

Les déterminants juridiques des obstacles liés au financement des entreprises

À travers ce papier, les auteurs essaient d'examiner l'impact des caractéristiques des systèmes juridiques, selon leurs origines (droit civil contre droit coutumier), sur les obstacles liés au financement externe des entreprises. De plus, ils cherchent à savoir si le fait qu'une entreprise soit implantée dans un pays orienté vers les marchés ou les banques (architecture des systèmes financiers) exerce un effet sur son accès au financement externe.

Mohamed Triki
Professeur en finance
Ecole supérieure de commerce
de Sfax (ESCS – Tunisie)



Atef Trigui
Doctorant en finance
Faculté des sciences économiques
et de gestion de Sfax (Tunisie)
atef.trigui@laposte.net



■ La théorie de droit et finance (*Law and Finance*) s'intéresse au rôle des institutions juridiques dans l'explication des différences internationales dans le développement financier. Au début, cette théorie montre que dans les pays où les systèmes juridiques imposent le droit de propriété des agents économiques privés, renforcent les arrangements contractuels et protègent les droits des investisseurs (actionnaires et créanciers), les épargnants financent plus volontiers les entreprises et les marchés financiers s'épanouissent davantage. Dans le cas inverse, les capitaux apportés par les investisseurs risquent d'être détournés, ce qui réduit l'offre de financement et compromet, par conséquent, le développement financier. Par la suite, les travaux en droit et finance ont été prolongés pour évaluer l'effet de l'héritage juridique (origine du droit) dans l'explication des différences internationales, constatées aujourd'hui, dans l'étendue de protection des droits des investisseurs et le niveau de développement financier.

Droit coutumier vs droit civil

La littérature du droit comparé fait souvent la distinction entre deux grandes familles juridiques: le droit coutumier anglais ou *common law* et le droit

“La littérature du droit comparé fait souvent la distinction entre deux grandes familles juridiques: le droit coutumier anglais et le droit civil (français, allemand et scandinave).”

civil (français, allemand et scandinave) ou *civil law*. Les études comparatives montrent que les pays héritiers du droit coutumier (tels que les pays anglo-américains) disposent d'institutions financières plus développées que celles des pays disposant d'un Code civil (tels que

les pays romano-germaniques), et ce, parce que la première tradition juridique offre une meilleure protection aux droits des apporteurs de capitaux que la seconde. Ceci renvoie les chercheurs à se poser la question suivante: pourquoi le droit coutumier accorde-t-il une plus grande protection des droits des investisseurs que le droit civil? Cette interrogation n'est cependant pas nouvelle, comme en attestent les travaux déjà anciens, en particulier celui de Hayek (1960). Cet auteur distingue deux mécanismes portant sur les caractéristiques des traditions juridiques et qui sont susceptibles de différencier la performance des systèmes juridiques, en termes de protection des droits des contractants, selon leur origine juridique: le mécanisme politique et le mécanisme d'adaptabilité.

Le premier traite le degré d'indépendance de la magistrature vis-à-vis de l'État, et le pouvoir des juges, notamment sur les conflits entre l'État et les particuliers. Quant au second mécanisme, il examine la capacité d'adapta-

tion et d'actualisation du dispositif juridique aux besoins évolutionnistes de l'environnement contractuel. Ce mécanisme soulève donc, les notions de jurisprudence, formalisme juridique et degré de flexibilité de la constitution¹. L'étude de Hayek (1960) constitue un point de départ pour de nombreux travaux qui cherchent à expliquer les disparités dans les niveaux de développement des systèmes financiers de plusieurs pays, à travers les caractéristiques juridiques mentionnées ci-dessus. Leurs résultats montrent que les pays héritiers du droit coutumier – où les juges bénéficient d'une plus grande indépendance, d'un pouvoir plus étendu sur l'État et aussi d'une marge discrétionnaire suffisante pour faire actualiser le dispositif juridique aux nouveaux besoins contractuels des investisseurs – sont ceux qui présentent des niveaux plus élevés de protection des droits des investisseurs, en comparaison avec les pays héritiers du droit civil; ceci leur permet de disposer des systèmes financiers les plus développés.

Rechercher les obstacles liés au financement externe des entreprises

Au lieu de traiter ici de la relation entre droit et développement financier, nous examinons plutôt l'impact de l'origine du droit et des mécanismes politique et d'adaptabilité relatifs aux sys-

Étude empirique En bref

- En utilisant des données relatives à plus de 4 000 entreprises, dans 38 pays, les résultats de cette étude montrent que :
 - les entreprises appartenant aux pays héritiers du droit civil affrontent beaucoup plus de contraintes de financement que celles des pays héritiers du droit coutumier ;
 - la capacité d'actualisation du dispositif juridique (mécanisme d'adaptabilité) semble une caractéristique déterminante pour surmonter les obstacles liés au financement des entreprises ;
 - l'indépendance de la magistrature vis-à-vis de l'État (mécanisme politique) compte aussi dans l'explication des obstacles de financement, toutefois, elle ne constitue pas une caractéristique de premier ordre ;
 - l'architecture des systèmes financiers ne se trouve exercer aucun effet sur l'accès des entreprises au financement externe.

tèmes juridiques de plusieurs pays, sur les obstacles liés au financement externe de leurs entreprises.

Plus spécifiquement, notre objectif est d'abord de répondre à ces deux questions : laquelle des deux traditions juridiques (droit coutumier ou civil) est-elle plus favorable à l'accès des entreprises au financement externe ? Quelles sont les caractéristiques du système juridique (mécanismes politique

et d'adaptabilité) qui permettent de surmonter les contraintes liées au financement externe des entreprises ?

