

Les déterminants objectifs de l'endettement en contexte de rationnement du crédit : une étude empirique dans les PME camerounaises

**Romain FOGO PAWO, Docteur en Sciences de Gestion,
Université de Dschang (Cameroun).
fogopawo@yahoo.fr**

Résumé : L'objet de cette recherche est d'expliquer les déterminants objectifs de l'endettement des PME. Pour ce faire nous avons constitué un échantillon cylindré de 150 PME, observées de 2010 à 2014 issue de la base de données de l'INS du Cameroun et les régressions de MCG sur les modèles définis par la Dette Totale et Dette à Court Terme d'une part et l'estimateur within sur le modèle Dette à Long Terme d'autre part ont été appliqués. Les résultats montrent qu'en contexte de rationnement de crédit, l'accroissement de l'autofinancement amenuise le niveau d'endettement des PME. L'augmentation d'actif liquide diminue l'endettement total et Court Terme et favorise l'endettement à Long Terme. Il existe, une relation de complémentarité entre les crédits fournisseurs, l'endettement à Court Terme et total et de substitution avec l'endettement Long Terme.

Mots-clé : PME, endettement, rationnement, crédit.

The objective determinants of debt in the context of credit rationing: an empirical study in Cameroonian SMEs

Abstract: The purpose of this research is to explain the objective determinants of SME debt. We constituted a cylinder sample of 150 SMEs, observed from 2010 to 2014 from the Cameroonian INS database and the MCG regressions on the models defined by the Total Debt and Short-Term Debt of on the one hand and the within estimator on the Long-Term Debt model on the other by were applied. The results show that in the context of credit rationing, the increase in self-financing reduces the debt level of SMEs. The increase in liquid assets decreases total and short-term debt and promotes long-term debt. There is a relationship of complementarities between supplier credits, short-term and total debt and of substitution with long-term debt.

Keywords: SMEs, indebtedness, rationing, credit.

Introduction

Toute entreprise, pour ses besoins d'investissements, peut recourir à plusieurs modes de financement dont l'autofinancement, les fonds apportés par les associés, les financements interentreprises, les crédits bancaires et les marchés financiers. De ce fait, dans un environnement où le marché financier est encore embryonnaire, les entreprises recourent davantage au crédit bancaire considéré comme meilleure source de financement externe. Cependant, les PME rencontrent des difficultés importantes pour l'obtention du crédit bancaire. En effet, les études d'Aryeetey (1998); FMI (2004); Africapractice (2005) estiment que, 80% à 90% des PME d'Afrique Subsaharienne rencontrent des difficultés pour l'obtention du crédit bancaire. En Afrique en général et Centrale en particulier, la COBAC (2010), relève plus de 44% des PME de la sous-région CEMAC¹ ayant accès pénible au crédit car, les montants à leurs destination oscillent entre 9% et 20%, contre 52% et 80% pour les grandes entités. Autrefois, la COBAC (2003), montrait qu'en 1993, le ratio de liquidité des banques dans la CEMAC était supérieur à 100% traduisant leurs surliquidités. Cette réticence des banques à accorder le crédit aux PME, est liée à l'incapacité pour certaines, de produire des informations comptables fiables, et à l'absence de documents comptables pour d'autres. Par ailleurs, L'OCDE (2006), affirme que les PME représentent 95% à 99% de la population des entreprises et assurent 60 à 70% de la création d'emplois. De ce fait, leur financement est primordial pour le développement de l'économie. Cependant, on observe dans l'environnement, un rationnement de crédit vers la PME à cause de l'asymétrie d'information (Ndjanyou, 2001). Néanmoins, Feudjo et Tchankam (2012), trouvent dans cet environnement, des entreprises surendettées ou à structures financières sinistrées, qui obtiennent de nouveaux crédits. L'objet de cette recherche est de comprendre et expliquer les déterminants objectifs de l'endettement des PME. De ce fait, nous voulons montrer comment les déterminants traditionnels des PME expliquent leurs types d'endettement dans un environnement hostile à l'octroi du crédit ? Malgré l'ancienneté de cette problématique depuis les travaux de Miller et Modigliani (1958), elle demeure d'actualité car, Trahan et Gitman (1995) montrent que les théories financières en matière d'endettement sont très peu validées empiriquement.

1) La PME et l'endettement bancaire

La littérature met en évidence l'importance du crédit pour le financement des PME. Mais, le crédit est problématique dans sa mobilisation car, oppose les intérêts des dirigeants et créanciers. Dans ce cadre, la littérature souligne les relations de pouvoir entre l'entreprise et ses partenaires externes. Pfeffer et Salancik (1978), avancent que le pouvoir revient aux acteurs qui apportent les ressources au fonctionnement de l'organisation. Cependant, des imperfections informationnelles existent. Ceci entraîne le rationnement du crédit.

1-1) Le rationnement du crédit

La complexité du financement bancaire résulte du risque de non-paiement et des asymétries d'informations entre offreurs et demandeurs. De ce fait, les PME sont confrontées à un rationnement de crédits bancaires (Psillaki, 1995). En effet, le taux d'intérêt imposé par les banques pour maximiser leurs profits entraîne une demande de fonds résiduelle non satisfaite. À l'équilibre des marchés du crédit, le rationnement résulte de la relation banque-entreprise. Deux modèles sont à la base, celui de Stiglitz et Weiss (1981) sur le rationnement des crédits et asymétries d'informations ex-ante et le modèle de Williamson (1986, 1987) sur le rationnement des crédits et asymétries d'informations ex-post. L'analyse de ces modèles, nécessite la mise en évidence du rôle de la banque comme partenaire financier des PME.

