
**Laboratoire
de Recherche
en Gestion
& Economie**

LARGE LARGE

Papier
Papier
n° 72

*La performance économique et financière
des jeunes entreprises*

Régis Blazy et Bertrand Chopard

Octobre 2004

**Faculté des
sciences économiques
et de gestion**

PEGE
61, avenue de la Forêt Noire
67085 STRASBOURG Cedex
Tél. : (33) 03 90 24 21 52
Fax : (33) 03 90 24 21 51
www-ulp.u-strasbg.fr/large

LA PERFORMANCE ÉCONOMIQUE ET FINANCIÈRE DES JEUNES ENTREPRISES

Régis Blazy et Bertrand Chopard*

Résumé

Nous étudions dans cet article deux questions : les jeunes entreprises présentent-elles des caractéristiques distinctes selon l'origine de la création et ces caractéristiques induisent-elles des performances économiques et financières différentes ? L'enrichissement du fichier SINE-94 par l'ajout de variables financières (fichier national SUSE) permet de répondre en partie à ces questions.

Les caractéristiques intrinsèques des entreprises s'opposent selon qu'il s'agit de créations pures (solides et innovantes), de créations pures (modestes et conduites par des entrepreneurs peu expérimentés), de transformations d'entreprises déjà existantes et de taille importante ou de reprises d'entreprises relativement petites et fragiles. Cette identification des différents profils de création permet ensuite de dégager plusieurs évolutions remarquables de leurs ratios économiques et financiers.

Premièrement, la rentabilité économique des jeunes entreprises est soutenue, y compris pour les petites créations ou les reprises qui se concentrent essentiellement dans des secteurs d'activité certes traditionnels mais rentables d'un point de vue économique.

La performance et le risque financiers des entreprises opposent les grosses créations innovantes et les transformations aux autres modes de création. En particulier, cette population accroît régulièrement sa capacité de remboursement, témoignant ainsi d'une stratégie économique et financière maîtrisée, de sorte que la création peut être considérée ici comme un véritable outil de rationalisation du niveau des performances. Ces résultats contredisent par ailleurs l'idée selon laquelle les jeunes entreprises créées seraient financièrement plus risquées, même si la structure de bilan et la position nette sur le crédit interentreprises dépendent fortement de l'origine de la création (en particulier, les petites créations et les reprises voient leurs besoins en fonds de roulement réduits par une activité commerciale faible).

La contrainte que représente le financement d'une nouvelle activité se traduit enfin par la chute régulière de la dynamique industrielle. Ainsi, l'investissement est peu étalé dans le temps, de sorte que la question du renouvellement des équipements constitue un réel facteur de risque au cours des premières années d'activité.

Les créations et les défaillances d'entreprises assurent depuis toujours le renouvellement du tissu économique français et témoignent de l'essor des divers secteurs de l'économie.

Cet essor est néanmoins contrasté : le récent développement de la « nouvelle économie » couplé à l'apparition de nouvelles formes de création (de type *start up*) a accentué à la fois le dynamisme des créations dans le secteur des services aux entreprises et l'occurrence des défaillances dans ce même secteur.

* Régis Blazy est professeur à l'université Strasbourg 3 (LARGE) et Bertrand Chopard est maître de conférences à l'université Nancy 2 (CREDES). Les auteurs remercient la Direction des Statistiques d'Entreprises de l'INSEE pour l'accès aux données et pour leurs précieux conseils. Les auteurs demeurent seuls responsables du contenu de cet article.

De nombreuses études mettent ainsi en évidence les facteurs de création¹ et de survie² des jeunes entreprises. En particulier, l'insuffisance de fonds propres et le choix de l'endettement à court terme, à l'origine de difficultés de trésorerie, accroissent généralement le risque de défaillance des entreprises dans les premières années qui suivent leur création. Le faible niveau des capitaux propres et la capacité réduite d'endettement à long terme sont autant de facteurs qui limitent le développement économique des entreprises. Ces deux éléments *a priori* distinctifs caractérisent plus particulièrement les nouvelles entreprises en raison, d'une part, du manque de maturité du marché du financement des jeunes PME et, d'autre part, de la volonté d'indépendance de leur dirigeants à l'égard des investisseurs extérieurs. Le financement de court terme induit néanmoins deux effets pervers. Premièrement, un crédit interentreprises important accroît la sensibilité des entreprises à la défaillance d'un client ou d'un fournisseur important(s) (l'effet de domino tend cependant à se raréfier compte tenu des progrès réalisés en matière de gestion des comptes clients). Deuxièmement, le recours au crédit bancaire est particulièrement sélectif à l'égard des jeunes entreprises. Dans la mesure où l'âge est une variable *proxy* de la réputation de l'entreprise, les jeunes entreprises souffrent de la lisibilité moindre de leur activité, amplifiée par l'absence de relations de long terme avec leurs bailleurs de fonds.

D'un point de vue théorique, les banques confrontées aux entreprises nouvellement créées peuvent combiner le rationnement du crédit, la majoration du taux d'intérêt et la prise de garanties supplémentaires. On sait en effet depuis les travaux de Stiglitz et Weiss [1981] qu'il est néfaste d'augmenter uniquement la prime de risque sous peine de dégrader la qualité du portefeuille d'emprunteurs et d'accroître le risque de défaut. En outre, en matière de garanties, les entreprises jeunes et de petite taille n'ont souvent pas d'autres choix que de se financer par fonds propres puisqu'elles possèdent généralement moins d'actifs tangibles (Bester [1985]). Enfin, les nouvelles entreprises ne peuvent bénéficier des avantages traditionnellement liés à toute relation de long terme avec un établissement de crédit : il leur est plus difficile de surmonter les asymétries informationnelles et, par conséquent, le problème de la sélection adverse (Sharpe [1990], Rajan [1992]). Les entreprises ne bénéficient donc pas de conditions de crédit plus avantageuses et les établissements de crédit ne peuvent réduire ni les coûts de vérification ni le risque de substitution d'actifs.

¹ C. Renne [2001], M. Andreff et D. Redor [2001], E. Demoly et B. Thirion [2001], M-A. Estrade et N. Missègue [2001].

² Lamontagne et Thirion [2000], Callies [1988], Francoz et Bonneau [1995], P. Laulhé [1988].

D'un point de vue empirique, Bourdieu et Colin-Sédillot [1993] – pour les entreprises françaises – et Johnson [1997] – pour les entreprises américaines – établissent l'existence d'une relation négative et significative entre l'âge (et la taille) des entreprises et leur ratio d'endettement. Dans ce contexte, Godbillon-Camus et Weill [2001] étudient l'impact des aspects institutionnels sur les déterminants micro-économiques (entre autres l'âge) du ratio de fonds propres des entreprises. Il apparaît que la part des fonds propres dans le total du bilan est positivement corrélée avec l'âge des entreprises³ : l'ancienneté permettant mécaniquement une accumulation de fonds propres par le biais de l'autofinancement.

Afin de comprendre davantage les spécificités des jeunes entreprises, il est nécessaire d'identifier les différents profils d'évolution économique et financière des entreprises, au cours de leurs premières années d'existence, en fonction d'une palette plus large de variables (notamment qualitatives, telles que le mode de création, le secteur d'activité ou les caractéristiques du chef d'entreprise). Notre approche s'inscrit dans cette perspective en cherchant à répondre à cette question via l'exploitation d'une base de données constituée sur la période 1994-1999 obtenue en appariant d'une part, les variables qualitatives tirées de l'enquête SINE-94 et, d'autre part, les indicateurs financiers issus des liasses fiscales des jeunes entreprises (fichier SUSE⁴). Ces indicateurs traduisent le type de croissance, l'évolution du risque de solvabilité et à la nature de la rentabilité de ces entreprises. Nous procédons alors en deux étapes. Premièrement, nous dégageons les éléments distinctifs de la population des nouvelles entreprises à partir de l'enquête SINE-94 menée par la direction des statistiques d'entreprises de l'INSEE. Cette dernière recense en effet, non seulement des informations générales telles que la taille, l'activité économique ou la localisation géographique, mais comporte également des informations particulièrement riches telles que le profil du créateur (sexe, âge, diplôme, qualification, expérience, etc.), les modalités de préparation et de réalisation du projet (conseils, assistance, aides, motivation, moyens financiers, etc.) et la nature de l'entreprise (activité, clientèle, effectif salarié, etc.)⁵. Deuxièmement, nous mesurons l'influence des caractéristiques qualitatives précédentes sur l'évolution des indicateurs économiques et financiers de chaque entreprise. Ce second point est essentiel, notamment du point de vue des partenaires financiers, dans la mesure où les banques n'ont pas directement accès à cette information qualitative mais seulement à leur

³ Cette relation n'est pas valable dans toutes les économies. Par exemple, en Allemagne, l'âge exerce une influence positive sur l'endettement bancaire et donc négative sur le ratio de fonds propres car la relation de longue durée offre de meilleures conditions de crédit (Edwards et Fischer [1994]).

⁴ Système Unifié de Statistiques d'Entreprises.

⁵ Cf. INSEE Première n°773.

traduction financière, à travers les comptes annuels qui leur sont communiqués. En identifiant le risque en fonction des variables qualitatives des jeunes entreprises, les investisseurs doivent pouvoir répondre plus efficacement aux besoins financiers des jeunes entreprises et identifier plus précisément la diversité de leurs risques.

