

## THESIS / THÈSE

### MASTER EN INGÉNIEUR DE GESTION À FINALITÉ SPÉCIALISÉE EN ANALYTICS & DIGITAL BUSINESS

**Les entreprises détenues par des entrepreneurs issus de minorités sont-elles toujours exposées à une inégalité dans l'accès aux sources de financement ?**

COLLEAUX, Justine

*Award date:*  
2023

*Awarding institution:*  
Universite de Namur

[Link to publication](#)

#### General rights

Copyright and moral rights for the publications made accessible in the public portal are retained by the authors and/or other copyright owners and it is a condition of accessing publications that users recognise and abide by the legal requirements associated with these rights.

- Users may download and print one copy of any publication from the public portal for the purpose of private study or research.
- You may not further distribute the material or use it for any profit-making activity or commercial gain
- You may freely distribute the URL identifying the publication in the public portal ?

#### Take down policy

If you believe that this document breaches copyright please contact us providing details, and we will remove access to the work immediately and investigate your claim.

Les entreprises détenues par des entrepreneurs issus de minorités  
sont-elles toujours exposées à une inégalité  
dans l'accès aux sources de financement ?



Colleaux Justine

Directeur : Prof. G. Imad'Eddine

Mémoire présenté  
en vue de l'obtention du titre de  
Master 120 en ingénieur de gestion, à finalité spécialisée  
en Analytics & Digital Business

**ANNÉE ACADÉMIQUE 2022-2023**

## Remerciements

Je tiens tout d'abord à exprimer mes remerciements à Monsieur G. Imad'Eddine, professeur de finance à l'université de Namur et de Lille, m'ayant accompagné en tant que directeur de mémoire, pour sa disponibilité, son aide, ses conseils et son temps consacré dans la réalisation de ce travail.

Je remercie également Monsieur E. Van Den Broele, directeur en recherche et développement pour l'entreprise Graydon Creditsafe, dont l'aide a permis de mettre à ma disposition la base de données essentielle à l'accomplissement de ce travail.

Je désire également remercier les professeurs de l'université de Namur pour la qualité de leur enseignement, ayant permis d'assurer la partie théorique de mon mémoire.

Enfin, j'adresse mes remerciements à mes proches et principalement à ma maman pour leur soutien, leur aide et leur encouragement tout au long de ces cinq années d'étude.

## Résumé

Les nombreuses lectures et analyses de la littérature démontrent l'existence de discrimination envers les petites et moyennes entreprises dirigées par des managers issus de minorités tels que les femmes et/ou les managers étrangers. A contrario, d'autres œuvres ne renseignent aucune différence. Ce travail vise à étudier l'existence d'inégalités envers ces minorités dans leur accès aux sources de financements. Dans ce but est utilisé un modèle économétrique des moindres carrés généralisés avec effets aléatoires sur des données en panel. Les modèles sont élaborés à partir des données recueillies sur Bel-first ainsi qu'auprès de la société Graydon Creditsafe. Les résultats obtenus démontrent de nombreuses variabilités suivant les variables prises en considération par les prêteurs et institutions bancaires. Par ailleurs, il en ressort que la crise sanitaire n'a entraîné aucun changement dans l'imposition de contraintes financières envers les entrepreneurs issus de minorités ethniques ou de genre. Néanmoins, les entreprises dirigées par un ou plusieurs managers d'origine musulmane ressortent majoritairement discriminées.

*Numerous studies in the literature demonstrate the existence of discrimination against small- and medium-sized companies run by minority managers such as women and foreign managers. On the other hand, other papers show no differences. The aim of this work is to study the existence of inequality towards these minorities in their access to sources of finance. To this end, we used a generalised least squares econometric model with random effects on panel data. The models are estimated based on data collected from Bel-first and Graydon Creditsafe. The results show that there is a great deal of variability depending on the variables considered by lenders and banking institutions. It also shows that the health crisis has not led to any change in the imposition of financial constraints on minority entrepreneurs. Nonetheless, businesses run by one or more managers of Muslim origin were discriminated against in most cases.*