1-2) La place des banques dans le financement des PME

Un intérêt particulier est porté à l'intermédiation financière. Sharpe et al. (1998) soulignent la particularité de ce financement dans la réduction des asymétries informationnelles. L'accès des

¹Communauté Économique des États de l'Afrique Centrale : Cameroun, Gabon, Congo, Tchad, Centrafrique, Guinée équatoriale.

banques aux informations internes des entreprises leurs procurent un avantage informationnel. Il en résulte une diminution des coûts d'agence. Les relations de financement bancaire s'avèrent très avantageuses pour les PME, dans la mesure où elles réduisent le coût du capital et augmentent les chances d'accès aux fonds (Blackwell et Winters, 1997). De même, les relations de proximité limitent l'activité de monitoring des banques et réduit le coût de la dette. La place prépondérante des banques dans le financement des PME résulte de l'efficacité de leur mission de contrôle. Dans ce cadre, Diamond (1984) différencie le contrôle ex-ante, lié à la procédure de sélection de l'emprunteur dont le coût n'est supporté que par les entreprises éligibles à un financement. Ce contrôle limite la prise de risque du prêteur, en excluant les entreprises faiblement dotées en capital-réputation sur le marché du crédit. Le contrôle ex-post, lié à l'analyse de la réalisation de l'activité de l'emprunteur. Ce contrôle incite l'emprunteur au respect de ses engagements. Une étude d'Owualah (2002) sur un échantillon de 400 PME japonaises montre qu'une relation de clientèle suivie n'épargne pas nécessairement l'entreprise du rejet de sa demande de prêt.

1-3) Asymétries d'information ex-ante et rationnement du crédit bancaire

Stiglitz et Weiss (1981) montrent qu'une première source d'asymétrie est le risque associé au projet à financer. En effet, les banques mal informées se protègent en appliquant un taux d'intérêt rigide considéré optimal. Ce qui favorise les entreprises à risques élevés dans le financement que celles à risques faibles. Le taux d'intérêt se révèle comme un instrument non efficient de sélection des entreprises qui désirent entrer sur le marché du crédit. Ce phénomène qualifié de Sélection Adverse traduit la difficulté pour les prêteurs à discriminer efficacement les différents projets à financer. Akerloff (1970) conclut qu'une augmentation des taux d'intérêts induit une hausse des revenus de la banque. Cependant, un taux d'intérêt élevé peut aboutir à un risque de non remboursement par les emprunteurs. Les entreprises moins risquées, sont écartées du marché à chaque hausse du taux d'intérêt.

De même, une deuxième cause d'asymétrie d'information est le risque de substitution des actifs. L'incertitude associée au contrat de crédit porte, aussi bien sur la qualité de la demande que sur le comportement du demandeur de prêt. Une relation directe s'établit entre la fluctuation du taux d'intérêt sur le marché et le comportement de l'emprunteur. En supposant un emprunteur neutre au risque, une augmentation des taux d'intérêt serait une incitation à abandonner certains projets pour entreprendre d'autres plus risqués. L'emprunteur lance dans ce cas, un projet plus risqué par rapport à celui où il obtient le crédit. Ceci expose les créanciers au risque de substitution d'actifs (Jensen et Meckling, 1976). Ces problèmes d'agence sont qualifiés par Stiglitz et Weiss (1981) d'aléa moral, diminue l'espérance de rentabilité de la banque et réduit la quantité des crédits accordés. Sous ces hypothèses, il est optimal pour la banque de rationner les emprunteurs et garder les firmes réduisant les asymétries d'information. Stiglitz et Weiss (1981) mettent l'accent sur la difficulté des banques à mesurer le degré du risque des entreprises rationnées pour justifier leur exclusion. L'inefficacité du système d'information des PME et leurs asymétries d'informations sont des facteurs qui compliquent leur évaluation par les organismes bancaires.

1-4) Asymétries d'information ex-post et rationnement des crédits bancaires

Williamson (1986, 1987) analyse un marché de crédits où à l'équilibre les emprunteurs supposés identiques sont discriminés par les banques. Cette situation de rationnement résulte d'après Stiglitz et Weiss (1981) de l'existence d'asymétries d'information ex-ante. En revanche pour Williamson (1986), certaines asymétries d'information apparaissent ex-post après financement et réalisation du projet. Le prêteur ne peut évaluer avec certitude le taux de rendement du projet réalisé par l'emprunteur. Il risque de faire l'objet d'un détournement par l'entreprise d'une partie des gains liés à l'investissement. Ce comportement opportuniste des emprunteurs engendre une vérification coûteuse de l'activité pour le prêteur.

Sur un marché de crédit concurrentiel, les emprunteurs et les prêteurs sont supposés neutres au risque. Dans ces conditions, le contrat optimal de la dette est un contrat standard, qui précise le montant à payer (capital et intérêts) sur des intervalles de temps réguliers. Le prêteur dispose d'un

droit de contrôle pour s'assurer que l'entreprise honore son obligation de remboursement. Ce droit lui permet de s'assurer de la conformité des déclarations de l'entreprise, récupérer la dette ou engager une procédure de mise en liquidation. Une hausse des taux d'intérêt augmente les revenus anticipés du prêteur mais également, le risque de défaillance de l'emprunteur. Le prêteur subit, en conséquence une augmentation de ses coûts de contrôle. Il existe alors une situation d'équilibre sur le marché où les taux d'intérêt ne changent pas. Cette situation aboutit à un rationnement de certains emprunteurs qui ne bénéficient pas d'une offre de crédits bancaires.

2) Théories modernes et niveau d'endettement des PME

Les travaux de Modigliani et Miller (1958), concluent à l'absence d'un lien entre le niveau d'endettement de l'entreprise et sa valeur, et par conséquent à l'inexistence des déterminants de l'endettement. Ces auteurs s'appuyaient sur des hypothèses inflexibles dont le relâchement successif, conduit à l'élaboration des nouvelles approches théoriques : la théorie d'agence, du signal, la pecking order theory, la static trade-off.

2-1) Théorie d'agence et explication de l'endettement des PME

Jensen et Meckling (1976), relèvent que la séparation entre propriété et pouvoir est source des conflits d'intérêts donnant lieu à la théorie de l'agence dans les firmes. Pour Ross (1977), chaque agent recherche la maximisation de son intérêt avant celui général, d'où l'apparition de conflits.

