

# Le financement de l'entreprise privée chinoise

Neil Gregory et Stoyan Tenev

Une enquête de 1999 portant sur plus de 600 entreprises privées chinoises montre qu'elles dépendent avant tout de l'autofinancement. Si l'on veut que le secteur privé chinois prospère, les entreprises devront pouvoir recourir davantage à l'emprunt externe et à l'émission d'actions.

**A**U COURS de la décennie écoulée, l'économie chinoise a connu une mutation qui a transformé un système dépendant complètement de l'entreprise d'État ou collectivisée en une économie mixte dans laquelle l'entreprise privée joue un grand rôle. Dès 1998, le secteur privé interne fournissait environ 27 % du PIB, et il n'était dépassé en importance économique que par le secteur d'État (il existe en outre des secteurs étranger, collectivisé et agricole). On constate qu'en dépit de son importance grandissante, à la fin de 1999 le secteur privé ne recevait que 1 % des prêts bancaires, et 1 % seulement des sociétés inscrites en bourse à Shanghai ou à Shenzhen n'étaient pas des entreprises d'État. Le contraste entre le dynamisme du secteur privé et son recours limité à l'intermédiation financière donne à penser que ce secteur pourrait ne pas être en mesure de maintenir son taux d'expansion actuel s'il n'accroît pas son accès au financement.

## Sources du financement

Une étude sur des sociétés privées de Beijing, Chengdu, Shunde (Guangdong) et Wenzhou (Zhejiang), qui a été effectuée en 1999 par la Société financière internationale (SFI), filiale de la Banque mondiale chargée du secteur privé, montre qu'environ 80 % des entreprises estimaient que leur manque d'accès aux capitaux était une contrainte préoccupante. Aussi

bien pour leur lancement que pour leur développement, elles dépendaient dans une très grande mesure de l'autofinancement. Plus de 90 % de leur capital de départ avaient été fournis par les principaux propriétaires et par les membres du personnel initial et leurs familles (voir tableau). Pour les investissements postérieurs au lancement, les entreprises considérées continuaient à dépendre dans une très grande mesure des ressources internes (graphique 1) et 62 % au moins des fonds avaient été fournis par les principaux propriétaires ou provenaient de bénéfices non distribués. En ce qui concerne les sources externes de financement, les réseaux informels, les mutuelles de crédit et les banques commerciales jouaient un rôle à peu près égal. L'émission d'actions, y compris dans le public, et le recours à l'emprunt public étaient négligeables.

Le poids respectif des différentes sources de financement dépend de la taille de l'entreprise considérée. À mesure qu'elle grandit, les sources internes tendent à perdre de leur importance. Dans le cas des plus petites entités, les sources externes sont principalement les réseaux informels, mais leur contribution tend à diminuer parallèlement à l'expansion de l'entreprise, tandis que les prêts des banques commerciales jouent un rôle grandissant. Les banques commerciales se placent au second rang, après les bénéfices non distribués, comme source de capitaux des plus

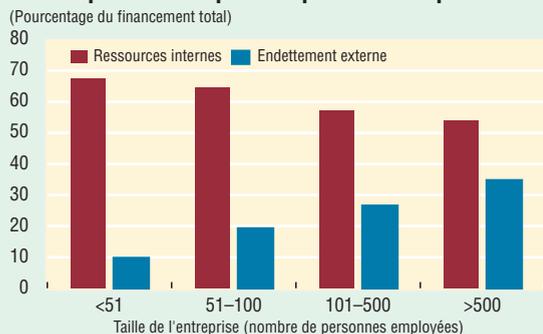
## Les entreprises privées chinoises dépendent avant tout de l'autofinancement

(Pourcentage des entreprises considérées)

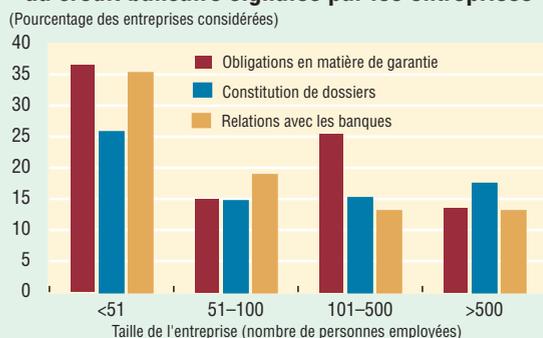
	Autofinancement	Prêts bancaires	Institutions non financières	Divers
Nombre d'années d'activité				
Moins de 3 ans	92,4	2,7	2,2	2,7
3 à 5 ans	92,1	3,5	0,0	4,4
6 à 10 ans	89,0	6,3	1,5	3,2
Plus de 10 ans	83,1	5,7	9,9	1,3
Ensemble des entreprises	90,5	4,0	2,6	2,9

Source : Neil Gregory, Stoyan Tenev, and Dileep M. Wagle, 2000, *China's Emerging Private Enterprises: Prospects for the New Century* (Washington: International Finance Corporation).