Puis, nous testons si l'appartenance des entreprises à un pays doté d'un système financier orienté vers les banques ou les marchés (architecture des systèmes financiers) pourrait avoir un effet sur leurs accès au financement externe. En effet, la littérature financière fait souvent la distinction entre deux groupes de pays, selon leur système financier de référence : les pays anglo-américains fondés sur les marchés, et les pays romano-germaniques et nippons fondés sur les banques. Cependant, plusieurs études empiriques récentes, étudiant la structure de financement des entreprises implantées dans ces deux groupes de pays archétypes des deux systèmes financiers, nient l'existence de correspondance entre l'architecture des systèmes financiers et la structure de financement des entreprises appartenant à ces pays développés. Dans cette étude, nous examinons un échantillon comportant plus de 4 000 entreprises (dont 80 % sont des PME²), dans 38 pays avec des niveaux de développement différents. Nous cherchons si la structure des systèmes financiers exerce un effet sur l'accès des entreprises au financement externe ; si oui, lequel des deux types des systèmes financiers est plus capable de relâcher les obstacles liés au financement des entreprises ?

1. Les fondements théoriques

Origine du droit, protection des investisseurs et développement financier.

Les travaux de La Porta, Lopez-de-silanes, Shleifer et Vishny. Parmi les recherches réalisées dans le cadre de l'interconnexion du droit et de la finance, nous citons les travaux de La Porta, Lopez-de-silanes, Shleifer et Vishny³ (1997-1999), fondateurs de la thèse juridique. Ces chercheurs ont remis en cause l'approche en termes de neutralité du droit⁴, et ce, en démontrant que la croissance économique est positivement corrélée au développement financier, lequel est expliqué à partir du dispositif

juridique régissant la protection des droits des créanciers et des actionnaires. Leurs travaux se sont par la suite étendus à d'autres aspects financiers, en interaction avec les performances comparées des systèmes financiers de droit coutumier et de droit civil. Ces études fondamentalement comparatives, accordent une dimension vaste à l'environnement juridique. Plus spécifiquement, ces chercheurs montrent que l'origine du droit, le contenu du dispositif juridique et les conditions de sa mise en œuvre (*enforcement*) par les justiciables affectent le niveau de protection des apporteurs de capitaux et par conséquent, le

niveau de développement des systèmes financiers. Leurs résultats montrent que les créanciers et les actionnaires des pays de droit coutumier bénéficient d'une meilleure protection de leurs droits que ceux appartenant aux pays héritiers du droit civil, en particulier français; ceci grâce à la bonne qualité du dispositif juridique anglais et aux conditions d'application des règles du droit qui s'avèrent plus favorables par les juges anglo-américains ; c'est pourquoi leurs marchés d'actions sont plus liquides et plus étoffés.

Levine (1998, 1999, 2003 a), Levine, Loayza et Beck (2000) et Beck,

Demirguc-Kunt et Levine⁵ (2003 b, c) confirment, dans la même piste de recherche, que l'origine du droit aide à expliquer les différences internationales dans le développement financier. Plus spécifiquement, les pays de droit civil français présentent des niveaux particulièrement bas de développement des marchés de capitaux. De plus, selon Shleifer et Vishny (1997) et Beck et Levine (2003), le dispositif juridique d'un pays et sa condition de mise en œuvre assurent fondamentalement l'étendue de protection des droits des détenteurs des titres financiers, le degré d'expropriation de ces droits par les

“Nous cherchons si la structure des systèmes financiers exerce un effet sur l'accès des entreprises au financement externe.”

dirigeants et les détenteurs de blocs de contrôle, et la performance des systèmes financiers. Il ressort de ces travaux que le système de droit coutumier domine le système de droit civil, étant donné que le premier assure une meilleure protection aux investisseurs.

Selon Cooter (1997), l'explication réside dans les caractéristiques des systèmes juridiques. En effet, la nature jurisprudentielle du droit coutumier incite les juges de produire des règles qui correspondent aux normes sociales, plutôt qu'à leurs préférences, donc indépendamment de l'intérêt de l'État, et ce, afin de perfectionner le système judiciaire; c'est dans ce sens que les juges des tribunaux anglo-saxons sont considérés comme des “créateurs” de droit. En revanche, le droit civil privilégie une codification rigoureuse de la loi votée par le législateur pour éviter les interprétations opportunistes des juges; ceux-ci ne font que “dire” le droit. Ces caractéristiques des systèmes juridiques ne sont cependant pas nouvelles, comme en atteste l'étude de Hayek (1960); ce dernier souligne deux mécanismes qui sont à l'origine des disparités entre les grandes traditions juridiques (droit coutumier contre droit civil): le mécanisme politique et le mécanisme d'adaptabilité.

Le mécanisme politique et le mécanisme d'adaptabilité

Selon le mécanisme politique, les traditions juridiques diffèrent en termes de priorité qu'elles accordent aux droits des investisseurs privés vis-à-vis de ceux de l'État, et la protection des droits de ces investisseurs forme la base du développement financier (LLSV, 1999). Plutôt qu'être un outil de l'État, le droit coutumier agit comme un “compensateur” puissant qui supporte les droits de propriété des investisseurs privés (*encadré 1*). Ces conditions ont rendu les épargnants plus confiants quant à leurs transactions financières, avec des implications favorables pour le développement financier (Mahoney, 2001).

En revanche, LLSV (1999) soulignent que les Codes civils français et allemand ont été construits pour renforcer le pouvoir de l'État⁶. Selon ces auteurs, un État puissant doté d'un droit civil à sa disposition, tend à détourner les ressources de la société vers des fins en faveur de l'État, ce qui est en contradiction avec la création des marchés financiers compétitifs. La Porta *et al.* (2003) et Rajan et Zingales (2003) ajoutent que dans les pays de droit civil, l'État semble moins respecter l'indépendance des juges et accorder aux cours la juridiction pour les cas impliquant l'État (*encadré 2*). L'étude empirique de BDL (2003 b) confirme ce résultat, en montrant que la protection des droits des propriétaires et le développement financier sont tous les deux corrélés positivement à l'indépendance et au pouvoir de la magistrature.