2-1-1) Les conflits d'intérêts entre dirigeant et actionnaire

Jensen et Meckling (1976), montrent que ces conflits surgissent lorsque les dirigeants ne sont pas les actionnaires majoritaires de l'entité et ne reçoivent pas l'intégralité des bénéfices. Dans un tel contexte l'appel aux actionnaires externes n'est pas bénéfique à l'entreprise, puisqu'il incite le dirigeant à augmenter les prélèvements, la consommation des avantages en nature² d'où la baisse des capitaux à investir ou à distribuer les dividendes aux actionnaires. De ce fait, les divergences d'intérêts entre les dirigeants et actionnaires, incitent les premiers à préserver leurs avantages au détriment de deuxièmes. Les actionnaires, sont amenés à contrôler les dirigeants pour limiter les prélèvements des cash flows et préserver leurs propres intérêts. Ceci augmente les coûts des fonds propres. D'après Jensen (1986), le dirigeant est incité à dépenser de manière inefficace les free cash flows³ existant, en pratiquant une politique de surinvestissement ou en réinvestissant les liquidités excédentaires dans des projets à valeur actuelle nette faible, nulle ou négative. Ce conflit caractérisant la relation d'agence engendre les coûts de surveillances engagées par le principal dans le but de surveiller l'agent et le pousser à agir dans son intérêt. Les coûts de justifications, constitués des dépenses engagées par le mandataire pour justifier sa bonne démarche vers l'intérêt du principal et les coûts résiduels ou d'opportunités due à la perte de valeur liée au fait qu'à partir d'un certain seuil de contrôle, le coût marginal engagé par le mandant serait supérieur au revenu tiré de la surveillance.

2-1-2) Solutions aux conflits dirigeants-actionnaires : incitation à l'endettement

Jensen (1976) ; Grossman et Hart (1980), soutiennent que l'endettement bancaire a un impact positif sur la valeur de la firme en incitant les dirigeants à être plus performants. En effet, un endettement croissant augmente le risque de faillite et le dirigeant risque de perdre sa position, sa rémunération et ses avantages en nature. De ce fait, le dirigeant est menacé et par conséquent, fournira les efforts supplémentaires pour améliorer sa gestion. Jensen (1986) et Stulz (1990), montrent que la dette est favorable à l'entité car, elle limite le surinvestissement des dirigeants. Selon Myers⁴ (1977), une entité endettée peut rejeter des projets d'investissement à valeurs actuelles nettes (VAN) positive si l'augmentation de la valeur qui en résulte doit être accaparée par les créanciers.

a) Les conflits d'intérêt dirigeants - créanciers

² Disposer d'avions personnels, construire des immeubles ou des bureaux luxueux,....

³ Les free cash flows correspondent au montant des bénéfices utilisés dans des projets à valeur actuelle nette négative.

⁴ Il suppose que les dirigeants agissent dans l'intérêt des actionnaires et qu'il n'y a ni impôts sur les bénéfices ni coûts de transaction et que les coûts de faillite sont nuls.

Le recours à l'endettement bancaire réduit les coûts d'agence des fonds propres, en diminuant la part des actionnaires dans le passif de l'entreprise, créant les coûts liés aux conflits d'intérêts entre les dirigeants, actionnaires et les créanciers (banquiers). En effet, une entreprise endettée et mal gérée peut accorder à ses actionnaires des avantages qui seront supportés par ces créanciers. Goffin (2008), affirme que les dirigeants peuvent gonfler le résultat et distribuer les dividendes élevés⁵ en pratiquant des provisions insuffisantes, en supprimant les frais de recherche et développement, en comprimant les frais d'entretien ou, en refusant de contracter une assurance risque. Ces mauvaises décisions de gestion nuisent aux intérêts des créanciers car, en cas de faillite, la valeur liquidative de l'entité peut être inférieure à celle des dettes.

b) Solutions apportées aux conflits actionnaires-créanciers

Harris et Raviv (1991) énoncent qu'un autre mécanisme pour discipliner les dirigeants, est la déclaration par les créanciers de la faillite de l'entreprise débitrice. Le dirigeant en vue de préserver sa position sociale, optimise sa politique d'investissement pour réduire les probabilités de banqueroute. Plusieurs mécanismes permettent de réduire ces conflits. Il s'agit des clauses de protection des banques, qui empêchent les pratiques égoïstes des actionnaires préjudiciables aux obligataires, et d'émission d'actifs financiers particuliers qui facilitent la convergence d'intérêts entre créanciers et actionnaires. Cependant Norton (1991), affirme faible la capacité de la théorie de l'agence à refléter la situation des PME.

3) Signalisation par l'endettement : Ross (1977)

Ross (1977) affirme que face à des opportunités de développement et au besoin de consolidation de la structure financière, les entreprises sont parfois contraintes de lever des fonds auprès d'agents externes. Sous l'hypothèse des asymétries d'informations, la théorie du signal considère que certains indicateurs sont interprétés par les investisseurs potentiels comme des signaux émis par l'entreprise sur ses capacités financières. De ce fait, le niveau d'endettement des entreprises performantes est supérieur à celui des entreprises faibles. Il en découle que la valeur de l'entité est corrélée positivement à son degré d'endettement⁶. Plusieurs études ont testé l'application du signal sur les PME. Ziane (2001), valide l'existence d'une stratégie du signal dans la formation de l'endettement bancaire sur un échantillon de 2267 PME françaises observable entre 1991 à 1998. Selon cet auteur la stratégie du signal s'exerce à travers des indicateurs comme la structure des actifs, le financement interne, la réputation auprès des partenaires commerciaux et la croissance. Les entreprises s'endettent afin d'envoyer un signal positif, de bonne santé financière à l'intention des investisseurs potentiels externes, montrant alors leur capacité à rembourser leurs dettes et les charges financières. Adair et Adaskou (2014), montrent que la capacité de l'entreprise à s'endetter auprès de ses partenaires commerciaux est perçue par les banques comme un signal d'une bonne capacité de remboursement, ce qui augmente le niveau d'endettement bancaire.