## Table des matières

|   |    |
|---|----|
| 1. Introduction.....  | 5  |
| 2. Ancrage théorique.....   | 7  |
| 2.1. Revue de la littérature.....                                     | 7  |
| 2.2. Contexte légal.....  | 11 |
| 2.3. Les PME et leur importance dans le développement économique..... | 13 |
| 2.4. Les PME et l'accès au financement bancaire.....                  | 14 |
| 3. Méthodologie et modèle économétrique.....                          | 17 |
| 3.1. Méthodologie.....  | 17 |
| 3.2. Modèle économétrique et variables.....                           | 19 |
| 4. Analyse des données et résultats.....                              | 22 |
| 4.1. Sélection des données.....                                       | 22 |
| 4.2. Statistiques descriptives.....                                   | 23 |
| 4.3. Résultats.....   | 24 |
| 4.3.1. Régression de référence.....                                   | 24 |
| 4.3.2. Impact des scores financiers.....                              | 27 |
| 4.3.3. Impact des années de crise sanitaire.....                      | 28 |
| 4.3.4. Impact de la localisation.....                                 | 31 |
| 4.4. Test de robustesse.....  | 32 |
| 5. Discussion.....  | 34 |
| 6. Conclusion.....  | 39 |
| Références.....   | 41 |
| Annexes.....  | 44 |

# Les entreprises détenues par des entrepreneurs issus de minorités sont-elles toujours exposées à une inégalité dans l'accès aux sources de financement ?

Colleaux Justine

Août 2023

## 1. Introduction

La question des inégalités a pris de l'ampleur ces dernières années. De nombreux articles de presse relaient l'augmentation constante de plaintes ou de procédures à la suite d'actes de discrimination relatifs à l'ethnicité, la race, le sexe ou encore la religion. Une multiplicité de textes juridiques, de lois, mais aussi de directives européennes vise à lutter contre toute forme de discrimination et promeut l'égalité des chances.

Aucun domaine sociétal n'échappe à ces comportements, le secteur économique inclus. « Unia », service public belge indépendant de lutte contre la discrimination, rapporte que le secteur des biens et services ainsi que celui du travail et de l'emploi sont les deux domaines pour lesquels la société belge rencontre le plus d'inégalités entre 2017 et 2021.

Les entreprises sont également exposées à ce phénomène discriminatoire. Ce travail a pour but d'étudier les conduites des banques dans l'accès aux crédits envers les petites et moyennes entreprises détenues par une personne issue des minorités ethniques ou de genre. Il permet d'investiguer une possible évolution dans l'acceptation des différences, la diminution voire la suppression des préjugés, au vu du contexte et de l'importance de la discrimination de nos jours.

En effet, l'étude « Entrepreneuriat et diversité » note qu'un peu moins d'un quart des indépendants belges (23,5%) sont d'origine étrangère. Alors que ceux-ci contribuent significativement au monde socio-économique belge, tant au niveau de création de valeur ajoutée, d'emplois, d'innovation, de compétitivité et d'intégration, ils rencontrent de nombreux obstacles, dont une faible maîtrise de la langue, un manque de reconnaissance de diplômes et un plus faible capital social et financier.

L'Union européenne définit principalement les PME suivant trois critères. Elles se caractérisent comme occupant moins de deux cent cinquante personnes et présentant soit un

chiffre d'affaires inférieur ou égal à 50 millions d'euros, soit un total du bilan ne dépassant pas 43 millions d'euros. Elles constituent à elles seules 99% des entreprises de l'Union européenne et créent plus de la moitié de la valeur ajoutée des sociétés de l'UE. Afin de les accompagner dans leur développement et leur croissance, l'Union européenne adopte en 2008 son propre « Small Business Act » à l'instar des États-Unis, lequel réserve un principe portant sur l'accès au financement des PME. Toutefois, ce dernier semble encore problématique et complexe. En effet, depuis ces trois dernières années, les conditions d'accès au crédit pour toute entreprise se compliquent par l'imposition de conditions plus strictes et les intérêts en hausse constante. Les micros, petites et moyennes entreprises, s'en voient encore plus impactés en raison de leurs caractéristiques financières plus faibles que les grandes entreprises.

La définition du terme « minorité » est relativement complexe puisqu'il fait référence à plusieurs concepts. D'un point de vue juridique, de nombreuses descriptions sont données à ce terme. Les Nations Unies caractérisent quant à elles, une minorité ethnique, religieuse ou linguistique comme « tout groupe de personnes constituant moins de la moitié de la population sur l'ensemble du territoire d'un État et dont les membres ont les mêmes caractéristiques de culture, de religion ou de langue, ou plusieurs de ces éléments ensemble »<sup>1</sup>.