Il ressort de ces études comparatives, que le mécanisme politique (degré d'indépendance de l'organisation judiciaire vis-à-vis de l'État et pouvoir du

cadre judiciaire) constitue un trait du système juridique fondamental pour le développement financier.

Quant au mécanisme d'adaptabilité, il soutient que les traditions juridiques qui s'adaptent plus rapidement aux changements de l'environnement contractuel économique et financier, afin de minimiser l'écart entre les nouveaux besoins contractuels des investisseurs et les capacités du système juridique à combler ces besoins, favorisent mieux le développement financier des pays que les systèmes juridiques rigides (Merryman, 1985), et que les traditions juridiques diffèrent dans leur capacité à s'adapter à ces changements (Beck et Levine, 2004). D'après Posner (1973), les systèmes juridiques basés sur la jurisprudence et qui autorisent des marges discrétionnaires aux juges tendent à être plus sensibles aux changements que les systèmes juridiques qui adhèrent rigide-ment aux textes législatifs.

La Porta *et al.* (2003) montrent que le droit civil est conçu, dès le départ, pour être parfait et cohérent, de façon que toutes les solutions aux problèmes juridiques en découlent. Bien que simples et claires, les règles codifiées ne permettent pas aux juges d'être dotés de la discrétion suffisante pour appliquer des lois équitables qui vont au même sens que le changement des circonstances socio-économiques et cette codification n'arrive donc pas à satisfaire les besoins commerciaux évolutionnistes (Johnson *et al.*, 2000; Glaeser et Shleifer, 2002). La lutte contre la jurisprudence et l'exaltation du rôle de l'État renforcent l'instauration d'un système juridique rigide et statique, et réduisent la magistrature à un rôle bureaucratique mineur (Rubin, 1977; Priest, 1977).

A contrario, la tradition du droit coutumier est synonyme de la large interprétation laissée aux juges, et du moulage et la création de nouvelles règles du droit adaptées aux changements de l'économie (La Porta *et al.*, 2003; Beck et Levine, 2003). Au lieu d'être un ensemble de règles renfermées dans un code, le droit coutumier est fondamentalement dynamique, puisque les juges anglo-saxons s'efforcent de s'ajuster aux changements et de répondre, cas par cas, aux besoins actualisés des contractants (Zweigert et Kötz, 1998). Dans ces pays, les lois inefficaces sont débattues dans les cours, de sorte

1. Le droit coutumier anglais

Malgré son fondement à l'origine sur le système féodal, le droit coutumier anglais a évolué en tant qu'institution juridique indépendante qui, à travers le temps, a protégé les propriétaires privés contre la Couronne (Hayek, 1960; Dawson, 1960, 1968). En effet, cette dernière a essayé de réaffirmer les prérogatives féodales pour faire face aux déficits budgétaires. Ceci a déclenché une lutte politique entre le Parlement et le roi qui s'est achevée avec l'aube du XVII^e siècle, date à laquelle les cours anglaises affirment que le droit est le roi.

que la qualité des dispositifs juridiques soit de plus en plus améliorée (Rubin, 1977, 1982; Priest, 1977; Bailey et Rubin, 1994; Pistor *et al.*, 2002).

LLSV (1997) estiment que les tribunaux romano-germaniques sont moins capables de trancher, équitablement, les conflits entre les grands porteurs et les actionnaires minoritaires, que leurs homologues anglo-américains; cette situation pourrait amener à l'expropriation des droits des petits porteurs. En effet, puisque le rôle du cadre judiciaire civil se limite à l'application des règles codifiées, les juges sont incapables de créer de nouvelles règles, afin de répondre aux conflits qui échappent au Code civil (Ergunor, 2001). Dans le cadre des travaux empiriques comparatifs analysant les déterminants juridiques du développement financier, Demirguc-Kunt et Levine (2001) et BDL (2003 b) trouvent que les pays héritiers du droit coutumier sont plus capables à s'adapter aux changements de l'environnement financier que ceux héritiers du droit civil, en particulier français⁷, et c'est pourquoi les premiers bénéficient des systèmes financiers les plus développés.

“Le droit coutumier agit comme un « compensateur » puissant qui supporte les droits de propriété des investisseurs privés. Ces conditions ont rendu les épargnants plus confiants quant à leurs transactions financières.”

Par ailleurs, un certain nombre de recherches s'intéressent, également, à l'examen du formalisme juridique et de la rigidité de la constitution, qui sont associés au mécanisme d'adaptabilité. Les travaux de Johnson *et al.* (2000), Djankov *et al.* (2003 a), et Glaeser et Shleifer (2002) montrent que le formalisme ralentit le procès judiciaire et entrave l'habileté des cours à parvenir des jugements justes; de plus, et contrairement aux pays héritiers du droit civil, les pays de droit coutumier sont caractérisés

2. Les codes civils français et allemand

Malgré que le droit romain place à l'origine le droit au-dessus de tout le monde, l'empereur Justinien a cependant décidé, au VI^e siècle, de placer au top de la pyramide, les textes justiniens et a essayé d'éliminer la jurisprudence. Le pouvoir de l'État s'est réaffirmé davantage au XVIII^e siècle avec Napoléon. Ce dernier place l'État au-dessus des cours et élimine carrément la jurisprudence en décidant la codification des lois. De même, en Allemagne, Bismarck (comme son homologue Napoléon) accorde, à la fin du XIX^e siècle, une haute priorité à l'unification des cours à travers la codification. Ces événements ont contribué à la création de systèmes juridiques qui privilégient le pouvoir de l'État aux dépens des droits des investisseurs, entraînant ainsi, la compromission du développement financier (Mahoney, 2001).

par un dispositif juridique souple. Acemoglu et Johnson (2003) et Coffee (2001 a) ajoutent que le formalisme et la rigidité des systèmes juridiques compromettent le développement des marchés financiers. Ainsi, le mécanisme d'adaptabilité constitue, d'après les résultats des études ci-dessus, un deuxième trait du système juridique d'importance capitale dans l'explication des niveaux comparés du développement financier⁸.