4) La Pecking Order Theory (POT) et explication de l'endettement

Les asymétries d'informations entre l'entreprise et les différents partenaires financiers sont à l'origine d'une hiérarchie de financement orienté vers les besoins des fonds externes et non à la recherche d'un ratio d'endettement optimal. Afin de démontrer Myers et Majluf (1984), supposent qu'il existe une asymétrie d'information sur les opportunités d'investissement, la transmission de l'information est coûteuse et que les dirigeants agissent dans l'intérêt des propriétaires de

⁵Navatte (1998) ajoute qu'une firme peut payer un dividende liquidatif en vendant l'intégralité de ses actifs. Dans ce cas, les obligataires restent titulaires de créances sans aucune valeur.

⁶Pour Goffin (2008), les entreprises les plus endettées ne sont pas les plus rentables comme le prévoit le modèle de Ross (1977), mais bien au contraire, les moins rentables.

l'entreprise⁷. Ceci implique que les actions des dirigeants se font dans l'objectif de maximisation de la valeur de l'entité⁸. Dans ce contexte, les investissements de l'entreprise sont tout d'abord, financés par l'autofinancement, ensuite des dettes et enfin, par des émissions d'actions nouvelles. Cet ordre de préférence s'explique par le fait que l'autofinancement ne pose pas de problème d'asymétrie informationnelle qui peut coûter cher à l'entreprise. En effet, en choisissant de se financer de manière interne, l'entreprise n'aura pas à justifier ses décisions d'investissement. Ce problème de justification se pose lorsque l'entité manifeste un besoin de financement externe. Myers et Majluf (1984) montrent que l'émission d'action nouvelle pose deux problèmes ; d'une part, il est difficile de fixer le prix d'émission convenable et d'autre part, l'émission d'actions véhicule une information défavorable⁹. Pour Donaldson (1961), cette théorie s'est promptement étendue aux PME pour lesquelles l'autofinancement, l'endettement et dans la moindre mesure la levée de fonds propres constituent des sources de financement de leurs investissements. Kaya (2007) ajoute que cette théorie permet aussi d'expliquer pourquoi les dirigeants préfèrent l'autofinancement et émettent peu de dettes, contrairement aux prédictions de la théorie d'agence. Colot et Croquet (2007), valident empiriquement les prédictions de la théorie de pecking order en analysant les effets de neuf variables¹⁰ sur le niveau d'endettement global de 1704 grandes entreprises belges non cotées.

5) La théorie du static trade-off et l'endettement des PME

D'après Myers (1984), la structure financière optimale découle d'un compromis entre les bénéfices (avantages fiscaux et autres) et les coûts de dettes et de détresses financières de l'endettement. En effet, pour Modigliani et Miller (1963), les charges fiscales liées à l'endettement sont déductibles. De ce fait, il s'ensuit une diminution du coût global des ressources financières utilisées par l'entreprise. Brennan et Schwartz (1978), montrent qu'un endettement excessif augmente le risque de faillite de l'entité et des coûts explicites (frais juridiques, de liquidation) ou implicites (perte de clientèle, de confiance). Pour Myers (2001), l'entreprise empruntera jusqu'au point où la valeur marginale des gains d'impôts sur la dette additionnelle sera juste compensée par l'augmentation en valeur actuelle des coûts possibles de détresse financière. Cela suppose qu'il existe implicitement une répartition optimale entre les dettes et les fonds propres. Le raisonnement marginaliste permet d'ajuster la structure financière en fonction des avantages des coûts, des fonds propres et de la dette. Le niveau d'endettement est donc ajusté pour atteindre l'optimum. Une entreprise désireuse de maximiser sa valeur égalisera les coûts et les bénéfices de l'endettement en opérant à la marge. Dufour et Molay(2010), valident que les choix financiers des PME françaises confirment le pouvoir explicatif orienté vers le ratio cible d'endettement.

⁷ Il s'agit des actionnaires en place qui sont supposés passifs et ne modifient pas leur portefeuille en fonction des décisions prises par le dirigeant.

⁸ Ce résultat est différent de celui de la théorie d'agence qui postule que les dirigeants cherchent à maximiser leur propre fonction d'utilité. Néanmoins, Myers et Majluf (1984) n'expliquent pas les mécanismes qui permettent de concilier les intérêts des dirigeants et des actionnaires. Ils notent uniquement que le cours des actions affecte le comportement du dirigeant.

⁹ Dans le cas où l'action est sous-évaluée au moment de l'émission nouvelle, le prix d'émission sera trop faible ce qui affectera négativement la richesse des anciens actionnaires. Les dirigeants qui agissent dans l'intérêt des actionnaires en place ne procéderont pas à cette augmentation de capital. Si le cours de l'action ancienne est surévalué, le prix d'émission sera trop élevé ce qui favorise les anciens actionnaires au détriment des nouveaux. Les dirigeants seront alors favorables à l'émission. Le problème c'est que les investisseurs externes savent que l'émission de nouvelles actions ne peut avoir lieu que dans le cas où les actions sont surévaluées. Le prix convenable est donc inférieur au cours actuel. Ainsi, cette opération d'augmentation de capital véhicule une information négative car elle signifie, pour les investisseurs extérieurs, que les dirigeants ont une confiance limitée dans l'avenir. S'ils étaient optimistes, sûrs d'eux-mêmes et des potentialités de la firme, ils émettront des obligations (Goffin, 2008).

¹⁰ Il s'agit des indicateurs de croissance, de rentabilité, de profitabilité, de taille, de garanties offertes, de liquidité, de solvabilité ainsi que de capacité d'autofinancement.