La suite de ce travail se présente comme suit. La deuxième partie résume la littérature existante sur la discrimination autant aux États-Unis qu'en Europe, le contexte légal en termes de discrimination ainsi que la situation des PME dans le monde économique et l'accès au financement. La méthodologie et les données employées sont introduites dans la troisième section. Le quatrième point démontre les résultats obtenus des différentes analyses économétriques des bases de données issues de Bel-first et de Graydon Creditsafe. Enfin, la dernière partie évoque les discussions et les limitations de mon travail ainsi que des remarques de conclusion.

---

<sup>1</sup> Assemblée générale des Nations Unies: Promotion effective de la Déclaration sur les droits des personnes appartenant à des minorités nationales ou ethniques, religieuses et linguistiques. (2019).

## 2. Ancrage théorique

### 2.1. Revue de la littérature

De nombreuses études sur la discrimination raciale et/ou de genre dans le monde économique ont été menées. Celles-ci ont majoritairement porté sur les petites et moyennes entreprises aux États-Unis entre 1987 et 2003. Des enquêtes sont également réalisées dans les années 2000. Cependant, celles-ci restent minoritaires.

La pionnière d'entre elles, *The Economics of Discrimination* de Gary S. Becker, a été publiée en 1957. L'analyse de Becker met en évidence le rôle joué par l'individu. Ce dernier cherche, en tenant compte de ses ressources et préférences, à maximiser son propre bien-être dans un marché non conventionnel, dans un monde où la politique et les institutions gouvernementales influent sur les paramètres dans lesquels il opère. Jusqu'à cette étude, la discrimination sur le marché du travail était envisagée comme émergeant de la sphère de la théorie économique. L'auteur en donne une première définition en termes financiers. Selon lui, la discrimination résulte « du désir des propriétaires, des travailleurs ou des clients d'éviter tout contact avec certains groupes. Dans ce cas, les transactions avec les groupes non désirés exigeraient des conditions moins favorables que celles qui ont lieu avec un groupe désiré ». Cet ouvrage offre un cadre riche pour étudier les conséquences de la discrimination sur les marchés du travail et est repris comme référence dans de nombreuses études traitant de la discrimination dans le secteur économique.

De ces multiples travaux, les conclusions divergent significativement pour un même laps de temps étudié suivant les méthodologies employées par les auteurs. En sont rapportées dans ce travail, les principales conclusions.

En 1973, Bates étudie les petites entreprises américaines et plus particulièrement leur qualité d'emprunteur. Ce travail traite du développement des entreprises détenues par des personnes africaines. Il se base sur un ensemble statistique plus complet que dans les études précédemment menées. Il prend par ailleurs en compte des éléments tels que les bénéfices nets (issus des déclarations IRS), la dépréciation et l'expérience entrepreneuriale. Un des volets abordés est relatif aux prêts accordés par la « Small Business Administration ». Cette étude ouvre un nouveau champ de recherches.

Une des premières études sur l'accès au financement considère les performances des entreprises entre 1976 et 1982. Il ressort de celle-ci un taux de refus plus élevé et un montant

de crédit plus faible pour les directeurs d'origine africaine en opposition aux dirigeants d'origine non minoritaire (Bates, 1989). Une seconde étude menée par celui-ci en 1991 portant sur les mêmes données, analyse le financement par les banques commerciales de petites entreprises détenues par des africains et des managers d'origine non étrangère. Bates s'intéresse particulièrement à définir si les banques commerciales adoptent un comportement discriminatoire envers les candidats africains en leur octroyant des prêts inférieurs qu'à leurs homologues blancs. D'après son travail, cette discrimination est avérée, d'autant plus que les faillites d'entreprises détenues par des africains sont prédites plus nombreuses. Cependant, l'obtention d'un prêt plus faible accentue ces prédictions négatives alors qu'à financement égal, les taux d'échecs sont similaires, donc indépendants de la couleur de peau du propriétaire.

L'analyse personnelle d'Ando (1988) auprès d'entreprises d'au moins deux ans en 1984 y ajoute quelques constats. Une discrimination à l'encontre des hommes et des femmes entrepreneurs d'origine africaine est en effet remarquée. Cependant, les dirigeants asiatiques et hispaniques, quel que soit leur genre, ne rencontrent aucune forme d'inégalité. Pourtant, les directeurs africains disposent d'un capital humain et financier similaire à celui des directeurs d'origine asiatique et hispanique et des non-minorités. De plus, les conditions de prêts semblent similaires pour l'ensemble des ethnicités.