Débat sur l'architecture des systèmes financiers

La question sur la possibilité d'existence d'une relation entre l'orientation des systèmes financiers vers les marchés ou les banques et la structure de financement des entreprises a pris de l'ampleur depuis une dizaine d'années. Allen et Gale (1999) assimilent le système fondé sur les marchés aux pays anglo-américains et le système fondé sur les banques au Japon et aux pays romano-germaniques. Cependant, comme la juge Batsch (1996), *“séduisante par sa simplicité, cette typologie est réductrice. D'une part, elle force excessivement le trait des différences qui ont pu constituer les systèmes de financement, d'autre part elle ignore les réelles évolutions intervenues dans ces différents systèmes. Elle est à la fois trop simpliste et trop statique”*.

Plusieurs études récentes menées sur

ce sujet ont remis également en question, cette assimilation pays-système très répandue. Paillard et Amable (2000) et Corbett et Jenkinson (1997), par exemple, à travers une analyse internationale des structures de financement des entreprises appartenant aux pays représentant les deux types de systèmes financiers, et leurs évolutions à travers le temps, ont remis en cause l'opposition traditionnelle entre les systèmes financiers en la jugeant inappropriée. Ces auteurs suggèrent que cette classification ne caractérise qu'un nombre limité de pays à l'intérieur d'un petit groupe de pays développés. À différents égards, les données sur la structure de financement de leur échantillon montrent, tout d'abord, que les États-Unis et le Royaume-Uni, habituellement classés dans le système fondé sur le marché, sont en réalité caractérisés par un haut niveau d'autofinancement. Ces pays n'ont pas un niveau global de recours au marché plus important qu'ailleurs; ensuite, l'Allemagne, archétype du système fondé sur les banques, a un recours aux crédits bancaires parmi les plus faibles, équivalant à celui observé aux États-Unis. En analysant les sources de financement pour le Royaume-Uni et l'Allemagne, Edwards et Fisher (1994) confirment ce résultat en concluant que le financement par emprunt n'est pas un trait caractéristique de ce dernier pays; enfin, il convient de noter que la contribution des crédits bancaires est supérieure à celle des marchés quel que soit le pays.

Sous un autre angle, LLSV (2000 a) ont également abouti à la même conclusion quant aux limites de la distinction traditionnelle entre les systèmes financiers: d'une part, cette distinction n'apparaît pas solide au vu de la structure de financement des entreprises; d'autre part, elle se hisse au fait que le rythme de croissance économique semble beaucoup plus dépendre du développement du système financier que de sa structure. Selon ces auteurs, le système juridique de protection des droits des investisseurs est un déterminant plus primitif du développement financier que la taille d'une institution financière particulière: plus les apporteurs de capitaux d'un pays sont mieux protégés, plus ses institutions financières sont actives et liquides, et plus l'offre de financement est favorable.

2. Variables et mesures

Afin d'évaluer empiriquement la capacité de l'origine du droit, mais aussi du mécanisme politique et d'adaptabilité, à expliquer les obstacles qu'affrontent les entreprises en obtenant des financements externes, nous combinons des variables relatives à plus de 4 000 entreprises avec des indicateurs juridiques pour 38 pays. Nous intégrons également un indicateur d'orientation des systèmes financiers des pays afin d'évaluer le pouvoir explicatif de l'architecture des systèmes financiers au niveau des obstacles de financement.

Obstacles liés au financement des entreprises (variables dépendantes)

Pour palier aux imperfections des résultats⁹ dues à l'utilisation des mesures indirectes des contraintes de financement, nous utilisons des données rapportées directement par les entreprises accédant au financement externe et qui sont extraites du WBES, base de données relative à l'année 1999. Donc, l'information sur les obstacles de financement provient, directement et exclusivement, des sociétés; de plus, le WBES fournit non seulement l'information sur des obstacles généraux de financement, mais aussi sur des types spécifiques de contraintes de financement auxquelles les sociétés font face; enfin, 80 % des entreprises de cette base de données sont des PME, ce qui permet d'étudier une population d'entreprises qu'il était difficile d'examiner auparavant.

Les dirigeants répondent à la question suivante: "le financement en général (garanties exigées¹⁰, paperasserie et bureaucratie des banques¹¹) constitue-t-il un handicap au déroulement et à la croissance de vos entreprises?" Les réponses varient entre 1 (pas d'obstacles), 2 (obstacle mineur), 3 (obstacle modéré) et 4 (obstacle majeur).

Variables de contrôle relatives aux entreprises

Dans les régressions, nous faisons appel à plusieurs caractéristiques de l'entreprise, prises comme des variables de contrôle. Plus spécifiquement, les analyses incluent des variables binaires indiquant si la société est étatique ou s'il s'agit d'une entité étrangère. De même,

les régressions incluent des variables binaires indiquant si l'entreprise est exportatrice. Nous intégrons finalement, le chiffre d'affaires des entreprises (en dollars US) comme une variable de contrôle. Ces données sont également extraites du WBES.

“Les systèmes juridiques basés sur la jurisprudence et qui autorisent des marges discrétionnaires aux juges, tendent à être plus sensibles aux changements que les systèmes juridiques qui adhèrent rigidelement aux textes législatifs.”

Indicateurs juridiques

Le droit civil français est une variable binaire valant 1 si le pays est héritier du droit civil français et 0 sinon. Les données sur l'origine du droit sont extraites à partir de LLSV (1998 et 1999). Nous rappelons que Hayek (1960), Dawson (1960 et 1968) et Merryman (1985) trouvent qu'il est intéressant de distinguer entre l'origine des systèmes juridiques des pays, en l'occurrence, le droit civil français contre le droit coutumier britannique.