6) Les hypothèses de l'étude

Nos hypothèses s'inspirent des déterminants traditionnels de la structure financière. En effet Ross (1977), conclut que le niveau d'endettement des entreprises performantes est supérieur à celui des entreprises de qualité médiocre, dès lors l'influence des variables liées à la performance devient indéniable. Pour Myers (1977), la profitabilité joue un rôle dans la détermination du niveau d'endettement car, les entreprises profitables disposent d'importante autonomie financière, qui entraîne une relation négative avec le niveau d'endettement. Cette description est validée par Rajan et Zingales (1995), sur l'étude des pays membres du G7 ; Booth et al., (2001), sur 10 pays en voie de développement. Nous formulons **H1 : la profitabilité de la PME influence négativement son niveau d'endettement.**

Dans l'optique d'obtenir des profils d'entreprises complets en matière de financement, Colot, al., (2010) observent dans la littérature le manque de variable permettant l'appréhension de la liquidité des entreprises. Or, cette variable se rencontre en milieu bancaire, au cours de l'analyse des dossiers de demandes de crédits. La mesure de la liquidité, tient compte de la santé financière à court terme de l'entreprise. En effet, une entité disposant d'actifs liquides convertis en disponible pour l'autofinancement. D'où **H2 : la liquidité des PME influence négativement le recours à la dette.**

Le crédit fournisseur est un concurrent direct du financement bancaire. D'après Dietsch (1990)¹¹ ; Petersen et Rajan (1997),¹² il est préférable au crédit bancaire chaque fois qu'il est moins coûteux ou disponible. D'après la théorie du signal, les crédits commerciaux élevés est un bon indicateur de solvabilité de l'entreprise vis à vis de ses partenaires, ce qui incite les banques à lui accorder des crédits. Les banques percevant, les crédits finisseurs comme indicateur d'une bonne fiabilité et d'un moindre risque de défaillance. Nous avons **H3 : le crédit fournisseur influence positivement le niveau d'endettement des PME.**

Les immobilisations de l'entité ont un impact sur l'endettement. Titman et Wessels (1988), soutiennent que les entités disposant d'éléments d'actifs à utilisés comme garanties sont plus endettées. La présence d'actifs tangibles de ces entreprises sécurise leurs dettes et minimise le risque de hasard moral des créanciers (Delcours, 2007). D'où **H4 : la tangibilité des actifs d'une PME influence positivement son endettement.**

Les PME préfèrent l'autofinancement aux autres formes de financement. Myers (1984) souligne que la théorie du pecking order, postule que les firmes épuisent dans un premier temps leur capacité d'autofinancement avant de recourir à l'endettement externe. Nous émettons enfin **H5 : l'autofinancement influence négativement l'endettement de la PME.**

7) Méthodologie et principaux résultats de l'analyse

Nous avons utilisé un échantillon cylindré de cents cinquante (150) PME Camerounaises, observables de 2010 à 2014 au lendemain des crises financière 2008 et 2009. Constitué des données comptables et financières dans les déclarations statistiques et fiscales (DSF) de la base de l'Institut National des Statistiques (INS). Pas d'institutions financières et d'assurances aux effets souvent atypiques en matière de financement.

7-1) Modèle empirique de l'estimation de la fonction d'endettement

En nous inspirant de la littérature notre modèle théorique se présente ainsi :

$$Y_{it} = a_0 + \sum a_i X_{it} + \epsilon_{it} \quad (1)$$

La forme empirique complète du modèle se présente comme suit :

$$Y_{it}(DT, DCT, DLT) = a_0 + a_1 \text{PROFI}_{it} + a_2 \text{LQG}_{it} + a_3 \text{CRED. FSSR}_{it} + a_4 \text{TANG}_{it} + a_5 \text{AUT}_{it} + \epsilon_{it} \quad (2)$$

Avec les paramètres individuels i ($i = 1, 2, 3, \dots, 150$ entreprises) et la durée t ($t = 1 \dots 5$ ans). DT : Endettement Total ; DCT : Endettement Court Terme et DLT : Endettement Long Terme ; a_0 : la constance ;

¹¹Dietsch (1990), 'Le crédit interentreprises, coûts et avantages', Économie et Statistique, octobre.

¹² Petersen et Rajan (1997), 'Trade credit: theory and evidence' Review of Financial Studies, n°3.

PROFI : la profitabilité Résultat net / Chiffre d'affaires ;

LQGLE : liquidité générale : (Stocks + Créances + Disponibilités) / Dettes à court terme ;

CRED.FSSR : crédit fournisseur définie par : Crédit fournisseurs / total actif ;

TANG : la tangibilité de l'actif définie par : immobilisations corporelles / total actif ;

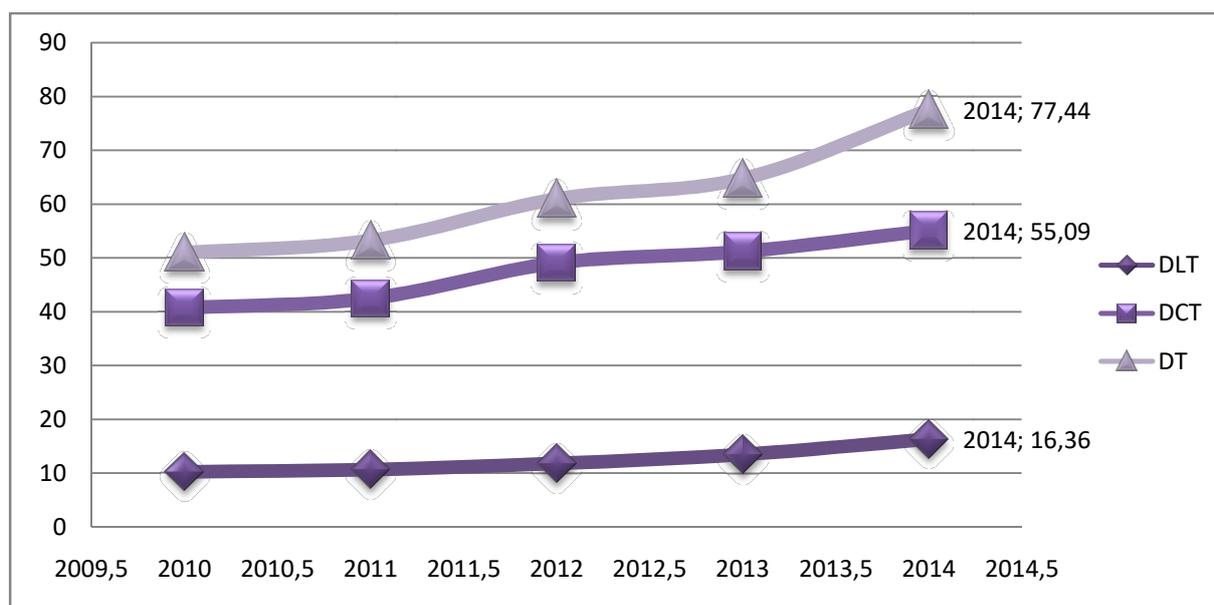
AUT : autofinancement ;

ε_{it} : est l'erreur du modèle relative à l'individu i et à la date t .