Graphique 1  
**Les entreprises qui se développent dépendent de plus en plus de l'emprunt**



Graphique 2  
**Les principaux obstacles à l'accès au crédit bancaire signalés par les entreprises**



Source : Neil Gregory, Stoyan Tenev, and Dileep M. Wagle, 2000, *China's Emerging Private Enterprises: Prospects for the New Century* (Washington: International Finance Corporation).

grandes entités. Il semble donc que les banques accordent davantage leur soutien aux entreprises privées de plus grande taille et relativement prospères. Cependant, en moyenne, les banques chinoises ne jouent qu'un rôle relativement faible dans le financement de l'entreprise privée : 29 % seulement des entreprises considérées dans l'enquête avaient obtenu des prêts au cours des cinq années précédentes.

Les entreprises chinoises dépendent plus des sources internes de financement que leurs homologues des économies en transition ou développées. Une enquête récente de la Banque mondiale portant sur les conditions d'activité des entreprises des économies en transition relève que la part des sources internes est sensiblement moindre dans les économies arrivées à un stade avancé des réformes; ainsi, la proportion est de 33 %, 34 % et 37 % en Estonie, en Pologne et en Lituanie, respectivement. Aux États-Unis, un pourcentage beaucoup plus faible du financement total est d'origine interne; même dans la petite ou moyenne entreprise (établie depuis moins de deux ans), la part ne dépassait pas 54 %.

### Les conditions d'accès aux financements

Les difficultés d'accès aux capitaux auxquelles se heurte l'entreprise privée chinoise tiennent en partie à sa nature même et en partie à des facteurs propres au système financier.

**Les motivations des banques.** À la suite de réformes récentes, les interventions de l'État dans les prêts des banques ont nettement diminué en Chine. Cependant, de nombreux faits prouvent que les administrations locales continuent d'encou-

rager les banques à prêter aux entreprises d'État en accordant leur garantie, ou par d'autres moyens.

En outre, les banques ne considèrent pas encore qu'un prêt douteux à une entreprise d'État est aussi préoccupant qu'un prêt douteux à une entreprise privée. Elles estiment que, si un emprunteur public n'assure pas le service de sa dette, l'État ne manquera presque jamais de le tirer d'affaires, sentiment qui a été renforcé par l'évolution récente. Les emprunteurs privés ne peuvent pas s'attendre à bénéficier de la même attitude des banques : tant qu'elles seront confrontées à cette situation déséquilibrée, elles se montreront plus exigeantes à leur égard.

En conséquence, les banques ne prêteront au secteur privé que si elles ont des raisons supplémentaires de le faire. L'une de ces raisons pourrait être de meilleurs rendements, mais en Chine la plupart des banques appartiennent à l'État et ne connaissent qu'une concurrence limitée, aussi ce facteur ne joue-t-il guère. En outre, comme les réformes du secteur financier ont mis l'accent sur la réduction de l'accumulation de créances improductives, les banques sont moins enclines à prendre des risques. Elles s'efforcent avant tout d'éviter les pertes et ne manifestent guère d'intérêt pour le partage des fruits de projets qui, bien que plus aléatoires, pourraient dégager une rentabilité plus grande. De fait, la banque centrale a imposé à toutes les banques l'adoption d'une politique de «responsabilité individuelle» en vertu de laquelle les employés qui décident des crédits en sont personnellement responsables, ce qui les dissuade d'accorder des prêts aux projets du secteur privé.

En outre, les taux d'intérêt et les commissions sont réglementés, même si le gouvernement a assoupli progressivement une partie de ces contrôles. Les taux d'intérêt sont plafonnés — pour les prêts à la petite et à la moyenne entreprise, ils peuvent dépasser de 30 % les taux fixés, et les coopératives de crédit agricole sont autorisées à appliquer des taux d'intérêt supérieurs de 50 % au maximum. Les banques tirent parti de cette politique de taux de change plus souple, mais les taux d'intérêt devront être assouplis davantage si l'on veut que les prêts aux entreprises privées se développent. On estime que les pouvoirs publics assoupliront davantage les restrictions en prévision de l'adhésion de la Chine à l'Organisation mondiale du commerce (OMC). En attendant, les banques et les mutuelles de crédit ont su trouver des solutions novatrices qui leur permettent de contourner la réglementation des taux d'intérêt; ainsi, elles exigent le maintien de soldes de compensation et perçoivent des commissions indues pour des retards de paiement fictifs. Selon les entreprises considérées, les banques d'État peuvent ainsi prélever des taux d'intérêt effectifs comparables à ceux du marché informel. Dans le même temps, la plupart des moyens utilisés pour contourner la réglementation des taux d'intérêt entraînent des coûts de transaction supplémentaires, jouent à l'encontre de la petite entreprise et ne permettent pas d'établir de distinction en fonction des risques plus ou moins grands des projets.