On s'attend à ce que les entreprises, appartenant à des pays de droit civil français, rapportent plus de contraintes liées au financement.

En ce qui concerne le mécanisme politique, traitant l'indépendance judiciaire vis-à-vis de l'État, nous utilisons trois indicateurs extraits de La Porta *et al.* (2002).

- L'indépendance des juges de la Cour suprême est un indicateur qui prend trois valeurs possibles: 2 si l'indépendance est absolue, 1 si l'indépendance est moyenne, et 0 si les juges dépendent du gouvernement.

On s'attend à ce que les entreprises, dans les pays où la magistrature est plus indépendante, affrontent moins d'obstacles liés au financement externe.

- Le contrôle des décisions administratives par la Cour suprême est un indicateur mesurant le degré de contrôle des

décisions de la cour administrative par la Cour suprême, afin de préserver les droits des individus. Cette variable prend deux valeurs possibles: 1 si la cour administrative est confondue avec la Cour suprême ou si la Cour suprême peut faire appel des jugements de la cour administrative, et 0 sinon (la cour administrative existe, mais la Cour suprême n'a aucun pouvoir sur elle).

On s'attend à ce que les entreprises, implantées dans les pays où la Cour suprême exerce un pouvoir sur la cour administrative, bénéficient d'un accès plus favorable au financement.

- Le pouvoir des juges de la cour administrative est une variable binaire valant 1 si l'indépendance des juges de la cour administrative vis-à-vis de l'État est absolue et si la cour administrative est confondue avec la Cour suprême ou si la Cour suprême peut faire opposition aux jugements de la cour administrative, et 0 sinon.

On s'attend à ce que les obstacles liés au financement des entreprises soient plus faibles dans les pays où les juges administratifs sont indépendants de l'État et la cour administrative est soumise au contrôle de la Cour suprême afin de préserver les droits des individus contre ceux de l'État.

Concernant le mécanisme d'adaptabilité étudiant la capacité d'adaptation du système juridique aux changements de l'économie, nous utilisons également, trois variables. Les deux premières sont extraites de La Porta *et al.* (2002) et la troisième est extraite de Djankov *et al.* (2003 a).

- La jurisprudence est une variable binaire valant 1 si les décisions judiciaires, dans un pays donné, peuvent constituer une source de lois, et 0 sinon. Nous rappelons que la thèse d'adaptabilité prévoit que les pays où les décisions des juges sont source de lois disposeront des dispositifs juridiques qui s'adapteront plus facilement aux besoins contractuels évolutionnistes des investisseurs, avec des implications positives pour le fonctionnement du système financier.

On s'attend donc à ce que l'accès des entreprises au financement soit moins contraint dans les pays où le système juridique est de nature jurisprudentielle.

- La rigidité de la constitution est un indicateur mesurant combien il est difficile de changer la constitution dans un pays donné. Cette variable prend des valeurs entre 1 et 4. Des valeurs élevées indiquent une très grande rigidité de la constitution.

On s'attend à ce que l'accès des entreprises au financement soit plus contraint dans les pays où le processus d'actualisation de la constitution est difficile.

- Le formalisme juridique mesure le degré d'adhérence des juges aux lois statutaires plutôt que de se baser sur des principes d'équité lors des décisions judiciaires. Cet indicateur varie de 1 à 7, où des valeurs élevées indiquent un plus grand formalisme juridique.

On s'attend à ce que l'accès des entreprises au financement soit plus contraint dans les pays où les systèmes judiciaires sont plus formalistes.

Variables de contrôle relatives aux pays

- PIB par habitant : dans la mesure où une plus grande indépendance judiciaire et une meilleure capacité d'adaptation du système juridique reflètent, généralement, un niveau de développement économique et institutionnel élevé, nous intégrons dans les régressions le PIB par habitant. Cette variable est extraite du *World Development Indicators*, pour la période 1995-99, en valeur moyenne.

On s'attend donc à ce que les entreprises appartenant aux pays les plus

riches rencontrent moins d'obstacles de financement externe.

- Orientation-banque : nous construisons également, à l'instar de Demirgüç-Kunt et Levine (1999), un indicateur d'orientation des systèmes financiers nous permettant de répartir les pays de l'échantillon selon l'architecture de leur système financier. Cet indicateur binaire prend la valeur 1 si le système financier du pays est fondé sur les banques, et 0 s'il est basé sur les marchés¹². Nous introduisons cet indicateur afin de s'assurer du pouvoir explicatif de l'architecture des systèmes financiers en termes d'obstacles liés au financement.

3. Méthodologie

Pour examiner la relation entre l'accès des entreprises au financement et l'origine du droit, nous supposons que la réponse de l'entreprise peut être décrite par l'équation suivante, où les indices j et k indiquent l'entreprise et le pays, respectivement :

$$\text{Obstacle de financement } j, k = \beta_1 \text{ origine du droit } k + \beta_2 \text{ caractéristiques des entreprises } j, k + \beta_3 \text{ PIB } k + \varepsilon \quad (1)$$

Quant à la relation entre l'accès des entreprises au financement et les caractéristiques du système judiciaire – l'indépendance de la magistrature vis-à-vis de l'État et l'adaptabilité du dispositif juridique –, nous l'examinons à travers

l'équation (2) suivante :

$$\text{Obstacle de financement } j, k = \beta_1 \text{ mécanisme politique } k + \beta_2 \text{ mécanisme d'adaptabilité } k + \beta_3 \text{ caractéristiques des entreprises } j, k + \beta_4 \text{ PIB } k + \varepsilon \quad (2)$$

La variable dépendante "Obstacle de financement" correspond à l'une des trois variables à expliquer, c'est-à-dire, obstacle général de financement, paperasserie/bureaucratie ou garanties exigées. Étant donné que la variable dépendante correspond, pour les trois cas, à un classement des obstacles de financement, de la part des entreprises, de 1 jusqu'à 4, alors cette variable suit un ordre bien déterminé, et par conséquent, nous utilisons *the ordered probit model* pour estimer les équations (1) et (2). Nous intégrons, pour

chaque équation estimée, l'indicateur "orientation-banque", et ce, afin d'évaluer la capacité de l'architecture des systèmes financiers à expliquer les obstacles liés au financement des entreprises de différentes nationalités. Plus spécifiquement, nous estimons, dans une première étape, les équations sans introduire l'indicateur "orientation-banque", puis nous estimons de nouveau les mêmes équations en tenant compte de l'orientation du système financier de chaque pays. Ceci nous permet de juger la significativité de l'orientation du système financier dans l'explication des obstacles de financement dans un contexte international.