7-2) Analyse descriptive des types d'endettements

L'analyse descriptive nous a permis d'établir le graphe suivant, montrant l'évolution des types d'endettements des PME de notre échantillon dans le temps.

Graphe 1 : D'évolution des niveaux d'endettement dans les PME de notre échantillon



La lecture de ce graphe relève un niveau important et une croissance progressive de l'endettement total et de l'endettement CT du bilan des PME camerounaises. La DLT est légèrement croissant, et faible car elle atteint 16,36% du total bilan en 2014. Ceci traduit les difficultés de ces PME à accéder à la DLT, la réticence des banques commerciales à financer les projets à long terme, au manque des banques de développement dans le paysage bancaire ainsi que la crise financière qui a renforcé ce problème. La croissance observée sur les différents types d'endettement peut être dû à la reprise progressive de confiance par les banques envers les PME au lendemain de crise financière de 2008 et 2009.

Nous notons que le passif des PME est dominée par l'endettement, car le ratio DT/TB est supérieur à 50% ; dû à l'importance des dettes à CT. Ceci matérialisant une forte dépendance de ces entités à ce type d'endettement ; et confirme la fragilité de la structure financière des PME de notre échantillon et la mise en relief de l'importance du financement court terme. Ce qui rejoint la BEAC (2015) qui note l'amélioration dans le financement du secteur privé par la banque mais portée sur le court terme.

7-3) Résultat de l'estimation sur les types d'endettement

L'estimation du modèle par les MCO, omet l'hétérogénéité c'est-à-dire que les individus se démarque les uns des autres par un caractère spécifique ; certains estimateurs tel que Within (intra-individuelle), Between (interindividuelle) et MCG (Moindres carrés généralisés) considèrent l'hétérogénéité bien que la nature des effets spécifiques diffère. Il est a noté que l'estimateur de MCG est l'estimateur sans biais des effets aléatoires. Les résultats sur la qualité des modèles sont consignés dans le tableau 1.

Tableau 1 : Résultat sur la qualité des différents modèles

Modèles	DT/TB		DCT/TB		DLT/TB	
	FIXE	MCG	FIXE	MCG	FIXE	MCG
R ² within	0,6122	0,6104	0,4081	0,4046	0,1269	0,1237
R ² Between	0,7479	0,7596	0,6232	0,6453	0,0632	0,0888
Wald chi2(5)		1352,13		628,72		98,31
Prob> chi2		0,0000		0,0000		0,0000
HAUSMAN						
chi2(5)	23,65		35,91		7,81	
Prob> chi2	0,0003		0,0000		0,1669	

La statistique de Fisher confirme la signification conjointe des variables explicatives et les effets fixes et aléatoires pour les trois modèles. Pour les modèles définis par DT et DCT le test de spécification de Hausman est significatif à 1% ; leurs R²Between > R²Within quelque soit l'estimateur (FIXE, MCG). Les différentes statistiques de Wald Chi2 sont significatives, donc ces deux modèles aux effets aléatoires sont globalement significatifs et leurs meilleurs estimateurs est celui du MCG. Pour le modèle DLT nous constatons que le R²Within > R²Between, pour les estimateurs FIXE et MCG ; de plus la statistique de Hausman donne Chi2(5) = 7,81 ; prob> chi2 = 0,1669 supérieur 5% confirmant davantage les effets fixes ; l'estimateur sans biais de l'endettement long terme des PME camerounais est Within (FIXE).

Tableau 2 : Résultats d'estimations des types d'endettement

VARIABLES	DT/TB	DCT/TB	DLT/TB
PROFI	0.00901 (0.0140)	-0.00581 (0.0168)	0.00673 (0.0165)
LQG	-0.00946*** (0.00349)	-0.0183*** (0.00410)	0.00591* (0.00345)
CREFSSR	0.0473*** (0.0159)	0.0743*** (0.0187)	-0.0275* (0.0159)
TANG	-0.0842*** (0.0211)	-0.114*** (0.0253)	0.00608 (0.0246)
AUT	-0.775*** (0.0225)	-0.582*** (0.0264)	-0.203*** (0.0222)
Constant	92.17*** (1.337)	73.98*** (1.609)	19.68*** (1.290)
Observations	750	750	750
Number of i	150	150	150

Standard errors in parentheses

*** p<0.01, ** p<0.05, * p<0.1

IL ressort du tableau ci-dessus que, la constance est positive et significative au seuil de 1%

pour les trois modèles ; traduisant les variables non spécifiées qui pourraient influencer les différents types d'endettement. La profitabilité est non significative sur l'endettement.

La liquidité générale est négativement significative au seuil de 1% à l'endettement total et court terme. Donc à 99% de chance, l'accroissement des liquidités générales amenuisent ces deux types d'endettement. Il s'ensuit que la présence d'actifs liquide dans le patrimoine de la PME est un substitut à la DT et DCT. Ce résultat est similaire à ceux de Trabelsi (2006) sur les PME françaises d'où, **H2 : la liquidité des PME influence négativement le recours à la dette** est validé ; ce résultat reconforte la théorie du trade-off. En outre, l'endettement LT s'accroît avec l'augmentation des liquidités générale d'où la relation positive et significative au seuil de 10%. Il s'ensuit que plus ces entités disposent des actifs susceptibles d'être liquide à moins d'un an, et leurs permettant de faire face à l'exigibilité à court terme, plus ils ont accès à l'endettement LT. Dès lors en présence du rationnement de crédit, la liquidité générale des PME devient un signal de fiabilité aux yeux des créanciers pour la DLT. Il ressort que la disposition d'actif liquide dans le patrimoine des PME camerounaises est un complément pour la DLT et un substitut de la DCT qui induit également la dette totale comme substitut.