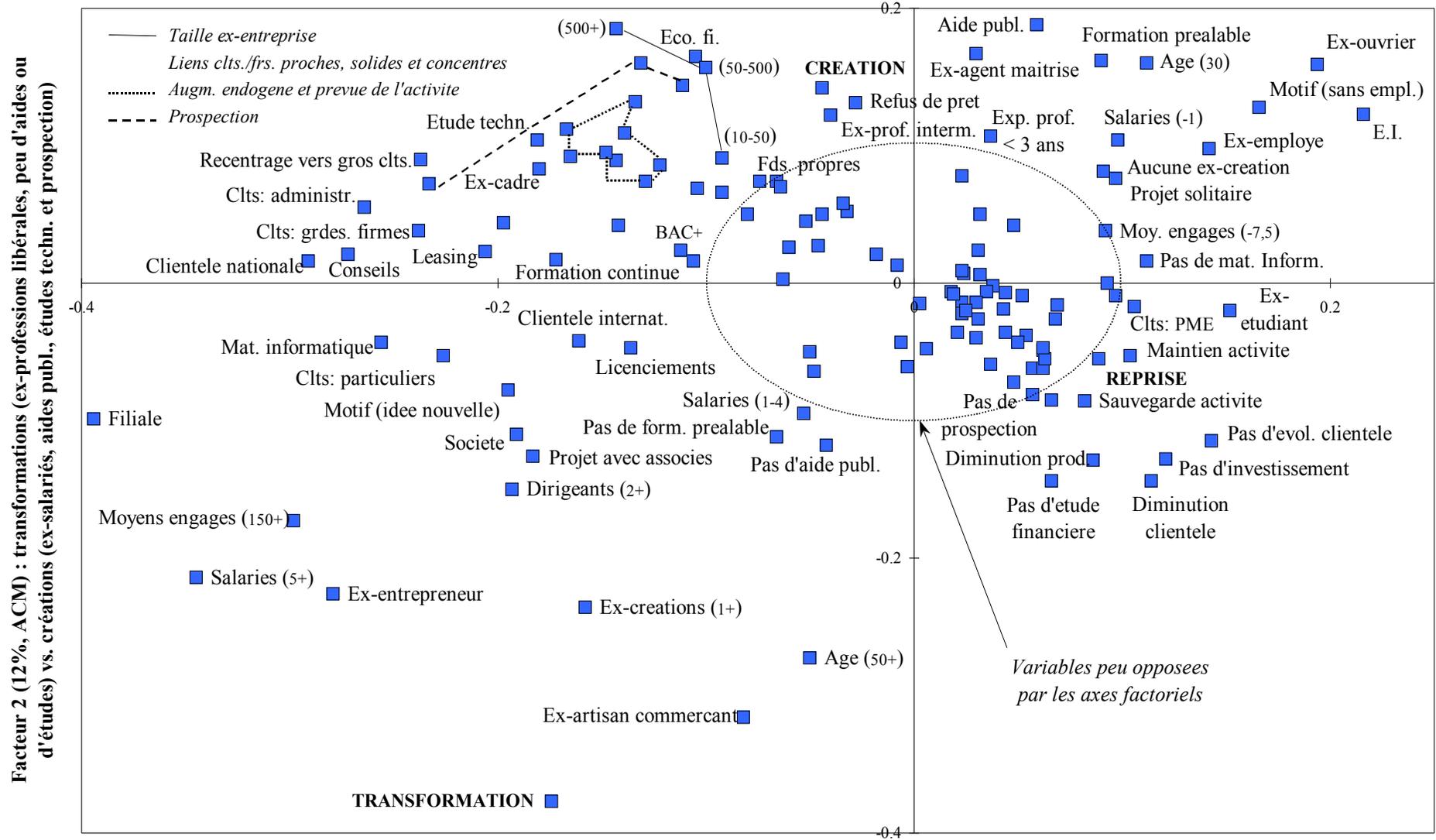
Un premier profil des entreprises nouvellement créées, reprises ou transformées en 1994

Afin de dégager les caractéristiques remarquables des entreprises nouvellement créées en 1994 à partir des variables renseignées par l'enquête SINE, nous avons choisi de mener une analyse en correspondances multiples pondérée sur les 8060 entreprises composant notre base de données (cf. annexe 1). Deux raisons motivent ce choix. D'une part, l'analyse des données est une méthode statistique bien adaptée pour décrire et expliquer les trajectoires de performance des entreprises en fonction de leurs caractéristiques (à travers les coordonnées factorielles des entreprises). D'autre part, les caractéristiques des entreprises sont essentiellement de nature qualitative. En l'occurrence, sur les 132 variables renseignées par l'enquête SINE, 78 s'avèrent bien représentées sur notre premier plan factoriel et constitueront la « carte d'identité » des entreprises indispensable pour étudier dans un second temps l'évolution des ratios économiques et financiers. A l'opposé, les variables de taille (tranches de chiffre d'affaires ou d'effectifs) qui tiraient fortement les axes à elles lors des premières analyses ont été éliminées afin de disposer d'une représentation plus dispersée du nuage des variables et des observations. En outre, les variables décrivant les problèmes rencontrés par les entreprises (problèmes de débouchés, problèmes financiers, etc.) qui participent faiblement au positionnement des quatre premiers axes factoriels⁶ sont également retirées de l'analyse. Après ces ajustements, le premier plan factoriel explique 42% de l'inertie totale ⁷ (cf. graphique 1).

⁶ Il s'agit des variables présentant une contribution trois fois inférieure au premier quartile de l'ensemble des indicateurs de contribution.

⁷ Par rapport aux autres méthodes d'analyse des données, le pourcentage d'inertie expliquée est toujours sous-évalué, de sorte que le chiffre de 42% peut être considéré comme satisfaisant.

Graphique 1. Analyse des correspondances multiples sur les variables SINE de la cohorte SINE-94 / SUSE 95-98/99



Trois éléments distinctifs majeurs : le mode de création, la taille et la solidité de l'activité

L'analyse des variables qualitatives de la cohorte d'entreprises, fait apparaître que le mode de création (reprise, transformation ou création pure) est une variable significative et permet d'opposer assez nettement les entreprises en fonction de deux autres éléments distinctifs de la population des jeunes entreprises : la taille et la solidité de l'activité (cf. tableau 1).

Tableau 1. Eléments distinctifs des quatre cadrans du premier plan factoriel (axes 1 et 2)

Cadran :	Ouest (facteur 1 faible)	Est (facteur 1 élevé)
Nord (facteur 2 élevé)	<ul style="list-style-type: none"> - Créations pures. - Clients importants, concentrés et en relation étroite avec l'entreprise. - Financement par fonds propres. - Augmentation endogène et prévue de l'activité. - Etudes techniques et prospection. 	<ul style="list-style-type: none"> - Moyens engagés modestes. - Projet nouveau suite à du chômage. - Projets solitaires et peu informatisés. - Ex-salariés peu qualifiés. - Aides publiques. - Entreprises individuelles de petite taille.
Sud (facteur 2 faible)	<ul style="list-style-type: none"> - Transformations. - Filiales informatisées. - Gouvernement d'entreprise. - Pas d'aide publique mais moyens engagés importants. - Ex-professions libérales déjà expérimentées et cherchant à valoriser une idée nouvelle. 	<ul style="list-style-type: none"> - Reprises. - Activité stable (à maintenir) ou en diminution (à sauvegarder). - Peu d'investissements. - Pas d'étude financière ou de prospection. - Clientèle de PME.

	<i>Activité soutenue, maîtrisée et fondée sur les liens étroits avec la clientèle.</i>
	<i>Petits projets bénéficiant de subventions.</i>
	<i>Gros projets, fondés sur l'expérience.</i>
	<i>Activité modeste et/ou fragile.</i>

Les créations pures (en haut de l'axe 2) vont de paire avec une activité soutenue, fondée le plus souvent sur des liens étroits et concentrés avec la clientèle. Par ailleurs, les aides publiques sont nettement orientées vers ce type d'entreprises à la tête desquelles se trouvent d'anciens salariés au chômage, d'âge intermédiaire (30 ans), ayant opéré pour une durée assez courte (moins de 3 ans) dans des entreprises de taille importante (50 à 500 salariés) et bénéficiant d'une formation préalable à la création d'entreprise. Ce dernier point s'interprète donc à la fois comme une condition d'implantation sur le marché et comme le gage de meilleures chances de réussite. Les modalités de financement sont également spécifiques à cette population. Dans la mesure où ces entreprises sont essentiellement portées par leurs fonds propres, elles souffrent d'un manque d'engagement de la part des banques et la

part importante de refus de prêt traduit vraisemblablement le manque pénalisant de réputation de ces entreprises.

Les transformations d'entreprises (à gauche de l'axe 1) caractérisent pour leur part des projets de taille importante bénéficiant de l'expérience des dirigeants (anciens chefs d'entreprises ou ex professions libérales) et dont le risque est atténué par la multiplication d'études prospectives, de techniques et d'analyses concurrentielles. L'effet « taille » s'applique également du point de vue de la clientèle (nationale, internationale, administrative, particuliers et grandes entreprises) et des modalités de contrôle puisque le gouvernement d'entreprise se traduit par la présence de plusieurs dirigeants (au moins deux), d'associés et de conseils. Enfin, cette organisation relativement sophistiquée s'accompagne d'une bonne réactivité des entreprises (recentrage vers de gros clients en 1999) sans soutien financier de la part des pouvoirs publics.

Enfin, les reprises (à droite de l'axe 1) concernent essentiellement des activités stables, voire fragiles et nécessitant relativement peu d'investissements. Ce résultat tient en partie au fait que la population SINE-94 ne couvre pas les grosses opérations de reprise, répondant davantage à des motifs d'ordre stratégique et orientées vers des rachats importants, souvent financés par emprunts. Par ailleurs, cette population d'entreprises compte plus d'anciens salariés (ouvriers, employés, sans emploi ou étudiants) et est quelque peu fragilisée par un niveau réduit d'activité qui justifie un faible niveau d'investissement. Cependant, il convient dès à présent de noter qu'une activité réduite n'est pas synonyme d'une rentabilité économique faible. Il s'agit en fait d'entreprises qui opèrent sur des secteurs traditionnels, assez stables et de taille réduite, mais néanmoins suffisamment rentables pour justifier une opération de reprise.

La réactivité, les causes de l'implantation ou le secteur d'activité : des éléments peu distinctifs de la population étudiée

Une seconde source d'enseignement peut être tirée de cette première approche. Il s'agit des variables mal représentées par le premier plan factoriel⁸ (cf. tableau 2). D'abord, les variables traduisant les anticipations à la baisse des dirigeants sur l'avenir de leur activité se révèlent statistiquement peu représentatives : les entreprises s'opposent peu les unes aux

⁸ Par construction, leur représentation est meilleure sur les plans factoriels expliquant une moindre inertie du nuage de points (axes 3, 4 et suivants).

autres au regard de ces variables, ce qui peut traduire une certaine indécision de la part des jeunes entreprises face à leur première difficultés. Or, on sait que la réactivité des entreprises constitue un facteur déterminant de leur survie en période de crise. Par ailleurs, la prise ou non de conseils préalables oppose peu les entreprises entre elles. Ce résultat doit cependant être considéré avec précaution dans la mesure où il traduit seulement une certaine homogénéité de comportement à l'égard de la prise de conseils au moment de la création d'entreprises et ne constitue pas un signe distinctif entre les d'entreprises. La cause d'implantation est également un facteur assez peu spécifique de la population des jeunes entreprises (en dehors des implantations dues à une période d'inactivité professionnelle : variable située dans le cadran nord-est du premier plan factoriel). Toujours concernant l'opposition des variables sur le premier plan factoriel, il est intéressant de noter que seul le refus de prêt apparaît comme un élément distinguant les nouvelles entreprises en fonction de leurs caractéristiques : le refus peut être rapproché, dans une certaine mesure, des caractéristiques intrinsèques des firmes, et concerne plus particulièrement les créations pures. Enfin, le secteur d'activité, s'il intervient sur le positionnement des autres axes factoriels, n'apparaît pas non plus comme l'un des principaux éléments distinctifs de la population.