Du fait d'une enquête (Characteristics of Business Owners survey) sur les entreprises de 1987, Bates (1997) conclut à la suite d'une nouvelle investigation, aux mêmes résultats que ceux obtenus plusieurs années auparavant, soit une facilité d'accès aux crédits plus importante pour les entreprises détenues par une personne de couleur blanche contrairement aux entreprises dirigées par une personne africaine. Un an plus tard, des résultats similaires sont présentés par Cavalluzzo et Cavalluzzo (1998). En effet, un taux de refus plus élevé est observé pour les détenteurs africains et hispaniques, mais aucune différence suivant le genre. Or, il est remarqué que les entreprises appartenant aux minorités ne présentent pas plus de risques que les entreprises détenues par des personnes blanches ou des femmes. Contrairement à cette inégalité quant à l'accès aux crédits, aucune discrimination n'est constatée dans le taux d'intérêt suivant le groupe ethnique. En étudiant la concentration du marché, les auteurs concluent que les femmes se voient plus avantagées respectivement en termes d'accessibilité au financement et de conditions de crédit (taux d'intérêt) sur les marchés concentrés plutôt que compétitifs ainsi que par rapport aux hommes sur les marchés concentrés. Les minorités présentes sur les marchés compétitifs sont également sur le même pied d'égalité que les hommes blancs, tandis

que les Hispaniques et Asiatiques se voient payer des taux d'intérêt plus importants dans les marchés concentrés.

Les analyses effectuées sur l'accès aux financements des petites entreprises en 1993 offrent quelques similitudes et contradictions aux résultats précédents. Comme par le passé, les entreprises avec à leur tête des hommes d'origine africaine font partie des minorités les plus touchées par des taux de refus conséquents, sans lien avec leur solvabilité. Cependant, des contradictions sont remarquées dans l'inégalité face au taux d'intérêt. Certains auteurs affirment que les entreprises dirigées par ce type de personnes sont confrontées à des taux d'intérêt plus élevés tandis que d'autres ne démontrent aucune différence suivant les groupes démographiques ou le genre (Cavalluzzo, Cavalluzzo & Wolken, 2002 ; Blanchflower, Levine & Zimmerman, 2003 ; Mijid & Bernasek, 2013). De plus, les minorités se voient régulièrement offrir des conditions d'octroi plus strictes ou des crédits partiellement acceptés. La concentration du marché impacte également le financement des minorités. Lorsque le marché est associé à un faible niveau de concurrence, la probabilité de refus des entreprises dirigées par des Africains ou des femmes augmente. En comparaison, les Hispaniques se voient également imposer des taux d'intérêt plus élevés dans cette situation (Cavalluzzo, Cavalluzzo & Wolken, 2002).

Quelques années plus tard, plusieurs chercheurs réétudient la différenciation quant à l'accès au crédit à partir des résultats d'une enquête de 1998 auprès des petites entreprises américaines. Il en résulte une nouvelle fois un taux de refus plus élevé pour les entreprises détenues par des dirigeants potentiellement discriminés en opposition aux entrepreneurs blancs pour de mêmes taux de demande, voire parfois supérieurs (Coleman, 2002 ; Coleman, 2002b ; Blanchflower, Levine & Zimmerman, 2003 ; Cavalluzzo & Wolken, 2005 ; Blanchard, Zhao & Yinger, 2008 ; Pearce & Mitchell, 2008 ; Asiedu, Freeman & Nti-Addae, 2012 ; Mijid & Bernasek, 2013). L'influence sur le taux d'intérêt diverge selon les auteurs. Certains démontrent un taux d'intérêt supérieur (Blanchflower, Levine & Zimmerman, 2003 ; Blanchard, Zhao & Yinger, 2008) tandis que d'autres remarquent des taux d'intérêt comparables pour l'ensemble des groupes ethniques (Asiedu, Freeman & Nti-Addae, 2012). Les taux d'intérêt supportés par les femmes sont également identiques, voire légèrement inférieurs à ceux des hommes (Blanchard, Zhao & Yinger, 2008 ; Asiedu, Freeman & Nti-Addae, 2012). Il est également démontré que la concentration du marché influence respectivement positivement et négativement le taux de refus des directeurs africains et hispaniques (Cavalluzzo & Wolken, 2005). Sur base de cette même enquête, Coleman (2002) étudie principalement la différence entre les hommes et les

femmes. Ces dernières sont moins enclines à demander un crédit par peur de refus. Cependant, aucune preuve de distinction dans les taux d'approbation n'est observée entre ces deux genres.