**Procédures bancaires.** Les banques chinoises se plaignent souvent de la mauvaise qualité des projets qui leur sont présentés. Cependant, ce qu'elles considèrent comme des projets «finançables» dépend en partie des méthodes qu'elles utilisent pour sélectionner les demandes de crédit. Le processus, aussi bien formel qu'informel, repose sur les garanties financières et les relations personnelles plutôt que sur l'évaluation du projet. En outre, ces méthodes rigides sont conçues en partie, pour des raisons historiques, en fonction des besoins de l'entreprise

d'État «moyenne». Selon les entreprises considérées dans l'enquête, la constitution d'un dossier de demande de crédit est une opération complexe et coûteuse. Environ 70 % d'entre elles estimaient que la préparation du dossier représentait à cet égard un obstacle significatif, sinon majeur. Les garanties financières exigées, le coût de la constitution du dossier et l'importance des relations personnelles dans le monde bancaire font qu'il est particulièrement difficile au petit entrepreneur d'obtenir un financement (graphique 2).

**Garanties financières.** Selon les entreprises considérées, c'est l'incapacité de fournir les garanties financières exigées qui explique le plus souvent le refus de prêt bancaire. Bien qu'un certain nombre d'actifs puissent être considérés comme des garanties acceptables en théorie, il semble que dans la pratique les biens immobiliers soient le type de garantie le plus souvent accepté par les banques, et parfois le seul. Or, étant donné la longue période d'appropriation des terres par l'État et la collectivité, de nombreuses entreprises privées ne disposent pas encore des droits fonciers ou des immeubles qui pourraient constituer des sûretés. De même, la détermination de la valeur des biens pouvant être ainsi utilisés entraîne une dépense non négligeable, qui peut atteindre un certain pourcentage de leur valeur totale. En outre, les entreprises doivent renouveler l'enregistrement de ces biens chaque année et payer chaque fois un droit d'enregistrement. Le prélèvement répété de ces droits arbitraires a désincité les entreprises à demander du crédit.

**Manque d'information.** Si les difficultés d'accès à l'information sont endémiques sur les marchés de capitaux, le problème se pose avec une acuité particulièrement grande à l'entreprise privée chinoise. Comme elle s'est développée dans un climat politique et économique inamical — elle n'a été que récemment placée sur un pied d'égalité avec l'entreprise d'État —, l'entreprise privée a grandi dans des conditions qui l'ont rendue particulièrement opaque. Très souvent, elle a dû se présenter comme une entreprise collectivisée ou une entité étrangère pour pouvoir être autorisée à fonctionner ou pour être mieux traitée par les autorités. Il en est résulté un manque de transparence de la propriété du capital et une absence de structures de gestion qui entraînent des contraintes manifestes en matière d'emprunt. Cette situation est aggravée par le fait que les banques ne sont pas en mesure, et n'ont pas de raisons, de rassembler et d'exploiter les informations pertinentes.

À l'heure actuelle, les interactions entre les institutions financières et les entreprises privées n'encouragent pas le recours à des systèmes financiers et comptables transparents. Du fait qu'elles évitent de tenir une comptabilité en bonne et due forme ou qu'elles tiennent des comptabilités distinctes, les entreprises se mettent parfois dans une situation telle que leur audit est impossible. Les banques hésitent naturellement à accepter des états financiers auxquels on ne peut donner foi. En vertu de modifications apportées récemment à la législation comptable, chaque entreprise industrielle ou commerciale ne doit tenir qu'un seul jeu de livres de comptes — interdiction qui témoigne de la gravité du problème.

Récemment, la banque centrale a imposé aux entreprises emprunteuses de s'inscrire à un registre national. Le champ de la base de données centrale correspondante sera donc plus vaste, et les entreprises dont les livres sont insuffisants ne pourront pas obtenir d'emprunts ni utiliser les mêmes garanties financières pour plusieurs emprunts.