Tableau 2. Liste des variables SINE-94 peu opposées par les axes factoriels 1 et 2

Avenir envisage : fermer / indecis	Pas de formation continue
Avenir envisage : maintenir l'activite	Clientele regionale
Avenir envisage : sauvegarder l'activite	Pas de recentrage vers des gros clients
Augmentation exogene de la clientele	Implantation car marche proche ? (non)
Modification exogene des produits	Implantation car economies financieres ? (non)
Pas de conseil (1999)	Implantation car convenances personnelles ? (non)
Projet avec conjoint	Implantation car convenances personnelles ? (oui)
Un seul dirigeant	Investissements (1999)
Pas de conseil prealable	Pas de licenciements (1999)
Prise de conseils prealable	Pas de modification des produits (1999)
Pas de prospection (1999)	Motif de la creation : gout d'entreprendre
Effort sur les prix (1999)	Motif de la creation : opportunité
Pas d'effort sur les prix (1999)	Moyens engages : 40-150 K-euros
Experience professionnelle de + 10 ans	Moyens engages : 7,5-40 K-euros
Experience professionnelle entre 3 et 10 ans	Clientele peu concentree (1994)
Diplome du dirigeant < BAC	Clientele peu concentree (1999)
Pas d'etude de concurrence	Pas/peu de partenaire(s) (1999)
Etude financiere	Pret non demande
Pas d'etude technique	Pret obtenu
Pas d'evolution de clientele (1999)	Pas de liens etroits avec les clients (1994)
Pas d'evolution de la production (1999)	Pas de liens etroits avec les fournisseurs (1994)
Pas de relation client a fournisseur avec l'ex-employeur	Liens etroits avec les fournisseurs (1994)
L'entreprise n'est pas une filiale	Secteur : commerce
Investissements finances par emprunt : n.s.	Secteur : industrie
Investissements finances par emprunt : oui	Secteur : services
Investissements finances par fonds propres : n.s.	Age du createur : 30-50 ans
Investissements finances par leasing : n.s.	Entreprise dans laquelle a ete acquise l'exp. prof. : -10 salaries

Profils de croissance économique et financière entre 1995-1998/99

La seconde étape du protocole consiste à sélectionner les ratios économiques et financiers⁹ statistiquement les plus significatifs au regard des caractéristiques qualitatives des entreprises qui sont « résumées » par la valeur des coordonnées factorielles calculées précédemment pour chaque observation¹⁰. Le rapprochement de ces coordonnées factorielles avec l'évolution des ratios permet alors de déterminer si les caractéristiques des jeunes entreprises sont ou non un facteur de risque économique ou financier. Désormais, puisque les variables retenues sont quantitatives et hétérogènes, la méthode factorielle retenue est une analyse en composantes principales effectuée sur l'échantillon redressé et complétée par le calculs de ratios agrégés sur la population entre 1995 et 1998/99. Après retraitements financiers (cf. annexe 2) et suppression des ratios non significatifs ainsi que des observations aberrantes¹¹, quatre profils remarquables apparaissent au cours des premières années d'existence des entreprises : ils traduisent respectivement l'évolution de leur rentabilité économique, de leur risque financier, de la structure de leur bilan et de leur dynamique industrielle.

Dans cette perspective, notre analyse repose, d'une part, sur le suivi de l'évolution de plusieurs ratios moyens agrégés en fonction du mode de création et, d'autre part, sur la construction des deux premiers cercles de corrélation issus des analyses en composantes principales et combinant les ratios en question avec les coordonnées factorielles des jeunes entreprises : ces coordonnées ont été calculées précédemment, au cours de la première étape du protocole (cf. les « facteurs 1 » et « facteur 2 » calculés pour chaque entreprise lors de l'analyse des correspondances multiples).

⁹ Ratios de rentabilité économique et financière, ratios de solvabilité et de structure, ratios caractéristiques de la dynamique industrielle.

¹⁰ En analyse des données, ces coordonnées sont des variables synthétiques correspondant à la moyenne pondérée des variables initiales (c'est-à-dire des 132 modalités issues de l'enquête SINE-94) : il est alors possible de récupérer ces coordonnées pour chacune des entreprises et de les comparer avec les ratios financiers qui viennent d'être calculés.

¹¹ Dans le cadre de l'ACP, ces observations présentent au moins sur l'un des deux premiers axes factoriels un indice de contribution relative supérieur à trois fois la valeur du troisième quartile. L'échantillon redressé comporte désormais 7461 entreprises.

Rentabilité économique : les petites créations font mieux que la moyenne

En première analyse, peu de ratios semblent connaître une forte évolution sur les quatre premières années d'existence¹². Seules les entreprises de petite taille¹³, engageant peu de moyens financiers ou ayant fait l'objet d'une création pure se singularisent par des taux de rentabilité économique du capital engagé supérieurs à ceux des grandes entreprises et des entreprises transformées ou reprises (cf. tableau 3). En particulier, cette différence de performance sur le plan économique s'explique davantage par l'effet de rotation de l'actif économique que par l'effet marge¹⁴. D'un côté, la faiblesse relative des taux de marge bruts des jeunes entreprises traduit le poids important de leurs charges salariales. D'un autre côté, le taux de rotation de l'actif économique des entreprises de taille réduite ayant fait l'objet d'une création pure, supérieur à celui des entreprises de grande taille, reprises ou transformées, illustre à la fois la moindre importance de l'actif immobilisé d'exploitation et le plus faible besoin en fonds de roulement de ces entreprises relativement aux entreprises reprises ou transformées. Ce résultat en faveur des jeunes entreprises doit néanmoins être tempéré. En 1990 (année caractérisée par une faible conjoncture économique), les entreprises (nouvellement créées ou non, hors défailtantes) présentaient en moyenne une rentabilité économique supérieure de 13 points à celle de notre échantillon redressé, issu de l'enquête SINE-94 (cf. Blazy, Charlety et Combier [1993]¹⁵).

Le premier plan factoriel de l'analyse en composantes principales (cf. graphique 2) relie le niveau de la rentabilité économique au type de création (cf. signification des variables « facteur 1 » et « facteur 2 »). Ainsi, la faiblesse des taux de rentabilité économique dénoncée caractérise davantage les entreprises transformées que celles reprises (bien que la population SINE-94, comme vu précédemment, ne couvre pas les grosses opérations de reprise). Dans ce cas, leur activité réduite, stable, au sein de secteurs traditionnels, n'est pas contradictoire avec un niveau de rentabilité économique raisonnable.

¹² On sait toutefois que, pour la France, seules les entreprises dont l'activité débouche sur la défaillance présentent des ratios qui se dégradent peu de temps avant le défaut de paiement (Blazy, [1999]).

¹³ Moins de 10 salariés dans l'industrie et moins de 6 salariés dans le tertiaire.

¹⁴ La rentabilité économique (EBE / actif économique) se décompose le plus souvent en deux ratios : le taux de marge (EBE / valeur ajoutée) et le taux de rotation de l'actif économique (valeur ajoutée / actif économique).

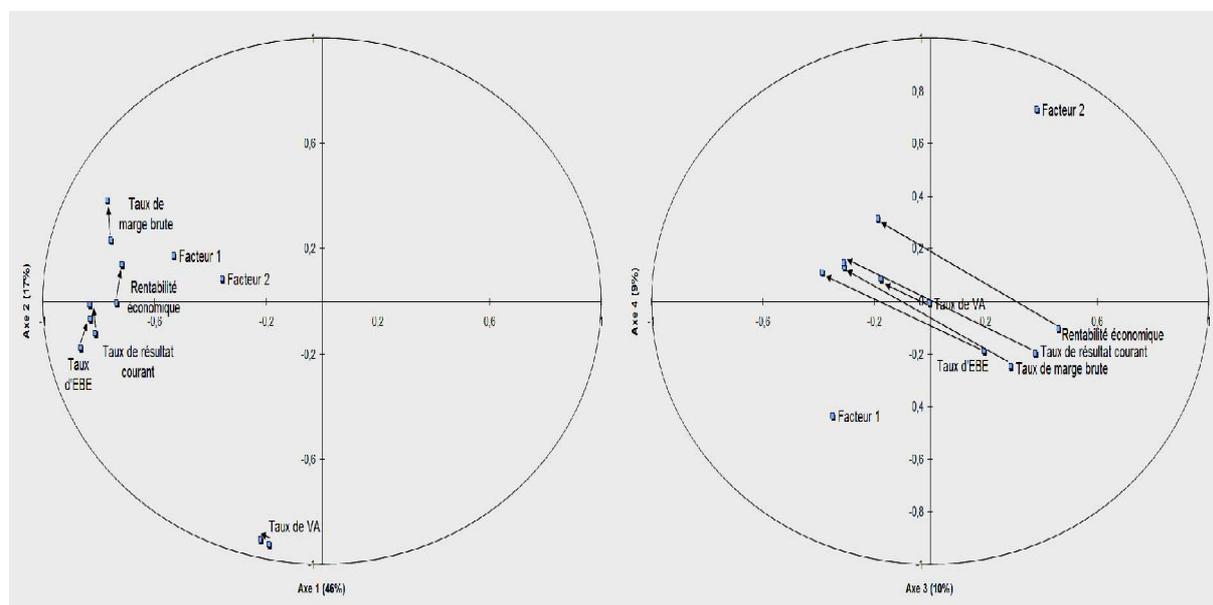
¹⁵ Cette étude porte à la fois sur les entreprises défailtantes, non défailtantes et sur la population totale des entreprises (en difficultés ou non). La période étudiée est différente (1986 – 1990/91) : ce fait doit être pris en compte dans l'interprétation des résultats ; cependant, cette étude présente l'avantage de retenir des ratios économiques et financiers similaires (et donc directement comparables) à ceux que nous présentons ici.