4. Résultats et interprétations

En ce qui concerne l'origine du droit (*équation 1*), nos résultats indiquent que les entreprises implantées dans les pays de droit civil français affrontent beaucoup plus d'obstacles de financement que celles appartenant aux pays héritiers du droit coutumier. Plus spécifiquement, dans les pays de droit civil français, l'accès des entreprises au

financement est plus contraint à cause de la paperasserie, de la bureaucratie et des garanties exigées. Ces résultats sont significatifs au seuil de 1 %.

Quant aux caractéristiques des systèmes juridiques (*équation 2*), nos résultats indiquent que les entreprises implantées dans les pays dotés d'un système juridique plus capable à s'adapter

aux changements des besoins contractuels des investisseurs et dont la magistrature est plus indépendante de l'État rencontrent moins d'obstacles de financement. En effet, les indicateurs du mécanisme d'adaptabilité entrent significativement au seuil de 1 % et parfois à 5 % dans toutes les estimations, avec les signes prévus par les hypothèses. Ceci

confirme, d'une part, nos hypothèses de départ et, d'autre part, la thèse d'adaptabilité, selon laquelle une meilleure capacité d'adaptation des textes législatifs favorise le développement financier. De même, les indicateurs du mécanisme politique entrent significativement dans toutes les régressions, soit au

“Un certain nombre de recherches s'intéressent, également, à l'examen du formalisme juridique et de la rigidité de la constitution, qui sont associés au mécanisme d'adaptabilité.”

seuil de 1 %, soit au seuil de 10 %. Toutefois, une de ces trois variables présente un signe positif dans l'ensemble des régressions, ce qui contredit les résultats théoriques et l'hypothèse de départ. Il s'agit de l'indicateur se rapportant au degré de contrôle des décisions de la cour administrative par la Cour suprême, afin de préserver les droits des individus contre ceux de l'État. Les deux autres indicateurs prennent des signes négatifs. Ceci confirme la thèse politique (en termes de développement financier), mais aussi notre hypothèse de départ, selon laquelle l'indépendance de l'organisation judiciaire vis-à-vis de l'État favorise l'accès des entreprises au financement externe.

Par ailleurs, nos résultats justifient la faiblesse de l'architecture des systèmes financiers en matière d'explication des obstacles liés au financement des entreprises de nationalités différentes. En effet, dans toutes les régressions, l'indicateur “orientation-banque” demeure non significatif et son intégration dans les estimations n'entraîne pas des changements remarquables dans les résultats. Ceci confirme de nouveau les résultats théoriques, selon lesquels l'environnement juridique est plus fertile que l'orientation des systèmes financiers dans l'explication des disparités financières entre les pays.

Les résultats justifient également, dans les deux équations, que les entreprises étatiques, étrangères et exportatrices rencontrent plus d'obstacles de financement, alors que les entreprises réalisant un chiffre d'affaires élevé accèdent plus facilement au financement externe. Ces résultats sont significatifs au seuil de 1 % et parfois 5 %.

Finalement, les résultats montrent que les entreprises appartenant aux pays les plus riches affrontent moins de contraintes liées au financement que celles faisant partie des pays avec des niveaux bas de PIB par habitant. Ce résultat est significatif, dans la majorité des cas au seuil de 1 %, dans les deux équations.

L'influence des mécanismes politique et d'adaptabilité

Une grande partie des travaux en droit et finance cherchent à expliquer les différences dans les niveaux de développement financier à travers les disparités dans l'environnement juridique. En effet, les différences dans les traditions juridiques ont un impact sur le degré de protection des droits des investisseurs (actionnaires et créanciers) et la mise en œuvre des règles du droit, lesquelles déterminent la volonté des épargnants à investir; ce qui influe donc sur le niveau de développement financier. Selon la littérature du droit comparé, les pays héritiers du droit coutumier semblent protéger plus convenablement les droits des investisseurs que ceux héritiers du droit civil. Ceci explique pourquoi le premier groupe se caractérise par des marchés de capitaux plus sonores.

En affinant l'analyse, les recherches en droit comparé soulignent deux mécanismes interdépendants, à travers lesquels l'origine du droit pourrait exercer un effet. Il s'agit du mécanisme politique et du mécanisme d'adaptabilité. Un courant récent de recherches examine l'impact de ces mécanismes sur le développement financier. D'après ces études, l'indépendance des juges vis-à-vis de l'État et la protection des droits des investisseurs au détriment de ceux de l'État (mécanisme politique), mais aussi la capacité d'adaptation du dispositif juridique pour réduire l'écart entre les nouveaux besoins contractuels des investisseurs et les capacités du système

judiciaire à résoudre les conflits entre les contractants (mécanisme d'adaptabilité), contribuent significativement au développement financier des pays.

Quatre conséquences sur le financement des entreprises

Nous contribuons, empiriquement, à ce champ de recherches, en essayant de répondre à ces deux questions: en premier lieu, les différences dans l'origine du système juridique influencent-elles les obstacles liés au financement des entreprises? En second lieu, quels traits du système judiciaire – telles que l'indépendance judiciaire de l'État et la capacité des cours à s'adapter aux changements de l'économie – sont-ils critiques pour favoriser l'accès des entreprises au financement? Nous évaluons également, le long des régressions, le pouvoir de l'orientation des systèmes financiers dans l'explication de l'intensité des contraintes de financement, pour les entreprises de différentes nationalités.