Pearce et Mitchell (2008) approfondissent cette inégalité dans l'accès au financement par l'analyse de deux types principaux de crédit : les lignes de crédit et les crédits classiques octroyés par les institutions bancaires ou non. Ils affirment que les dirigeants non minoritaires se voient davantage refuser leurs lignes de crédit bancaire que les autres types de crédits. Toutefois, les crédits demandés par les minorités sont plus fréquemment refusés et notamment les crédits bancaires classiques. L'étude prend également en compte la concentration du marché. Une forte concentration du marché se traduit par un accès moins équitable au financement pour les entreprises détenues par une personne d'origine africaine. Cependant, aucune différence en termes d'approbation de crédit n'est remarquée pour les dirigeants hispaniques suivant cette même concentration. Ceux-ci ainsi que les Africains disposent d'un accès plus équitable au marché faiblement concentré pour les lignes de crédit bancaire ainsi que pour les crédits classiques non bancaires par rapport aux crédits bancaires classiques.

À ces recherches, viennent s'ajouter plusieurs enquêtes examinant la discrimination dans le financement en 2003. Des résultats similaires en sont retirés. Les banques semblent accorder moins de sources de financement aux minorités africaines qu'aux entrepreneurs de couleur blanche. (Park & Coleman, 2009 ; Asiedu, Freeman & Nti-Addae, 2012 ; Mijid & Bernasek, 2013 ; Pan, 2014 ; Bertrand, 2016 ; Palia, 2016). Toutefois, les entrepreneurs hispaniques et asiatiques bénéficient des mêmes conditions que leurs homologues blancs, voire de conditions plus favorables pour les femmes que leurs homologues blancs (Pan, 2014).

Bertrand (2016) pousse son étude plus loin que les recherches antérieures en étudiant la discrimination sur base des informations détenues par la banque sur les demandeurs de crédits et leur entreprise. Aucune discrimination n'est observée lorsque les banques se basent sur les « hard informations », c'est-à-dire sur des données chiffrées comme les états financiers, les historiques de paiement, les rendements des actions. Tandis que des taux d'intérêt plus élevés et des contraintes plus importantes sont attribués aux entrepreneurs développant une relation de « soft informations », tels que les idées, les projections économiques, les déclarations sur les plans futurs des managers, des commentaires sur le marché, etc. La région du siège de l'entreprise impacte également l'accès au financement. Le niveau de discrimination diffère selon le pourcentage de minorité présente dans la région. Plus celui-ci est élevé, meilleurs sont les accès et les conditions de crédits.

Milieu des années 2000, sont également réalisées plusieurs études sur cette thématique. Les conclusions retirées restent identiques à la littérature antérieure. Les entrepreneurs issus de minorités sont plus fréquemment restreints dans l'accès aux financements et les conditions sont moins favorables que pour les dirigeants blancs (Robb, 2013 ; Cheng, 2015 ; Fairlie, Robb & Robinson, 2016). À l'opposé, les probabilités de refus et les demandes de garanties suivant le genre semblent s'égaliser (Muravyev, Talavera & Schäfer, 2009 ; Robb, 2013). Néanmoins, les femmes se voient imposer des taux d'intérêt légèrement plus élevés et obtiennent moins de conditions favorables. Du côté des entrepreneurs d'origine non minoritaire, une distinction est également apportée par Fairlie, Robb et Robinson (2016). Les entrepreneurs provenant de régions où les banques locales sont plus fortes disposent d'un taux de refus et d'une probabilité de rencontre des conditions plus strictes.

Cependant, une étude visant à analyser l'accès au financement suivant le genre contredit les résultats précédents en ne démontrant aucune inégalité de genre dans le marché du financement ni dans les marchés concentrés (Moro, Wisniewki & Mantovani, 2017).

Enfin, ces dernières années ont également été propices à la conduction de nouvelles études sur cette problématique. Les conclusions se révèlent en même temps similaires et contradictoires à la littérature. Une discrimination dans l'obtention de crédit est démontrée à l'encontre des femmes et des minorités (Wellalage & Thrikawala, 2021 ; Meyer & Schweitzer, 2022). Ces dernières rapportent une probabilité inférieure de recevoir l'entièreté du montant de crédit demandé, à l'exception des entreprises détenues par des Amérindiens ou des autochtones de l'Alaska (Meyer & Schweitzer, 2022).