Tableau 3^(*). Rentabilité économique (ratios agrégés moyens)

7461 observations (échantillon redressé), en %	Creations pures				Reprises et transformations				Ensemble			
	1995	1996	1997	1998/99	1995	1996	1997	1998/99	1995	1996	1997	1998/99
Rentabilité économique globale	15,8	13,1	17,3	16,6	14,8	14,3	14,8	15,0	15,2	13,9	15,7	15,6
Rentabilité éco. du capital engagé	52,7	40,9	57,7	56,0	33,3	31,5	34,3	36,1	38,0	34,0	40,5	41,8
Taux de marge brut	26,1	20,8	25,9	25,1	24,1	23,0	23,5	23,2	24,7	22,2	24,4	23,9
Taux de rotation	201,9	196,5	222,7	223,4	138,1	137,4	145,8	155,8	153,5	152,7	166,5	175,1
Taux de marge commerciale	128,8	125,5	124,4	129,1	123,3	128,0	130,8	130,1	125,0	127,2	128,4	129,7
Taux de valeur ajoutée	133,7	133,8	133,8	132,7	136,8	137,3	137,9	137,7	135,7	136,1	136,3	135,7
Taux d'EBE	107,0	105,5	107,0	106,6	106,9	106,6	106,9	106,8	107,0	106,2	106,9	106,7
Taux de résultat courant	103,3	102,0	103,6	103,4	103,6	103,3	103,8	103,9	103,5	102,8	103,7	103,7
Part du résultat exceptionnel	1,0	-1,8	-7,1	1,5	4,4	-2,3	3,1	3,7	3,4	-2,2	-0,4	2,9
Part du résultat financier	-22,6	-40,5	-22,1	-17,2	-31,5	-35,3	-24,8	-20,5	-28,7	-36,6	-23,9	-19,3
Variation de stocks	1,8	1,0	0,5	0,6	0,8	0,7	0,3	-0,1	1,1	0,8	0,4	0,2

(*) Les ratios moyens du tableau correspondent à une moyenne pondérée en fonction de l'importance des postes comptables. Il ne s'agit en aucun cas de simples moyennes de ratios.

Graphique 2. Rentabilité économique (analyse en composantes principales : axes 1,2,3 et 4)



Lecture du graphique : Les deux cercles représentent respectivement le cercle de corrélation du premier et du second plan factoriel issus de l'analyse en composantes principales (ici, le premier et le second plans expliquent respectivement 63% et 19% de l'inertie totale). Les variables sont d'autant mieux représentées qu'elles se situent en bordure du cercle. Deux variables proches l'une de l'autre sont positivement corrélées. Deux variables diamétralement opposées sont négativement corrélées. Une absence de corrélation se traduit enfin par l'orthogonalité géométrique entre les deux variables. L'évolution entre 1995 et 1998/99 est représentée par une flèche, dont l'origine et la destination s'appliquent respectivement au début et à la fin de la période considérée. Le premier plan factoriel traduit ici un effet « niveau » et regroupe l'ensemble des taux de marge et de rentabilité (à l'exception du taux de valeur ajoutée). Le second plan factoriel traduit davantage un effet « évolution » des ratios au cours de la période. On note ici, une évolution dans le même sens de tous les ratios (à l'exception à nouveau de la valeur ajoutée). Cette évolution est orthogonale aux variables qualitatives structurelles des jeunes entreprises (variables « facteur 1 » et « facteur 2 »).

En seconde analyse, trois enseignements peuvent être tirés de l'étude de l'évolution des soldes intermédiaires de gestion (S.I.G) constituant la formation du résultat ¹⁶.

¹⁶ Pour une meilleure interprétation des résultats, nous adoptons une approche en termes de taux : les produits et les charges qui composent les soldes intermédiaires de gestion (marge commerciale, valeur ajoutée, résultat d'exploitation, résultat courant) sont ainsi rapportés et non soustraits de sorte qu'un taux de S.I.G. inférieur à 100% signifie un solde négatif.

Premièrement, les charges salariales sont celles qui amplifient le plus le niveau des résultats (cf. tableau 3) : le passage du taux de valeur ajoutée (VA) au taux d'excédent brut d'exploitation (EBE) traduit ce fait puisque l'ensemble des entreprises passe d'un taux de VA proche de 140% à un taux d'EBE plus faible de près de 30 points ¹⁷. Cette amplitude est encore plus marquée pour les unités reprises ou transformées dans la mesure où la maîtrise des coûts salariaux, sans doute plus aisée et/ou déterminante chez les plus jeunes, permet de garantir un bon niveau d'EBE et le maintien relatif du niveau de rentabilité économique.

Deuxièmement, le taux de VA n'est pas corrélé au niveau des autres ratios déterminés à partir des S.I.G, en particulier le taux d'EBE (cf. graphique 2). Par conséquent, le partage de la valeur ajoutée diffère selon les entreprises. D'un côté, des entreprises dont la VA est faible (notamment les entreprises de petite taille) affichent un niveau d'EBE raisonnable à condition de maintenir le niveau des charges salariales suffisamment bas. En effet, dans le cas contraire, leur taux d'EBE peut s'avérer plus faible comparativement aux résultats obtenus par les entreprises de l'échantillon (par exemple, les créations pures en 1996). De l'autre, les entreprises reprises ou transformées dont le taux de VA est plus élevé que celui des entreprises de moindre taille et nouvellement créées affichent un taux d'EBE soutenu malgré le poids de leurs charges salariales.

Troisièmement, l'évolution temporelle du taux de marge brut, du taux d'EBE et du taux de résultat courant ne dépend pas des caractéristiques intrinsèques des jeunes entreprises (cf. graphique 2 : les variables « facteur 1 » et « facteur 2 » sont orthogonales aux ratios de marge) : l'environnement macro-économique semble donc le déterminant majeur de cette évolution. En revanche, l'évolution du poids de la contrainte financière et du volume des stocks est sensible au mode de création de l'entreprise (cf. tableau 3) : les entreprises reprises ou transformées profitent des restructurations prenant place durant leurs quatre premières années d'existence pour réduire le poids de leur contrainte financière. La part de leur résultat financier dans le résultat économique (négatif sur l'ensemble des entreprises) s'accroît en effet de 35% sur la période suite à une réduction du levier d'endettement particulièrement importante chez les entreprises reprises ou transformées. Ensuite, la réussite des opérations de restructuration inhérentes à ce genre de création se traduit également par le ralentissement sensible de l'accroissement du volume de stocks de marchandises et de produits finis.

¹⁷ Dans la mesure où ces soldes s'imbriquent les uns aux autres, ceux qui, par exemple, contribuent le plus à la dégradation des performances sont ceux qui *amplifient* la chute par rapport au solde précédent.

Risque financier : une amélioration rapide et généralisée

Du point de vue financier, l'effet de levier et le niveau de la trésorerie varient différemment selon les caractéristiques intrinsèques des entreprises nouvellement créées.

En premier lieu, les quatre premières années d'activité sont l'occasion pour les jeunes entreprises, plus particulièrement celles transformées ou reprises, de diminuer sensiblement leur risque financier en réduisant de plus de 50 points leur levier d'endettement généralement plus élevé que celui de la moyenne des entreprises (cf. tableau 4). Cette baisse se traduit alors par une amélioration de la part du résultat financier dans le résultat économique.

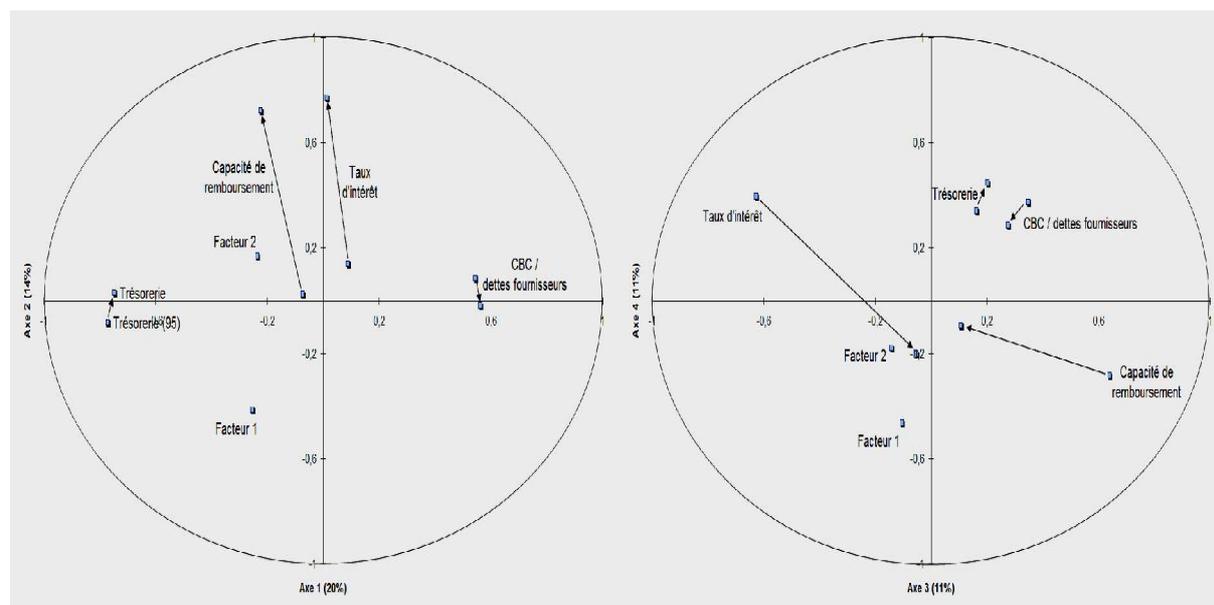
En second lieu, la trésorerie révèle deux caractéristiques intéressantes : d'une part, son évolution diffère avec le mode de création ainsi que la taille (cf. tableau 4) ; d'autre part, le niveau de trésorerie apparaît négativement corrélé au ratio CBC/dettes fournisseurs (cf. graphique 3) sensé refléter la facilité d'accès des nouvelles unités au marché du crédit bancaire. Tout d'abord, la trésorerie des entreprises issues d'une création pure est plus élevée que celle des entreprises transformées ou reprises mais elle décroît régulièrement alors que l'on observe une évolution inverse de la trésorerie des entreprises transformées ou reprises depuis 1996. Ensuite, la corrélation négative entre la trésorerie et le ratio CBC/dettes fournisseurs, indépendamment de la capacité de remboursement et du taux d'intérêt apparent, fournit deux enseignements. D'une part, les jeunes entreprises qui connaissent des difficultés d'accès au crédit bancaire augmentent leur trésorerie en réduisant leur besoin en fonds de roulement. Cette particularité des jeunes entreprises se traduit jusqu'en 1997/1998 par une position nette débitrice sur le crédit interentreprises. D'autre part, le manque d'influence du taux d'intérêt apparent sur la trésorerie de l'entreprise résulte du fait que ce dernier ne varie pas significativement sur la période étudiée. En effet, les différences de niveau du taux d'intérêt apparent dépassent rarement un point entre les différents critères retenus : taille et origine de la création. Ce résultat provient vraisemblablement du caractère relativement grossier de l'indicateur de taux d'intérêt apparent. Il traduit par ailleurs le caractère individuel des variables qui déterminent le coût du crédit. Ces variables dépendent notamment de l'asymétrie d'information qui existe entre le débiteur et son bailleur de fonds (quelle que soit la taille ou l'origine, la qualité du projet demeure difficile à appréhender du point de vue bancaire lorsqu'il s'agit de nouvelles entreprises). Enfin, le taux d'intérêt n'est pas la seule variable pertinente à retenir lorsque l'on s'intéresse aux conditions d'accès au crédit : le rôle des sûretés, réelles ou personnelles, le jeu des prêts bonifiés, le terme du crédit et l'accès plus