À la lumière des résultats issus des régressions économétriques, nous dégagons, principalement, quatre conclusions. Premièrement, l'origine du droit influence l'accès des entreprises au financement: dans les pays héritiers du droit civil français, l'accès au financement externe constitue un handicap majeur pour le développement des activités des entreprises. Ensuite, la capacité d'adaptation du dispositif juridique semble une caractéristique d'importance capitale pour surmonter les obstacles liés au financement des entreprises: plus le système judiciaire est dynamique et flexible, plus l'accès au financement des entreprises est facile. Troisièmement, l'indépendance judiciaire vis-à-vis de l'État compte aussi dans l'explication des problèmes liés au financement des entreprises, toutefois, elle ne constitue pas une caractéristique de premier ordre. Enfin, cette validation empirique nous permet d'affirmer l'échec de l'orientation des systèmes financiers dans l'explication de la finance d'entreprise à l'échelle internationale. ●

Notes

1. Il s'agit :

- pour la jurisprudence, de la possibilité que les décisions des juges constituent une source future de lois ;

- pour le formalisme juridique, de la complexité des procédures judiciaires et du degré d'adhérence des juges aux lois statutaires, plutôt que de se baser sur des principes d'équité, lors des décisions judiciaires ;

- et pour la flexibilité de la constitution, de la difficulté de changer et d'actualiser la constitution.

2. PME : petites et moyennes entreprises (comptant de 5 à 50 employés et de 51 à 500 employés respectivement, telles qu'elles sont définies par la base de données utilisée WBES : *World Business Environment Survey*).

3. Dorénavant LLSV.

4. Le contenu des règles est sans effet sur le niveau de l'activité économique, dans la mesure où quelle que soit la nature des règles, en cas de litiges, la négociation conduit toujours à une solution optimale, soit directement entre les parties en optant pour un arrangement contractuel, quelles que soient les conditions initiales prévues par le droit ; soit indirectement par l'intermédiaire du juge, en choisissant une solution coopérative conforme aux exigences des deux parties.

5. Dorénavant BDL.

Références bibliographiques

- Acemoglu, D., Johnson, S., Unbundling institutions: Law versus politics, Unpublished MIT mimeo, 2003
- Allen, F., Gale, D., Comparing financial systems, Cambridge, MA: MIT Press, 1999
- Bailey, M. J., Rubin, P. H., A positive theory of legal change, *International Review of Law and Economics*, vol 14, p. 467-477, 1994
- Batsch, L., Finance et contrôle : à propos de la corporate governance, Cahier de recherche, n° 9606, CEREQ, Université de Paris Dauphine, 1996
- Beck, T., Demirgüç-Kunt, A., Levine, R., Law and finance: Why does legal origin matter? *Journal of Comparative Economics*, forthcoming, 2003 b.
- Beck, T., Demirgüç-Kunt, A., Levine, R., Legal obstacles to external finance, University of Minnesota mimeo, 2003 c
- Beck, T., Demirgüç-Kunt, A., Levine, R., Law and Firms' access to Finance, World Bank Policy Research, Working Paper, 2004
- Beck, T., Levine, R., Stock markets, banks, and growth : panel evidence, *Journal of Banking and Finance*, forthcoming, 2003
- Beck, T., Levine, R., Legal Institutions and Financial Development, NBER Working Paper, n° 10417, 2004
- Coffee, J.C., Do norms matter? À cross-country examination of the private benefits of control, Unpublished working paper 183, Columbia Law School, New York, 2001
- Cooter, R., The rule of state law versus the rule of law state : economic analysis of the legal foundations of development, In *The Law and Economics of development*, E. Buscaglia, W. Ratliff et R. Cooter (eds), JAI Press, 1997, p. 101-148
- Corbett, D., Jenkinson, T., How is investment financed? À study of Germany, Japan, the UK and the US, *The Manchester School Supplement*, 1997, p. 69-93
- Dawson, J. P., A History of Lay Judges, Harvard University Press, Cambridge, MA, 1960
- Dawson, J. P., The Oracles of the Law, University of Michigan Law School, Ann Arbor, MI, Reprinted by William S. Hein & Co., Inc. Buffalo, New York, 1986
- Demirgüç-Kunt, A., Levine, R., Bank-based and market-based financial systems: cross country comparisons, 1999
- Demirgüç-Kunt, A., Levine, R., Financial Structure

6. Quant au droit civil scandinave, il se développe, relativement, indépendamment des autres traditions juridiques (Zweigert et Kötz, 1998). D'ailleurs, ni la conception ni l'évolution subséquente du droit civil scandinave ne vise, à la même ampleur que celle du droit civil français, le renforcement du pouvoir de l'État aux dépens des investisseurs privés (LLSV, 1998). Selon Coffee (2001 a), les pays scandinaves bénéficient d'une haute performance par rapport aux autres pays héritiers du droit civil et même, par rapport aux pays de droit coutumier ; ceci est dû, essentiellement, à la parfaite cohésion sociale dans les pays scandinaves.

7. Il est à noter que malgré que la littérature du droit comparé souligne que les codes civils français et allemand tendent les deux à centraliser et renforcer le pouvoir de l'État, l'Allemagne rejoint, toutefois, les pays de droit coutumier au niveau de l'adaptabilité. En effet, selon Merryman (1985) et Beck et Levine (2003), les parallèles entre l'histoire juridique de la France et celle de l'Allemagne sont, cependant, exagérées. Contrairement à l'ardeur révolutionnaire et à l'antagonisme envers les juges, qui caractérisent le code Napoléonien, l'histoire juridique allemande répand une lumière beaucoup plus favorable sur la jurisprudence. Ce résultat est confirmé par BDL (2003 b) qui trouvent que la jurisprudence occupe une place centrale dans les

pays de droit coutumier et de droit civil allemand, en comparaison avec les systèmes juridiques héritiers du droit civil français.

