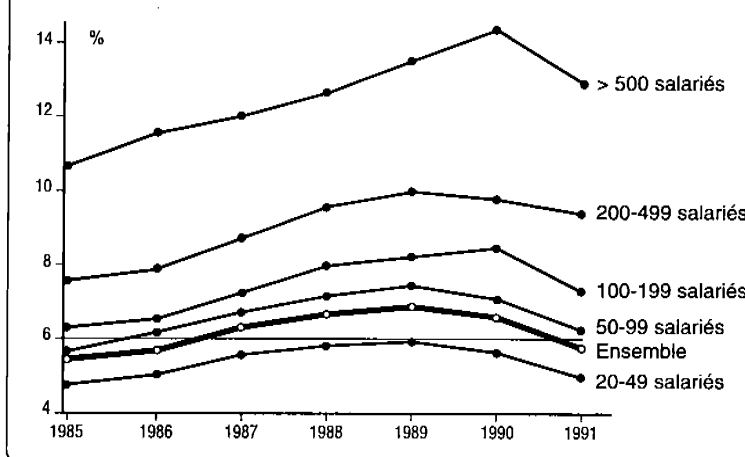


206

Source : Enquête trésorerie des entreprises industrielles, INSEE

Graphique 2

**Le taux d'investissement des entreprises
(médiane par classe de taille)**



Source : SUSE, INSEE