ou moins aisé au marché des capitaux sont autant d'éléments qu'il faudrait prendre en compte pour conclure de manière sérieuse sur les conditions d'accès au crédit des jeunes entreprises. Dans cette perspective, les seules données comptables s'avèrent insuffisantes pour ce type d'approche. En particulier, nous avons vu que les créations qui bénéficient d'un coût du crédit raisonnable (égal ou inférieur à la moyenne de la population SINE-94) sont également celles qui connaissent le plus fréquemment des refus de prêt.

Tableau 4. Risque financier (ratios agrégés moyens)

7461 observations (échantillon redressé), en %	Créations pures				Reprises et transformations				Ensemble			
	1995	1996	1997	1998/99	1995	1996	1997	1998/99	1995	1996	1997	1998/99
Rentabilité financière	43,9	28,5	49,1	43,5	35,6	29,4	32,6	31,7	37,9	29,1	37,2	35,2
Levier financier	124,0	126,5	108,6	91,6	130,9	108,5	92,3	79,9	129,0	113,2	96,8	83,3
Rentabilité du capital financier	39,3	33,3	38,9	42,6	30,0	28,5	30,7	31,0	32,5	29,8	33,1	34,5
Taux d'intérêt apparent	9,0	9,6	9,7	9,5	8,8	8,9	8,5	8,7	8,9	9,1	8,8	8,9
Capacité de remboursement	51,0	38,1	51,1	60,5	33,4	34,1	39,3	45,8	38,0	35,2	42,8	50,5
Trésorerie (en jours de CA)	13,6	10,4	11,3	11,6	9,3	7,7	7,8	9,9	10,7	8,6	9,1	10,5
Marge / prélèvements financiers	702,2	547,8	686,4	824,5	527,3	535,5	634,9	715,3	573,7	539,2	651,8	752,8

Graphique 3. Risque financier (analyse en composantes principales : axes 1,2,3 et 4)



Enfin, deux résultats contredisent l'idée selon laquelle les jeunes entreprises créées seraient financièrement plus risquées.

Premièrement, les plus petites entreprises nouvellement créées se distinguent par une forte capacité de remboursement, entre 40% et 60%. A titre de comparaison, la population nationale – toutes entreprises confondues – présentait une capacité de remboursement inférieure à 30% dans les années quatre-vingt-dix.

Deuxièmement, les créations pures présentent une meilleure capacité de remboursement que les entreprises reprises ou transformées. En l'occurrence, les taux de marge sur prélèvements financiers sont 2 à 3 fois supérieurs à ceux de la moyenne nationale (cf. Blazy, Charlety et Combier, [1993]). La réduction du risque de solvabilité de cette population s'explique par les mesures d'aides et de conseils dont elle bénéficie et qui constitue indéniablement un avantage concurrentiel par rapport aux autres entreprises. Sur ce point, l'analyse de l'axe 2 du graphique 3 est révélatrice : les entreprises présentant un « facteur 1 » élevé (essentiellement des PME reprises plutôt fragiles) sont celles qui, en moyenne, voient leur capacité de remboursement s'éroder en fin de période. Cette évolution n'étant vraisemblablement pas attribuable au coût du crédit qui a également tendance à diminuer pour ces entreprises.

Structure de bilan : une trésorerie financée tantôt par des ressources longues, tantôt par de faibles besoins en fonds de roulement

Le niveau global de trésorerie qui affecte directement le risque de solvabilité est satisfaisant bien qu'il soit en légère diminution pour les créations pures entre 1995 et 1998/99, révélant ainsi l'impact de la suppression des aides à la création au bout de quelques années d'exercice (cf. *supra*). Toutefois, les éléments constitutifs de la trésorerie¹⁸ et la structure de bilan varient selon la population étudiée et le critère retenu.

Premièrement, la trésorerie des plus petites entreprises et des créations pures est largement financée par des ressources longues : leur fonds de roulement est plus élevé et progresse dans tous les cas entre 3 et 4 points durant les premières années d'existence. En revanche, le besoin en fonds de roulement des créations pures, très faible au moment de la création, augmente très fortement entre 1995 et 1999 et dépasse même les besoins en fonds de roulement des entreprises reprises ou transformées en fin de période (cf. tableau 5). Cette évolution s'explique en partie par une baisse très importante du délai de rotation fournisseurs pourtant largement supérieur à celui des entreprises transformées ou reprises. Les créations pures souffrent vraisemblablement d'un accès plus difficile au marché du crédit bancaire de sorte que les fournisseurs sont contraints de soutenir des entreprises dont les garanties sont insuffisantes pour accéder au marché du crédit. Pour se prémunir, les fournisseurs doivent donc limiter autant que possible leurs encours compte tenu des garanties que représentent les

¹⁸ La trésorerie est égale à la différence entre le montant des fonds de roulement (FR) et le montant des besoins en fonds de roulement (BFR).

actifs et les capitaux propres de leurs clients. A l'inverse, les délais de rotation clients n'expliquent pas l'évolution précédente des besoins en fonds de roulement. Leur quasi stagnation traduit davantage une certaine faiblesse du portefeuille client qu'une bonne maîtrise des retards de paiement ou un pouvoir de négociation important.

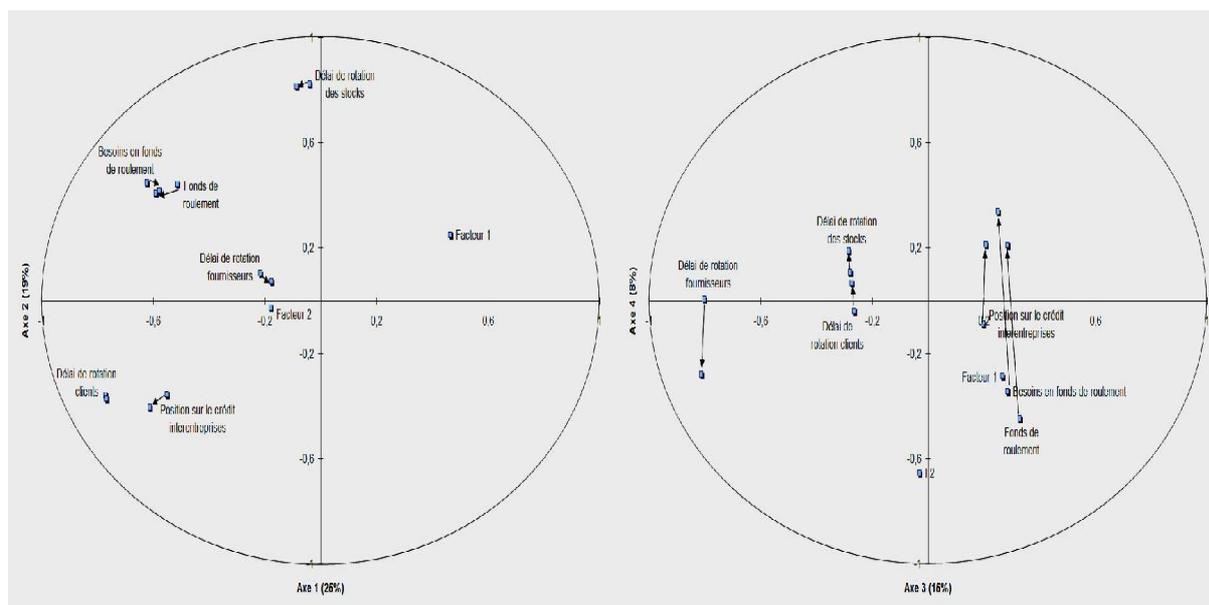
Deuxièmement, la trésorerie des plus grandes entreprises reprises ou transformées se maintient grâce à la maîtrise relative de leurs besoins en fonds de roulement, parfois négatifs. Ce dernier point peut traduire le fait que la population des entreprises créées au cours du premier semestre 1994 se distingue par une part relative d'entreprises commerciales reprises plus importante que celle des entreprises créées *ex nihilo*. Or, on sait que le secteur du commerce (de détail en particulier) se caractérise structurellement par des besoins en fonds de roulement négatifs. Néanmoins, la dynamique des ratios a déjà montré que cette opposition n'était pas vérifiée en tout début de période (1995). La progression limitée de leur besoin en fonds de roulement est à rapprocher d'une légère tendance à la hausse des délais de rotation fournisseurs alors que le délai de rotation clients demeure dans la moyenne globale des jeunes entreprises.

L'analyse de l'évolution des ratios individuels en fonction des caractéristiques qualitatives des jeunes entreprises est ici, à nouveau particulièrement intéressante. En particulier, l'axe 1 du graphique 4 traduit une corrélation négative entre la variable « facteur 1 » et les ratios de structure (fond de roulement, besoins en fonds de roulement, rotation clients et position sur le crédit interentreprises). Ainsi, les PME reprises par des entrepreneurs peu expérimentés, relativement fragiles et opérant dans des secteurs traditionnels (variable « facteur 1 » élevée) sont celles qui présentent les plus faibles niveaux de fonds de roulement : elles substituent vraisemblablement ce manque de ressources longues par un excédent de ressources courtes commerciales. Ce fait se traduit par une position nette sur le crédit interentreprises négative et aggravée par la faiblesse du portefeuille clients.