Les crédits fournisseurs sont significatifs et positive pour les deux premiers modèles. Nous notons une expansion de la DT et DCT des PME avec l'accroissement des crédits fournisseurs. Ce résultat épouse ceux de Ross (1977), selon laquelle les crédits auprès des partenaires commerciaux sont une preuve que ces entités honorent leurs engagements financiers. Ce qui est un signal aux investisseurs sur la bonne qualité de la firme, et leurs encourageraient à s'impliquer dans le financement de ces entités. Pourtant les crédits fournisseurs sont négativement liés à la DLT, donc l'accroissement des crédits fournisseurs amenuisent la DLT. Selon Petersen et Rajan (1994), en contexte du rationnement de crédit les PME augmentent leurs crédits commerciaux pour faire face aux contraintes d'accès à la ressource long terme. **H3 : selon laquelle le crédit fournisseur influence positivement l'endettement des PME est validé par la DT et la DCT.** D'où la complémentarité entre les crédits fournisseurs avec la DCT et la DT ; et une relation de substitution avec la DLT. Ceci traduit la réticence de ces PME en vers l'endettement LT et une préférence aux crédits fournisseurs. Selon Colot et Croquet (2007), les dirigeants et propriétaire des PME évitent souvent la dette longue terme, afin de maintenir le contrôle de leurs entités.

La tangibilité des actifs est non significative sur la DLT ; toutefois nous relevons une relation négative et significative avec la DT et CT. Ces derniers se déprécient avec l'augmentation d'immobilisation corporelle de façon significative. Or selon les tenants de la Pecking order theory, et d'autres cadres théoriques tels que la théorie de l'agence et de l'arbitrage, plus l'entité possède des actifs tangibles, moins elle sera sensible aux asymétries d'information et plus elle aura des chances d'accéder aux crédits car le risque d'anti sélection et d'aléa moral étant minimisés. La relation est supposée positive entre les garanties et l'endettement Titman et Wissels(1988) ; également Frank et Goyal (2003) sur les entreprises américaines. Ce qui fait rejeter **H4 : la tangibilité des actifs d'une PME influence positivement son endettement.** Cependant Feudjo et Tchankam (2012) ont relevé dans le même environnement une relation positive et significative sur les données de la PMI.

La relation négative et significative au seuil de 1% entre l'Autofinancement et l'endettement des PME quelque soit le type ; signifie qu'à une confiance de 99% l'accroissement de l'autofinancement réduit l'endettement des PME. L'autofinancement important substitue l'endettement, mais son déficit favorise l'endettement. L'autofinancement ne pose pas des problèmes d'asymétries informationnelles, car la PME n'aura pas à justifier leurs décisions d'investissement (justification qui peut entraîner des risques de communication du plan directeur et d'information précieuse à ses concurrents). Nos résultats valides la pecking order theory et sont similaires à ceux de Bourdieu et Colin-Sédillot (1993). Les PME camerounaises préfèrent le financement interne contrairement à l'endettement. Choix due à la crainte de dilution du capital et le souci de conserver leur caractère familial d'où la réticence des PME à l'endettement et à l'ouverture du capital. L'hypothèse **H5 : l'autofinancement d'une PME influence négativement son niveau endettement est validé sur les trois modèle.**

Conclusion

En définitive, l'objet de cette analyse était de déterminer les éléments objectifs explicatifs de l'endettement des PME. Nous avons procédé à la vérification empirique grâce d'une part, à des régressions de MCG sur les modèles définis par la DT et DCT et d'autre part, grâce à l'estimateur within sur le modèle DLT. Il ressort finalement qu'en contexte du rationnement du crédit, la variable profitabilité n'a aucune influence significative sur l'endettement de la PME camerounaise. La disposition d'actif liquide dans le patrimoine de la PME camerounaise substitue la DT et la DCT, et complète la DLT. Les crédits fournisseurs sont des meilleurs signaux pour la DCT et substituent la DLT, d'où la réticence des PME camerounaises au financement long terme ce qui traduit la crainte des dirigeants propriétaires de perdre le contrôle de l'entité. Les PME camerounaises, trouvent l'autofinancement meilleur que l'endettement. Des chercheurs pourront intégrer la proximité dans l'explication de l'endettement.