## Mesures en faveur du secteur financier

L'amélioration de l'accès de l'entreprise privée au financement externe exige qu'elle s'efforce de manière concertée d'améliorer sa «bancabilité» en augmentant la transparence et en clarifiant la structure de son capital; quant aux pouvoirs publics, ils doivent chercher à établir et à maintenir des conditions d'égalité ainsi qu'à inciter à investir dans les entreprises privées et à leur consentir des prêts.

**Donner aux banques des raisons supplémentaires de prêter aux entreprises privées.** Un premier pas important consisterait à accroître le motif bénéfiques par le biais de la propriété privée et de la concurrence. Actuellement, la structure de la propriété du secteur réel ne correspond pas à celle du secteur financier, dont la propriété privée est pratiquement absente. Les autorités devraient laisser d'autres institutions financières privées du pays accéder à ce secteur, en particulier dans l'optique de l'adhésion à l'OMC, ce qui donnerait plus de possibilités aux institutions financières étrangères d'y prendre pied elles-mêmes. Pour atténuer les craintes touchant à la réglementation, des règles prudentielles et des critères d'entrée plus stricts pourraient s'appliquer initialement aux institutions financières privées.

Il est moins probable que les institutions financières privées soient influencées par les considérations politiques et plus probable qu'elles surveillent leurs bénéfiques. Les banques nouvelles sont enclines à axer leurs efforts sur les segments du marché négligés, en particulier la petite entreprise et l'entreprise nouvelle, qui constituent actuellement la majeure partie du secteur privé. Le plus souvent, elles n'établissent pas de discrimination entre leurs clients en fonction des relations établies et, lorsqu'elles s'efforcent de s'établir sur le marché, elles ont plus tendance à conduire leurs activités de manière novatrice.

Il est vraisemblable que les grandes banques d'État domineront le secteur financier intérieur dans un avenir prévisible. Les encourager à se préoccuper davantage des bénéfiques contribuerait à accroître l'accès des sociétés privées au crédit bancaire. La constitution en société, l'inscription à la cote et la formation de partenariats stratégiques avec des institutions financières étrangères sont quelques-uns des moyens d'atteindre cet objectif.

**Poursuivre la libéralisation des taux d'intérêt.** L'expérience tend à indiquer qu'un nouvel assouplissement des taux d'intérêt s'impose pour améliorer l'accès des entreprises privées au crédit bancaire. Il est probable que cette mesure n'aura pas d'effets sensibles sur leur charge d'emprunt : la plupart de celles qui peuvent déjà emprunter se voient assujetties à des taux d'intérêt effectifs sensiblement plus élevés que ceux que fixe la banque centrale. Les chefs d'entreprise indiquent aussi que l'accès aux capitaux compte plus que son coût.

**Permettre aux banques de prélever des commissions.** Les banques ont constaté que les crédits aux sociétés privées, lesquelles sont pour la plupart de plus petite taille et plus opaques que les entreprises d'État, entraînent des coûts de transaction unitaires plus élevés. Si les banques ne sont pas en mesure de couvrir ces coûts, elles risquent fort de réserver un traitement défavorable à la petite entreprise. En conséquence, le prélèvement de commissions inciterait les banques à étudier davantage de demandes de crédit des petites entreprises, à adopter une attitude plus axée sur le service aux clients et à promouvoir la transparence et de meilleures normes comptables.

**Créer des alternatives au crédit bancaire, par exemple le crédit-bail et l'affacturage.** En Chine, le crédit-bail et l'affac-

turage sont sous-développés alors qu'ils sont utiles quand les garanties financières sont insuffisantes et, dans le cas du crédit-bail, pour faire jouer les garanties.

Cependant, le développement du crédit-bail se heurte à des obstacles dans le pays : les arriérés de loyers sont depuis longtemps un problème; les normes comptables ne sont pas limpides; la réglementation ne place pas le crédit-bail sur un pied d'égalité avec d'autres sources de financement des investissements; et le financement constitue dans tous les cas un problème. Il faut se féliciter de l'inclusion récente dans le nouveau droit chinois des contrats d'un chapitre relatif au crédit-bail. C'est la première fois que des lois nationales ou régionales traitent des principes fondamentaux des locations-acquisitions. En dépit de cette législation nouvelle, une loi portant spécifiquement sur le crédit-bail reste nécessaire pour remédier aux problèmes que l'on vient de mentionner.

Ces problèmes de liquidités et d'arriérés sont courants dans les entreprises privées chinoises. L'affacturage — une entreprise vend ses créances à une société d'affacturage qui se charge ensuite de leur recouvrement — est l'un des moyens d'améliorer la liquidité d'une entreprise en remplaçant des comptes débiteurs par une valeur disponible. La nouvelle loi sur les contrats, qui permet d'attribuer des droits contractuels indépendamment de la prise en charge des obligations correspondantes et sans le consentement du débiteur, pourrait stimuler le développement de l'affacturage.