Tableau 5. Structure de bilan (ratios agrégés moyens)

7461 observations (échantillon redressé), en %	Creations pures				Reprises et transformations				Ensemble			
	1995	1996	1997	1998/99	1995	1996	1997	1998/99	1995	1996	1997	1998/99
Endettement a court terme	12,1	13,3	12,2	14,3	13,6	14,6	19,3	12,6	13,2	14,2	17,1	13,1
CBC / dettes fournisseurs	6,9	8,0	6,5	7,1	15,3	14,5	16,4	9,9	11,8	11,9	12,3	8,7
FR (en jours de CA)	15,1	16,0	18,4	19,9	14,2	15,0	15,6	17,7	14,5	15,4	16,7	18,5
BFR (en jours de CA)	1,5	5,7	7,1	8,3	4,9	7,3	7,8	7,8	3,8	6,7	7,6	8,0
Délai de rotation fournisseurs	77,6	72,4	70,1	67,4	56,2	58,7	61,2	60,2	63,4	63,6	64,6	63,1
Délai de rotation clients	25,5	26,7	25,3	25,0	25,2	27,2	26,9	25,5	25,3	27,0	26,3	25,3
Pos°. sur crédit interentreprises	86,8	90,1	94,3	95,9	94,5	91,4	94,7	98,4	91,3	90,9	94,5	97,3

Graphique 4. Structure de bilan (analyse en composantes principales : axes 1,2,3 et 4)



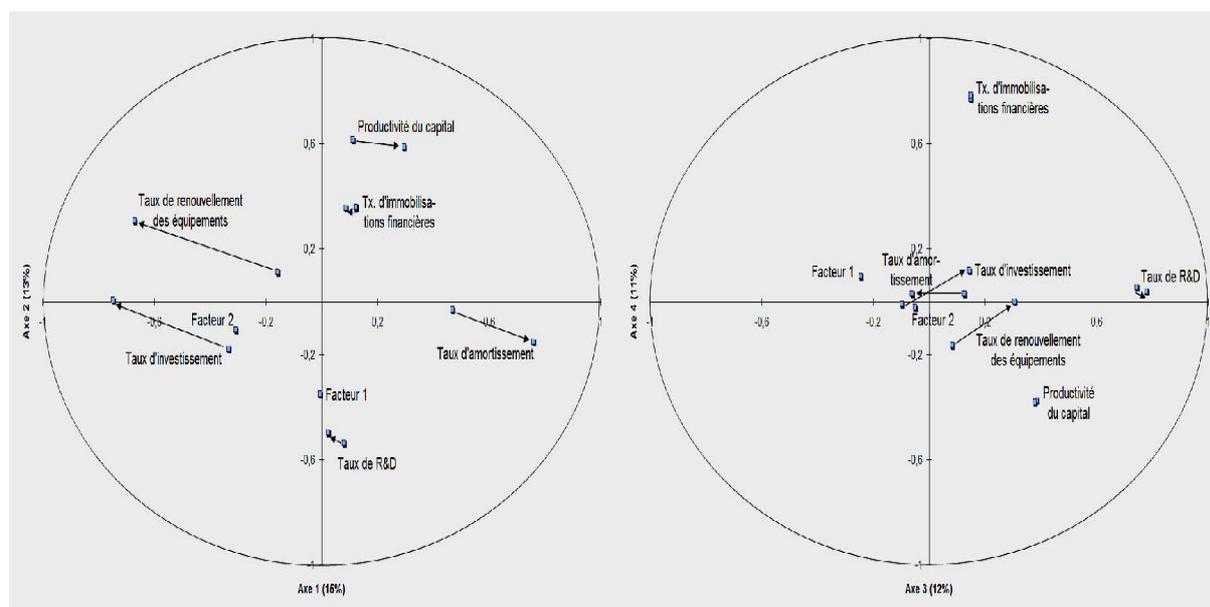
Dynamique industrielle : l'investissement en diminution constante

Par rapport à la population nationale (cf. Blazy, Charlety et Combiér [1993]), les jeunes entreprises se distinguent par des taux d'investissement deux fois plus faibles et en diminution. Cette baisse est encore plus sensible pour les grandes entreprises et pour les créations pures, de sorte qu'après une mise de fonds initiales, ces entreprises semblent attendre quelques exercices avant d'envisager de nouveaux investissements : le taux de renouvellement des équipements ne cesse de diminuer sur la période considérée (cf. tableau 6). Cette caractéristique explique en partie la faiblesse de l'intensité capitaliste qui croît seulement de 4,5% par an. Le vieillissement des équipements dont témoigne également la baisse de la productivité du capital pourrait impliquer une moindre performance économique. Néanmoins, la productivité du capital est structurellement élevée pour les jeunes entreprises qui, du fait du progrès technique, bénéficient, en partie du moins, d'équipements plus récents. L'activité de recherche se distingue cependant des remarques qui précèdent : en fin de période, celle-ci est en effet davantage le fait des créations pures commercialement dynamiques et financièrement peu risquées (« facteur 1 » plutôt faible et « facteur 2 » plutôt élevé : cf. graphique 4).

Tableau 6 : Dynamique industrielle (ratios agrégés moyens)

7461 observations (échantillon redressé), en %	Creations pures				Reprises et transformations				Ensemble			
	1995	1996	1997	1998/99	1995	1996	1997	1998/99	1995	1996	1997	1998/99
Intensité capitalistique	123,7	125,6	126,1	138,4	90,5	100,8	111,7	119,9	101,0	109,1	116,8	126,5
Taux d'investissement	18,9	13,0	9,4	10,2	12,1	8,9	7,7	7,5	14,3	10,3	8,3	8,5
Obsolescence (amortissement)	20,9	30,5	38,8	45,3	27,5	36,8	45,1	51,4	24,9	34,4	42,7	49,0
Productivité du capital	191,7	181,0	192,7	181,6	257,7	227,2	213,4	203,7	232,3	209,3	205,4	195,1
Productivité du travail	237,1	227,3	243,0	251,2	233,3	229,0	238,3	244,3	234,5	228,4	239,9	246,8
Taux de provisionnement clients	2,8	3,3	4,0	3,9	2,5	3,0	3,1	3,2	2,6	3,1	3,5	3,5
Taux de R&D	0,8	0,7	0,6	0,7	1,2	0,8	0,8	0,7	1,1	0,8	0,7	0,7

Graphique 5. Dynamique industrielle (analyse en composantes principales : axes 1,2,3 et 4)



Implications économiques des résultats obtenus

Notre approche a tenté de répondre successivement à deux questions : d'une part, les jeunes entreprises présentent-elles des caractéristiques distinctes selon le mode de création et, d'autre part, ces caractéristiques s'accompagnent-elles de performances économiques et financières significativement différentes ?

Premièrement, il apparaît effectivement une hétérogénéité dans les caractéristiques des jeunes entreprises en fonction du mode de création (pure, par transformation ou suite à une reprise). Il existe en effet un lien significatif entre le projet du créateur et la forme organisationnelle qu'il donne à son projet. En particulier, la création pure apparaît comme le mode le plus adapté pour accompagner deux profils de projets : soit un projet innovant, fortement autofinancé et concentré sur une clientèle importante, soit un projet de taille plus

modeste, bénéficiant d'aides publiques actives et accompagnant l'ascension sociale du chef d'entreprise. Ce résultat est peu surprenant : d'un point de vue schumpétérien, l'innovation est en effet la principale cause de la création du projet d'entreprendre. D'un point de vue sociologique, la création d'entreprise peut également apparaître comme un moyen de changer rapidement de catégorie socio professionnelle : ici, la création constitue un moyen alternatif à la stratégie d'accumulation de capital humain et peut, dans une certaine mesure, trouver son origine dans les imperfections du marché du travail. Pour leur part, les transformations s'intègrent directement dans un processus de croissance interne : conformément à la théorie des organisations, ce type de croissance est bien adapté lorsqu'il s'agit de réduire les coûts d'information et de hiérarchie qui caractérisent les plus grandes entreprises. Il n'est donc pas étonnant de retrouver, parmi les entreprises transformées, des firmes de taille relativement importante, possédant plusieurs filiales et disposant d'un véritable système de gouvernement d'entreprise. Enfin, les reprises se destinent assez logiquement aux entreprises plus fragiles. Notons, sur ce point, la part non négligeable des opérations de reprises faisant suite à la cession d'entreprises défailtantes (temporairement illiquides mais solvables à long terme).

Les profils d'évolution économiques et financières des jeunes entreprises sont également riches d'enseignements : leur étude constitue notre second axe d'analyse. Pour cela, nous avons distingué quatre facteurs d'évolution : économique, financier, structurel et industriel.

Le premier résultat significatif concerne la performance économique des entreprises : en niveau, celle-ci est significativement plus élevée pour les petites créations et les reprises. Ces dernières répondent vraisemblablement à un motif de croissance qui ne relève pas seulement d'une quelconque stratégie défensive. En revanche, il est intéressant de noter que *l'évolution* des rentabilités économiques n'est pas corrélée avec le mode de création : celle-ci est donc attribuable en majeure partie à des facteurs exogènes / macroéconomiques qui s'appliquent à l'ensemble des jeunes entreprises, quelle que soit leur origine. La performance et le risque financiers des entreprises opposent à nouveau les grosses créations innovantes et les transformations aux autres modes de créations (petites créations pures et reprises d'entreprises fragiles et/ou modestes). En particulier, alors que toutes les jeunes entreprises présentent un risque financier similaire en début de période, les grosses créations innovantes et les transformations accroissent régulièrement leur capacité de remboursement, témoignant ainsi d'une stratégie économique et financière maîtrisée. Ici, le processus de création peut être

considéré comme un des outils dont disposent les entreprises pour rationaliser le niveau de leurs performances. Cette amélioration de la solvabilité s'accompagne néanmoins d'une augmentation du taux d'intérêt apparent par rapport aux premières années d'existence où intervient plus fréquemment la bonification des taux. Le risque financier des entreprises est directement lié à la structure de leur bilan. Aussi, il n'est pas étonnant de voir se traduire le caractère modeste de l'activité commerciale des petites créations et des reprises par une position nette sur le crédit interentreprises négative : cet excédent de ressources courtes est alors un bon moyen de faire face aux refus de prêts bancaires dont semblent souffrir cette population. La forte contrainte que représente le financement d'une nouvelle activité se traduit enfin par la baisse continue de la dynamique industrielle : en France, la création semble suivre un processus d'investissement initial de type « *one shot* », peu étalé dans le temps. La question du renouvellement des équipements par ces entreprises constitue donc un réel facteur de risque qui devrait être pris en compte dans leur stratégie de développement, sous peine d'accroître le risque de défaillance, très élevé au cours des cinq premières années d'activité.