8. Il est à signaler que BDL (2003 b) trouvent que l'adaptabilité constitue une caractéristique du système juridique plus déterminante que le mécanisme politique dans l'explication des différences internationales des niveaux de développement financier.

9. Kaplan et Zingales (1997) et Levine (2004) notent que les travaux qui se basent sur des mesures indirectes des contraintes liées au financement des entreprises, présentent des imperfections ; telle que l'étude de Farrazi, Hubbard et Petersen (1988), où la distribution de faibles dividendes est prise comme un indicateur des entreprises présentant des contraintes financières.

10. Les systèmes juridiques diffèrent à travers le monde en termes de types d'actifs qui peuvent être retenus comme garantie et dans la façon dont le prêteur peut récupérer la garantie (Keinan, 2000).

11. La paperasserie et la bureaucratie constituent des coûts de transaction pour le prêteur et l'emprunteur (BDL, 2004).

12. Cet indicateur est obtenu à partir de la combinaison de trois mesures relatives à la taille, l'activité et l'efficacité des institutions financières de chaque pays.

- and Economic Growth: A Cross-Country Comparison of Banks, Markets, and Development, Cambridge, MA: MIT Press, 2001
- Djankov, S., La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., Shleifer, A., Courts, *Quarterly Journal of Economics* 118, 2003a, p. 457-522
- Edwards, J., Fisher, K., Banks, Finance and investment in West Germany Since 1970, Cambridge University Press, 1994
- Ergungor, O., Market- vs. Bank-based financial systems: do investor rights really matter? Federal Reserve Bank of Cleveland Working Paper, 01, 2001
- Fazzari, S. M., Hubbard, R. G., Petersen, B. C., Financing constraints and corporate investment, *Brookings Papers on Economic Activity* 19, 1988, p. 141-195
- Glaeser, E., Shleifer, A., Legal origins, *Quarterly Journal of Economics* 117, 2002, p. 1193-1230
- Hayek, F., *The Constitution of Liberty*, The University of Chicago Press, Chicago, IL, 1960
- Johnson, S., Boone, P., Breach, A., Friedman, E., Corporate governance in the Asian financial crisis, *Journal of Financial Economics* 58, 2000, p. 141-186
- Kaplan, S. N. and L. Zingales., Do investment-cash flow sensitivities provide useful measures of financing constraints? *Quarterly Journal of Economics* 112, 1997
- Keinan, Y., The evolution of secured transactions, Unpublished working paper, University of Michigan Law School, 2000.
- La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., Pop-Eleches, C., Shleifer, A., Guarantees of freedom, National Bureau of Economic Research, Working Paper 8759, 2002
- La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., Pop-Eleches, C., Shleifer, A., Judicial checks and balances, National Bureau of Economic Research. Working Paper 9775, 2003
- La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., Shleifer, A., Vishny, R.W., Legal determinants of external finance, *Journal of Finance* 52, 1997, p.1131-1150
- La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., Shleifer, A., Vishny, R.W., Law and finance, *Journal of Political Economy* 106, 1998, p. 1113-1155
- La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., Shleifer, A., Vishny, R.W., The Quality of Government, *Journal of Law and Economic Organization* 15, 1999, p. 222-279
- La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., Shleifer, A.,

- Vishny, R.W., Investor protection and corporate governance, *Journal of Financial Economics* 58, 2000 a, p. 3-27
- Levine, R., The legal environment, banks, and long-run economic growth, *Journal of Money, Credit, and Banking* 30, 1998, p. 596-620
- Levine, R., Law, finance, and economic growth, *Journal of Financial Intermediation* 8, 1999, p. 36-67
- Levine, R., Bank-based or market-based financial systems: which is better? *Journal of Financial Intermediation* 11, 2003 a, p. 398-428
- Levine, R., Finance and Growth: Theory, Evidence, and Mechanisms, *Handbook of Economic Growth*. Eds. P. Aghion and S. Durlauf, Amsterdam: North-Holland Elsevier Publishers, forthcoming, 2004
- Levine, R., Loayza, N., Beck, T., Financial intermediation and growth: causality and causes, *Journal of Monetary Economics* 46, 2000, p. 31-77
- Mahoney, P., The Common law and economic growth: Hayek might be right, *Journal of Legal Studies* 30, 2001, p. 503-525
- Merryman, J.H., *The Civil Law Tradition: An Introduction to the Legal Systems of Western Europe and Latin America*, Stanford University Press, Stanford, CA, 1985
- Paillard, S., Amable, B., Intégration européenne et systèmes financiers: y a-t-il convergence vers le modèle anglo-saxon? Mimeo CEPREMAP, 2000
- Pistor, K., Keinan, Y., Kleinheisterkamp, J., West, M.D., The evolution of corporate law, *University of Pennsylvania Journal of International Economics and Law* 23, 2002, p. 791-871
- Posner, R.A., *Economic Analysis of the Law*, Boston, MA: Little-Brown, 1973
- Priest, G. L., The Common Law Process and the Selection of Efficient Rules, *Journal of Legal Studies* 6, 1977, p. 65-82
- Rajan, R.G., Zingales, L., The great reversals: the politics of financial development in the 20th century, *Journal of Financial Economics*, 69, 2003
- Rubin, Paul H., Why is the common law efficient? *Journal of Legal Studies* 6, 1977, p. 51-64
- Rubin, Paul H., Common law and statute law, *Journal of Legal Studies* 11, 1982, p. 205-33
- Shleifer, A., Vishny, R., A survey of corporate governance, *Journal of Finance*, 52, 1997, p. 737-783
- Zweigert, K., Kötz, H., *Introduction to Comparative Law*, Oxford University Press, New York, NY, 1998.