**Faciliter le développement de marchés des actions privées.** En Chine, les marchés des actions privées restent embryonnaires. De fait, les fonds de capital-risque offshore semblent une source de financement beaucoup plus importante pour les «nouvelles pousses» chinoises que les fonds de capital-risque du pays. Reconnaisant l'importance du marché des actions privées pour le secteur des technologies de pointe, les pouvoirs publics ont redoublé d'efforts pour en stimuler le développement et ils préparent une loi relative aux fonds de capital-risque et aux fonds d'investissement.

À l'heure actuelle, aucun texte ne régit les structures qui peuvent être utilisées pour créer des fonds d'actions privées, connus en Chine sous le nom de «fonds d'investissement industriel». Par conséquent, ceux qui veulent en créer établissent souvent des sociétés à responsabilité limitée et en font le support de leurs investissements. Ces entités sont assujetties au droit des sociétés, qui limite à 50 % la part du capital investi dans des filiales ou d'autres personnes morales.

Certaines dispositions juridiques doivent être prises préalablement au développement de fonds d'actions privées. Il s'agit avant tout du statut juridique de tels fonds, du recours à un gestionnaire de fonds, de la nécessité pour les fiduciaires («trustees») de protéger les investisseurs des actes dommageables du gestionnaire et d'adopter un régime fiscal qui évite la double imposition. Le développement des marchés d'actions privées dépend aussi de l'aptitude des investisseurs à utiliser divers instruments financiers pour structurer les investissements. En Chine, toutefois, faute de dispositions autorisant l'émission de différentes catégories d'actions et de titres assimilables aux actions, il semble que les entreprises privées ne jouissent pas de la souplesse nécessaire à leurs activités financières.

**Améliorer l'accès aux actions des sociétés cotées en bourse.** L'existence de dispositifs de sortie est une condition cruciale du développement des marchés d'actions privées. En ce sens, l'évo-



Neil Gregory (à gauche) est le chef de l'Unité Stratégie et de coordination au Département Asie du Sud de la Société financière internationale (SFI). Stoyan Tenev est économiste principal au Département Asie de l'Est de la SFI.

lution de ces marchés en Chine dépend dans une grande mesure de l'état du marché des actions des sociétés cotées. Celui-ci était pratiquement fermé jusqu'ici aux entreprises privées, mais la commission de contrôle des titres a annoncé en mars 2000 que le contingentement des inscriptions à la cote serait aboli. On peut donc penser que les entreprises privées pourront lever plus facilement des capitaux à long terme sur le marché des actions. Deux mesures permettraient d'améliorer encore l'accès des entreprises privées aux marchés des actions — l'élargissement du champ des dispositifs de sortie offerts aux investisseurs et l'assouplissement des conditions d'inscription à la cote.

La création attendue en 2001 d'un second marché devrait avoir un effet marqué sur le marché des actions privées en renforçant les dispositifs de sortie pour les investisseurs qui ont pris des participations avant la cotation en bourse des sociétés. Le projet de réglementation de l'admission au second marché faciliterait l'accès des jeunes entreprises, car les candidats n'auraient pas à faire la preuve de leur rentabilité antérieure, et le capital nécessaire pour obtenir l'introduction tomberait de 30 millions de renminbi (3,6 millions de dollars) à 20 millions de renminbi (2,4 millions de dollars).

## Conclusion

Les données macroéconomiques et les résultats d'enquêtes tendent à montrer que les entreprises privées chinoises ont financé leurs expansions impressionnantes de la dernière décennie en faisant appel dans une très grande mesure à l'autofinancement. Étant donné ce qui s'est passé dans d'autres pays, il paraît improbable que cette situation puisse se prolonger. En effet, à mesure que les entreprises grandissent et deviennent adultes, elles ont de plus en plus besoin de financements externes.

L'élargissement de l'accès des entreprises privées chinoises au financement externe exige la modification des entreprises elles-mêmes, des administrations locales et centrale et des institutions financières. Ces changements sont indispensables si l'on veut que le moteur de l'entreprise privée ne tombe pas en panne. Mais la transformation de chacune de ces entités aurait un effet cumulatif positif — la qualité des emprunteurs, comme celle des banques et du cadre réglementaire, serait améliorée. Grâce à un meilleur accès aux capitaux externes, l'entreprise privée continuera à jouer un plus grand rôle dans l'expansion et la transformation de l'économie chinoise. **F&D**