Bibliographie

- Andreff M. et Redor D. (2001)**, « Les nouvelles entreprises et les créations d'emploi : une étude économétrique sur données individuelles », communication au séminaire 2001 de la direction des statistiques d'entreprises de l'Insee, intitulé la création d'entreprises.
- Banque de France (1988)**. « Méthode d'analyse financière », service d'analyses méthodologiques de la centrale de bilans.
- Bester H. (1985)**, « Screening vs. Rationing in credit markets with imperfect information », *American Economic Review*, 57, pp. 850 – 855.
- Blazy R. (1999)**, « Modifications de comportement précédant la défaillance d'entreprise : l'impact des cessions d'actifs sur la relation de crédit », *Recherches Economiques de Louvain*, vol. 65, n°2, pp. 225 – 275.
- Blazy R., Charlety P. et J. Combier (1993)**, « Les défaillances d'entreprises : des difficultés visibles plusieurs années à l'avance », *Economie et Statistique*, n° 268/269, pp. 101 – 111.
- Bonneau J. et D. Francoz (1987)**, « Le devenir des entreprises créées en 1987 », *Insee Première*, n° 312.
- Bourdieu J. et B. Colin-Sédillot (1993)**, « Structure du capital et coûts d'information : le cas des entreprises françaises à la fin des années 80 », *Economie et Statistique*, n° 268/269, pp. 87 – 100.
- Callies J-M. (1988)**, « Une entreprise sur deux disparaît avant cinq ans », *Economie et Statistique*, n° 215, pp. 45 - 50.

- Demoly E. et B. Thirion (2001)**, « Les cinq premières années des nouvelles entreprises », *Insee Première*, n° 815, décembre.
- Edwards J. et K. Fischer (1994)**, « Banks, finance and investment in Germany », Cambridge University Press.
- Estrade M-A. et N. Missègue (2001)**, « Se mettre à son compte et rester indépendant », *Economie et Statistique*, pp. 337 – 338, février.
- Godbillon-Camus B. et L. Weill (2001)**, « Influences institutionnelles et politiques de fonds propres en Europe », document de travail LARGE, Université Robert Schuman.
- INSEE (2001)**, « Créations et créateurs d'entreprises », Insee Résultats (papier et cederom), n° 773, décembre.
- Johnson S.A. (1997)**, « An empirical analysis of the determinants of corporate debt ownership structure », *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, vol. 32, n° 1, pp. 47 – 69.
- Lamontagne E. et B. Thirion (2000)**, « Création d'entreprises : les facteurs de survie », *Insee Première*, n° 703, mars.
- Laulhé P. (1988)**, « se mettre à son compte : des installations plus nombreuses, mais plus fragiles », *Economie et Statistique*, n° 209, pp. 23 – 31.
- Rajan R. (1992)**, « Insiders and outsiders : the choice between relationship and arm's length debt », *Journal of Finance*, vol. 47, pp. 1367 – 1400.
- Renne C. (2001)**, « Créations et créateurs : des chiffres », communication au séminaire 2001 de la direction des statistiques d'entreprises de l'Insee, intitulé la création d'entreprises.
- Sharpe S. (1990)**, « Asymmetric information, bank lending and implicit contracts : a stylised model of customer relationships », *Journal of Finance*, vol. 45, pp. 1069 – 1087.
- Stiglitz J. et A. Weiss (1981)**, « Credit rationing in markets with imperfect information », *American Economic Review*, vol. 71, n° 3, pp. 393 – 410.

Annexes

Annexe 1. L'enrichissement du fichier SINE par l'ajout de variables financières

Le cylindre d'entreprises élaboré est formé des entreprises créées au cours du premier semestre 1994 et présentant des comptes cohérents pour chaque année entre 1995/96 et 1998/99. Quoique certaines entreprises publiaient leurs premiers comptes dès 1994 (en particulier, les entreprises reprises ou transformées), une année d'attente est le plus souvent nécessaire avant que soient publiés les premières informations relatives à un exercice complet.

Les variables financières sont issues du fichier des liasses fiscales SUSE qui constitue un ensemble cohérent de statistiques structurelles sur les entreprises par l'exploitation coordonnée des déclarations fiscales et des enquêtes annuelles d'entreprises. Les données issues des comptes de résultat et des bilans de la quasi-totalité des entreprises françaises¹⁹ bénéficient ainsi d'une unification des différentes sources, notamment du traitement des mouvements de restructuration. A notre niveau, les retraitements comptables nécessaires ont consisté à retenir uniquement les entreprises pour lesquelles les données de bilan étaient les plus complètes, c'est-à-dire les entreprises soumises au régime normal d'imposition²⁰ ou au régime simplifié d'imposition. De la sorte, seules les entreprises relevant du forfait d'imposition ont été exclues, compte tenu du caractère excessivement fruste de leur information comptable. Ce choix implique néanmoins un biais d'échantillonnage dans la mesure où il évacue les entreprises les plus petites et les plus fragiles. De même, nous n'avons conservé que les entreprises présentant une durée d'exercice comprise entre 11 et 13 mois et clôturant systématiquement leurs comptes dans la même moitié de l'année sur toute la période. Nous avons ainsi reclassé dans l'année précédente les entreprises clôturant le plus souvent avant le mois de juin, ceci afin d'éviter les distorsions dues aux fluctuations de la conjoncture (ces reclassements représentent une part non négligeable du fichier SUSE : 23% de l'échantillon. La cohérence interne des postes comptables a également été vérifiée (le total d'un poste devant être égal à la somme des sous postes, moyennant une tolérance de 5%). Enfin, nous avons retenu une approche en termes de cylindre de sorte que seules les entreprises présentes sur l'ensemble de la période (1994-1999) sont conservées : l'avantage de cette méthode est de suivre sur quatre ans une population comparable et parfaitement

¹⁹ Les plus petites entreprises sont enregistrées sous une forme simplifiée (Régime Simplifié d'Imposition).

²⁰ Il s'agit d'entreprises dont le chiffre d'affaires annuel est supérieur à 3,5 millions de francs dans l'industrie et le commerce et à 1 million de francs dans les services.

homogène ; son inconvénient est toutefois d'évincer les phénomènes de disparition précoce. Le nombre d'observations finalement obtenu est de 8060 entreprises (pondérées de manière à retrouver la structure de la population totale des entreprises pérennes sur la période étudiée), soit 26% de l'échantillon SINE-94.

	Nombre	% d'entreprises reclassées au vu de leur date de clôture d'exercice
Bénéfices réels normaux	2269	28%
Régime simplifié d'imposition	5791	22%
Total	8060	23%

La prise en compte des variables qualitatives issues de l'enquête SINE en vue de dresser une « carte d'identité » pour chaque entreprise appelle plusieurs commentaires. D'abord, nous conservons exclusivement les données caractéristiques du début (1994) et de la fin (1999) de la période étudiée. Bien qu'elle soit disponible, nous ne tenons pas compte de l'enquête intermédiaire datée de 1997 dans la mesure où la durée de l'enquête (5 ans) s'avère insuffisante pour révéler de quelconques effets de retournement. Ensuite, lorsqu'une variable est disponible uniquement à partir de 1997, seule l'année finale (1999) est retenue. Enfin, parmi l'éventail des variables renseignées, nous avons sélectionné uniquement les variables de *structure* de manière à ce qu'elles reflètent au mieux les caractéristiques intrinsèques des observations (cf. encadré 2). Ainsi, les variables peu renseignées, conjoncturelles (telles que les opinions du chef d'entreprise, sauf si la variable peut mettre en évidence des erreurs d'anticipation ou de stratégie) ou explicatives d'autres variables et, par conséquent, redondantes ont été évacuées de l'analyse.

Encadré 2. Les types de variables retenues dans l'enquête SINE-94

Les variables SINE-94 retenues dans l'étude (sur les trois vagues d'enquête) représentent 132 modalités de variables (dont certaines regroupées par modalités simplifiées) :

1. Variables décrivant les *caractéristiques intrinsèques* de l'entreprise au moment de sa création (enquête 1994, y compris les conditions de la création) et en régime de croissance (année 1999, au bout de 5 ans d'activité) ;

2. Variables décrivant la *politique stratégique* de l'entreprise au début de son activité (1994, quand disponible) et après 5 ans d'activité (recentrage, licenciements...) : année 1999 (quand disponible) ;

3. Variables décrivant *l'environnement économique, social et financier* des entreprises : années 1994 (environnement initial, quand disponible) et 1999 (environnement final, quand disponible).

Annexe 2. Les retraitements financiers opérés lors de l'appariement SINE-94 SUSE (applicables entièrement sur le BRN, partiellement sur le RSI)

Les entreprises de chaque secteur ont été réparties en deux classes en fonction de leur taille : le seuil étant fixé à 10 salariés dans l'industrie et 6 salariés dans le tertiaire. De même, une ventilation des entreprises au sein de l'industrie, du commerce et des services a servi lors de l'exploitation des données financières. Les retraitements comptables effectués adoptent une approche liquidative souvent retenue par les établissements de crédit²¹. Comme en témoignent les points (1) et (2) de l'encadré 3, certains éléments d'annexe ont été remontés dans le résultat et le compte de résultat des entreprises.

Encadré 3. Les retraitements financiers appliqués au fichier de liasses fiscales SUSE

Les retraitements financiers opérés sur le fichier SUSE modifient sensiblement la structure du bilan et du compte de résultat de chaque entreprise. Il s'agit notamment d'intégrer les éléments figurant dans l'annexe (engagements hors bilan...) et qui, d'un point de vue économique mériteraient de figurer dans ces deux documents comptables.

1. Bilan retraité

a. *Fonds propres* : diminués des « non-valeurs », c'est-à-dire l'ensemble des postes d'actif n'ayant pas de véritable valeur de liquidation.

b. *Effets escomptés non échus (EENE)* : du fait du transfert de responsabilité en cas de défaillance du client (dont la créance a été escomptée auprès d'un établissement de crédit), les EENE s'ajoutent aux concours bancaires courants côté passif et aux créances clients côté actif.

c. *Crédit bail* : d'un point de vue économique, les biens loués en crédit bail participent à l'appareil productif. Ils s'ajoutent donc aux immobilisations corporelles : ne disposant que de sa valeur nette (en annexes), on applique à ce poste le même taux d'amortissement que les immobilisations corporelles. En contrepartie, les dettes financières sont accrues du même montant.