Bibliographie

- Adair, P. et Adaskou, M. (2014) : « Théorie du compromis versus théorie du financement hiérarchique : une analyse sur un panel de PME non cotées », 12eme Congrès International Francophone en Entrepreneuriat et PME.
- Africappractice (2005), Access to Finance : Profies of African SMEs, document de travail préparé pour jetro London, disponible sur <http://WWW.africappractice.com/uploads/jetro.pdf>.
- Akerlof, G.A. (1970) "The Market for "Lemons": Quality Uncertainty and the Market Mechanism", The Quarterly Journal of Economics, vol.84, n°3, pp. 488-500.
- Aryeetey, E. (1998), Informal Finance for Private Sector Development in Africa, Banque Africaine de Développement, Economic Research Papers, n°41.
- Bourdieu et Colin-Sedillot (1993), « Structure du capital et cout d'information : le cas des Entreprises françaises à la fin des années 80 », Économie et statistique, pp.87-100.
- Booth, L.; Aivazian, V.; Demircug-Kunt, A. et Maksimovic, V. (2001). "Capital structure in developing countries", Journal of Finance, 56, p. 87-130.
- Ndjanyou, L. (2001), « Risque, incertitude et financement bancaire des PME camerounaises : L'exigence d'une logique spécifique de l'analyse du risque », Création, développement, gestion de la petite entreprise Africaine, Edition clé, pp. 327-343.
- COBAC(2010), Rapport annuel pour l'exercice 2010.
- Colot, O. et Croquet, M. (2007a), «Les variables de propriété et de gestion ont-elles une influence sur la structure d'endettement des PME ? », Centre de Recherche Warocqué, Faculté Warocqué / Université de Mons-Hainaut.
- Colot, O. et Croquet, M. (2007b), « L'endettement des moyennes entreprises familiales est-il différent de celui des moyennes entreprises non familiales ? Le cas de la Belgique », Management et Avenir, Vol. 1, pp. 167-185.
- Colot, O. ; Croquet, M. et Pozniak, L. (2010), Déterminants des choix de financement et profils de PME. Journal of Small Business & Entrepreneurship, vol.23, n°1,pp.95115.Doi:10.1080/08276331.2010.
- Donaldson, G. (1961), « Corporate debt capacity: A study of corporate debt policy and the determination of corporate debt capacity ». Boston: Division of Research, Harvard School of Business Administration.
- Diamond, D. (1984), "Financial intermediation and delegated monitoring", Review Of Economics Studies, Volume 51, Issue 66, July, PG 393, 22pg.
- Feudjo, J. et Tchankam, J-P. (2012), « Déterminant de la structure financière comment expliquer le paradoxe de l'insolvabilité et de l'endettement des PMI au Cameroun » Revue internationale P.M.E., vol 25 n°2.
- Fond Monetary International (2004), Central African Economic and monetary: financial system stability assessment including reports on the observance of standards and codes on the following topics: monetary and financial policy transparency, and banking supervision, IMF Country Report n° 06/321, FMI.
- Frank, M. et Goyal, V. (2003), "Testing the Pecking Order Theory of Capital Structure", Journal of Financial Economics, vol.67, pp. 217-248.
- Grossman, S. et Hart, O. (1980),« Corporate Financial Structure and Managerial Incentives », in J. McCall (ed.), The Economics of Information and Uncertainty. Chicago: University of Chicago Press.
- Harris, M. et Raviv, A. (1991), "The Theory of Capital Structure", the Journal of Finance, Vol.46, n°1, pp. 297-355.
- Jensen, M.C. (1986), « Agency costs of free cash flows, corporate finance and takeovers », American Economic Review, vol.76, n°2, (June), pp. 323-329.
- Jensen, M.C. et Meckling, W. J. (1976), « Theory of the firm: managerial behavior, agency costs and ownership structure », Journal of Financial Economics, n° 3, pp.433-443.
- Kaya, D. H. (2007), "A broader test of market timing theory of capital structure", PHD Thesis, Faculty of Texas Tech University.
- Dietsch, M. (1990), 'Le crédit interentreprises, coûts et avantages', Economie et Statistique Octobre.

- Dufour, D. et Molay, E. (2010), « crises et nouvelles problématiques de la valeur » la structure financière des pme françaises : une analyse sectorielle sur données de panel. Nice, France.pp. Cd-rom. <hal-00479529>.
- Ltaief, F. C. et J. E. Henchiri. (2016),"La structure financière des entreprises familiales: une analyse fondée sur la théorie du Pecking Order." *Journal of Academic Finance*, 7(2), 84-97.
- Modigliani, F. et Miller, M. H. (1958), « The cost of capital corporation finance and the theory of investment”, *American Economic Review*, Vol.48, n°3, pp.261-297.
- Modigliani, F. et Miller, M. H. (1963),*Corporate Income Taxes and the Cost of Capital: a Correction. The American Economic Review*, vol.53, n°3, pp. 433-443.
- Myers, S. C. (1977),« Determinants of Corporate Borrowing », *Journal of Financial Economics*, vol.5, n°2, pp. 147-175.
- Myers, S. C. (1984), *The Capital Structure Puzzle . Journal of Finance*, 39(3), pp. 575-592.
- Myers, S. C. et Majluf, N. S. (1984), *corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have. Journal of Financial Economics*, n°13, PP. 187-221.
- Norton, E. (1991), “Capital structure and small growth firms”, *Journal of Small Business Finance*, Vol. 1, n°2, pp. 161-77.
- OCDE (2005),*Perspectives de l’OCDE sur les PME et l’entrepreneuriat*. Paris : OCDE.
- Owualah.S.I(2002), “SMEs, borrowing constraints and banking relationships in Japan”, *Japan and the World Economy*, Volume 14, Issue 1, January, Pg87-14.
- Pfeffer, J.R. et Salancik, G. (1978), *the external control of organizations: a resource dependence perspective*, Harper and Row, New York, 300pg.
- Petersen P., Rajan R. (1997), “Trade credit: theory and evidence” *Review of Financial Studies*, n°3, Pg 661-69.
- Psillaki M. (1995), “Rationnement du crédit et PME : Une tentative de mise en relation”, *Revue Internationale des PME*, Volume 8, Numéro 34.
- Rajan, R. G. et Zingales, L. (1995), *what do we know about capital structure? Some evidence from international data. Journal of Finance*, n°50, pp. 1421-60.
- Ross, S. A. (1977), “The determination of financial structure: the incentive signaling approach” *Journal of Economics*, vol.8, pp. 23-40.
- Stiglitz.J.E, Weiss.A (1981), “Credit rationing in markets with imperfect information”, *American Economic Review*, Volume 71, Numéro 3, June, Pg 393-410.
- Stulz, M. (1990), “Managerial discretion and optimal financing policies”, *Journal of financial Economics*, vol. 26, n°1, pp.3-27.
- Titman, S. et Wessels, R. (1988), *The Determinants of Capital Structure Choice*, *Journal of Finance*, n°43, pp1-19.
- Trahan, E. et Gitman, L. (1995), “Bridging the theory-practice gap in corporate finance: a survey of chief financial officers”, *The Quartely Review of Economics and Finance*, spring, 35, 1, p. 73-87.
- Williamson S. (1987), “Costly monitoring, Loan contracts, and Equilibrium credit rationing”, *Quarterly Journal of Economics*, Volume 102, Issue 1, February, Pg135-145.
- Williamson, S. (1986),“Costly monitoring, Financial Intermediation and Equilibrium credit rationing”, *Journal of Monetary Economics* volume 18, Issue 2, Pg 159-179.
- Ziane, Y. (2001), “La structure d’endettement des petites et moyennes entreprises françaises : une étude sur données de panel”, *Conférence Internationale de L’Association Française de Finance (A.F.F.I)*, Paris.

Annexe du graphe

Année	DLT	DCT	DT
2010	10,28	40,74	50,96
2011	10,72	42,49	53,21
2012	11,85	49,08	60,93
2013	13,5	51,19	64,69
2014	16,36	55,09	77,44