2. Compte de résultat retraité

a. *Charges de crédit bail* : elles sont retirées des charges externes, puis séparées et reclassées en amortissement et charges financières respectivement pour les parties principal et intérêts : ce partage n'a été possible que pour les entreprises soumises au régime général d'imposition (BRN) pour lesquelles l'information est suffisante.

b. *Participation des salariés* : compte tenu de son caractère minoritaire ou exceptionnel, elle est réintégrée dans les charges salariales.

²¹ Cf. Méthodologie d'analyse financière de la Banque de France, [1988].

PAPIERS

Laboratoire de Recherche en Gestion & Economie (LARGE)

- D.R. n° 1 "Bertrand Oligopoly with decreasing returns to scale",
J. Thépot, décembre 1993
- D.R. n° 2 "Sur quelques méthodes d'estimation directe de la structure par terme
des taux d'intérêt", P. Roger - N. Rossiensky, janvier 1994
- D.R. n° 3 "Towards a Monopoly Theory in a Managerial Perspective",
J. Thépot, mai 1993
- D.R. n° 4 "Bounded Rationality in Microeconomics", J. Thépot, mai 1993
- D.R. n° 5 "Apprentissage Théorique et Expérience Professionnelle",
J. Thépot, décembre 1993
- D.R. n° 6 "Strategic Consumers in a Durable-Goods Monopoly",
J. Thépot, avril 1994
- D.R. n° 7 "Vendre ou louer ; un apport de la théorie des jeux", J. Thépot, avril 1994
- D.R. n° 8 "Default Risk Insurance and Incomplete Markets",
Ph. Artzner - FF. Delbaen, juin 1994
- D.R. n° 9 "Les actions à réinvestissement optionnel du dividende",
C. Marie-Jeanne - P. Roger, janvier 1995
- D.R. n° 10 "Forme optimale des contrats d'assurance en présence de coûts
administratifs pour l'assureur", S. Spaeter, février 1995
- D.R. n° 11 "Une procédure de codage numérique des articles",
J. Jeunet, février 1995
- D.R. n° 12 Stabilité d'un diagnostic concurrentiel fondé sur une approche
markovienne du comportement de rachat du consommateur",
N. Schall, octobre 1995
- D.R. n° 13 "A direct proof of the coase conjecture", J. Thépot, octobre 1995
- D.R. n° 14 "Invitation à la stratégie", J. Thépot, décembre 1995
- D.R. n° 15 "Charity and economic efficiency", J. Thépot, mai 1996

- D.R. n° 16 "Pricing anomalies in financial markets and non linear pricing rules", P. Roger, mars 1996
- D.R. n° 17 "Non linéarité des coûts de l'assureur, comportement de prudence de l'assuré et contrats optimaux", S. Spaeter, avril 1996
- D.R. n° 18 "La valeur ajoutée d'un partage de risque et l'optimum de Pareto : une note", L. Eeckhoudt - P. Roger, juin 1996
- D.R. n° 19 "Evaluation of Lot-Sizing Techniques : A robustness and Cost Effectiveness Analysis", J. Jeunet, mars 1996
- D.R. n° 20 "Entry accommodation with idle capacity", J. Thépot, septembre 1996
- D.R. n° 21 "Différences culturelles et satisfaction des vendeurs : Une comparaison internationale", E. Vauquois-Mathevet - J.Cl. Usunier, novembre 1996
- D.R. n° 22 "Evaluation des obligations convertibles et options d'échange", A. Schmitt - F. Home, décembre 1996
- D.R. n° 23 "Réduction d'un programme d'optimisation globale des coûts et diminution du temps de calcul, J. Jeunet, décembre 1996
- D.R. n° 24 "Incertitude, vérifiabilité et observabilité : Une relecture de la théorie de l'agence", J. Thépot, janvier 1997
- D.R. n° 25 "Financement par augmentation de capital avec asymétrie d'information : l'apport du paiement du dividende en actions", C. Marie-Jeanne, février 1997
- D.R. n° 26 "Paiement du dividende en actions et théorie du signal", C. Marie-Jeanne, février 1997
- D.R. n° 27 "Risk aversion and the bid-ask spread", L. Eeckhoudt - P. Roger, avril 1997
- D.R. n° 28 "De l'utilité de la contrainte d'assurance dans les modèles à un risque et à deux risques", S. Spaeter, septembre 1997
- D.R. n° 29 "Robustness and cost-effectiveness of lot-sizing techniques under revised demand forecasts", J. Jeunet, juillet 1997
- D.R. n° 30 "Efficience du marché et comparaison de produits à l'aide des méthodes d'enveloppe (Data envelopment analysis)", S. Chabi, septembre 1997
- D.R. n° 31 "Qualités de la main-d'œuvre et subventions à l'emploi : Approche microéconomique", J. Calaza - P. Roger, février 1998
- D.R. n° 32 "Probabilité de défaut et spread de taux : Etude empirique du marché français", M. Merli - P. Roger, février 1998
- D.R. n° 33 "Confiance et Performance : La thèse de Fukuyama", J.Cl. Usunier - P. Roger, avril 1998

- D.R. n° 34 "Measuring the performance of lot-sizing techniques in uncertain environments", J. Jeunet - N. Jonard, janvier 1998
- D.R. n° 35 "Mobilité et décision de consommation : premiers résultats dans un cadre monopolistique", Ph. Lapp, octobre 1998
- D.R. n° 36 "Impact du paiement du dividende en actions sur le transfert de richesse et la dilution du bénéfice par action", C. Marie-Jeanne, octobre 1998
- D.R. n° 37 "Maximum resale-price-maintenance as Nash condition", J. Thépot, novembre 1998
- D.R. n° 38 "Properties of bid and ask prices in the rank dependent expected utility model", P. Roger, décembre 1998
- D.R. n° 39 "Sur la structure par termes des spreads de défaut des obligations », Maxime Merli / Patrick Roger, septembre 1998
- D.R. n° 40 "Le risque de défaut des obligations : un modèle de défaut temporaire de l'émetteur", Maxime Merli, octobre 1998
- D.R. n° 41 "The Economics of Doping in Sports", Nicolas Eber / Jacques Thépot, février 1999
- D.R. n° 42 "Solving large unconstrained multilevel lot-sizing problems using a hybrid genetic algorithm", Jully Jeunet, mars 1999
- D.R. n° 43 "Niveau général des taux et spreads de rendement", Maxime Merli, mars 1999
- D.R. n° 44 "Doping in Sport and Competition Design", Nicolas Eber / Jacques Thépot, septembre 1999
- D.R. n° 45 "Interactions dans les canaux de distribution", Jacques Thépot, novembre 1999
- D.R. n° 46 "What sort of balanced scorecard for hospital", Thierry Nobre, novembre 1999
- D.R. n° 47 "Le contrôle de gestion dans les PME", Thierry Nobre, mars 2000
- D.R. n° 48 "Stock timing using genetic algorithms", Jerzy Korczak – Patrick Roger, avril 2000
- D.R. n° 49 "On the long run risk in stocks : A west-side story", Patrick Roger, mai 2000
- D.R. n° 50 "Estimation des coûts de transaction sur un marché gouverné par les ordres : Le cas des composantes du CAC40", Laurent Deville, avril 2001
- D.R. n° 51 "Sur une mesure d'efficacité relative dans la théorie du portefeuille de Markowitz", Patrick Roger / Maxime Merli, septembre 2001
- D.R. n° 52 "Impact de l'introduction du tracker Master Share CAC 40 sur la relation de parité call-put", Laurent Deville, mars 2002

- D.R. n° 53 "Market-making, inventories and martingale pricing", Patrick Roger / Christian At / Laurent Flochel, mai 2002
- D.R. n° 54 "Tarification au coût complet en concurrence imparfaite", Jean-Luc Netzer / Jacques Thépot, juillet 2002
- D.R. n° 55 "Is time-diversification efficient for a loss averse investor ?", Patrick Roger, janvier 2003
- D.R. n° 56 "Dégradations de notations du leader et effets de contagion", Maxime Merli / Alain Schatt, avril 2003
- D.R. n° 57 "Subjective evaluation, ambiguity and relational contracts", Brigitte Godbillon, juillet 2003
- D.R. n° 58 "A View of the European Union as an Evolving Country Portfolio", Pierre-Guillaume Méon / Laurent Weill, juillet 2003
- D.R. n° 59 "Can Mergers in Europe Help Banks Hedge Against Macroeconomic Risk ?", Pierre-Guillaume Méon / Laurent Weill, septembre 2003
- D.R. n° 60 "Monetary policy in the presence of asymmetric wage indexation", Giuseppe Diana / Pierre-Guillaume Méon, juillet 2003
- D.R. n° 61 "Concurrence bancaire et taille des conventions de services", Corentine Le Roy, novembre 2003
- D.R. n° 62 "Le petit monde du CAC 40", Sylvie Chabi / Jérôme Maati
- D.R. n° 63 "Are Athletes Different ? An Experimental Study Based on the Ultimatum Game", Nicolas Eber / Marc Willinger
- D.R. n° 64 "Le rôle de l'environnement réglementaire, légal et institutionnel dans la défaillance des banques : Le cas des pays émergents", Christophe Godlewski, janvier 2004
- D.R. n° 65 "Etude de la cohérence des ratings de banques avec la probabilité de défaillance bancaire dans les pays émergents", Christophe Godlewski, Mars 2004
- D.R. n° 66 "Le comportement des étudiants sur le marché du téléphone mobile : Inertie, captivité ou fidélité ?", Corentine Le Roy, Mai 2004
- D.R. n° 67 "Insurance and Financial Hedging of Oil Pollution Risks", André Schmitt / Sandrine Spaeter, September, 2004
- D.R. n° 68 "On the Backwardness in Macroeconomic Performance of European Socialist Economies", Laurent Weill, September, 2004
- D.R. n° 69 "Majority voting with stochastic preferences : The whims of a committee are smaller than the whims of its members", Pierre-Guillaume Méon, September, 2004

- D.R. n° 70 “Modélisation de la prévision de défaillance de la banque : Une application aux banques des pays émergents”, Christophe J. Godlewski, octobre 2004
- D.R. n° 71 “Can bankruptcy law discriminate between heterogeneous firms when information is incomplete ? The case of legal sanctions”, Régis Blazy, october 2004
- D.R. n° 72 “La performance économique et financière des jeunes entreprises”, Régis Blazy/Bertrand Chopard, octobre 2004.