## 2.2. Contexte légal

L'interdiction de discrimination est promulguée par différents textes de droit international, dont les droits de l'Homme, la Constitution belge et le droit dérivé de l'Union européenne.

Ainsi, la Convention européenne des droits de l'Homme interdit les discriminations opérées sur base du sexe, de la race, de la couleur, de la langue, de la religion, des opinions politiques ou toutes autres opinions, de l'origine nationale ou sociale, de l'appartenance à une minorité nationale, de la fortune, de la naissance ou de toute autre situation. La mesure est à la fois appréciable dans le sens où elle ne limite pas les motifs prohibés, mais aussi restrictive, seule l'égalité dans la jouissance des droits et libertés conventionnellement garantis étant visée. Cela implique que « sa violation ne peut être invoquée qu'en combinaison avec une autre disposition protectrice des droits et libertés inscrite dans la Convention européenne des droits de l'Homme

»<sup>2</sup>. De plus, les distinctions de traitement résultant d'une justification objective et raisonnable sont admises.

La Constitution belge, en ses articles 10 et 11, inscrit le principe d'égalité comme une garantie constitutionnelle. Ces deux articles visent l'égalité dans la jouissance des droits et libertés consacrés par la Constitution d'une part, mais aussi par le droit international et par les principes généraux du droit.

Le traité d'Amsterdam (signé le 2 octobre 1997 et entré en vigueur le 1er mai 1999) renforce le Traité de l'Union européenne, lequel interdit toute discrimination exercée en raison de la nationalité et inscrit le principe de non-discrimination entre les hommes et les femmes en termes d'égalité de rémunération. Ce nouveau traité complète notamment l'article 6 en visant également toute discrimination fondée sur le sexe, la race ou l'origine ethnique, la religion ou les convictions, le handicap, l'âge ou l'orientation sexuelle.

S'ensuivent deux directives : la Directive 2000/43/ CE du 29 juin 2000 relative à la mise en œuvre du principe de l'égalité de traitement entre les personnes sans distinction de race ou d'origine ethnique et la Directive 2007/78/CE du 27 novembre 2000 portant création d'un cadre général en faveur de l'égalité de traitement en matière d'emploi et de travail.

Sous la poussée de cette réglementation européenne, le législateur fédéral adopte la loi du 25 février 2003 tendant à lutter contre la discrimination et modifiant la loi du 15 février 1993, créant un centre pour l'égalité des chances et la lutte contre le racisme. Cette loi est communément appelée « loi anti-discrimination ». À cette loi s'y attache la loi du 30 juillet 1981 tendant à réprimer certains actes inspirés par le racisme ou la xénophobie et la loi du 7 mai 1999 sur l'égalité de traitement entre hommes et femmes en ce qui concerne les conditions de travail, l'accès à l'emploi et aux possibilités de promotion, l'accès à une profession indépendante et les régimes complémentaires de sécurité sociale. Cette loi a été partiellement annulée par la Cour Constitutionnelle dans son arrêt 157/2004 du 6 octobre 2004 et remplacée par trois lois : la loi du 10 mai 2007 tendant à lutter contre certaines formes de discrimination (également appelée « loi générale anti-discrimination »), la loi du 10 mai 2007 tendant à lutter contre la discrimination entre les femmes et les hommes (également appelée « loi genre ») et

---

<sup>2</sup> Van Drooghenbroeck, S. (2003). La loi du 25 février 2003 tendant à lutter contre la discrimination : Les défis d'une horizontalisation des droits de l'homme. *Strada Lex*, 208-252.

la loi du 10 mai 2007 modifiant la loi du 30 juillet 1981 tendant à réprimer certains actes inspirés par le racisme et la xénophobie (également appelée « loi antiracisme »).

À l'instar de la loi du 25 février 2003 qui disposait que toute discrimination directe ou indirecte était interdite lorsqu'elle portait notamment sur la fourniture ou la mise à disposition du public de biens et de services, ces trois lois ont le même champ d'application. Elles s'appliquent à toute personne, tant issue du secteur public que du secteur privé, dans les domaines de l'accès aux biens et services et la fourniture de biens et services à la disposition du public, la protection sociale, y compris la sécurité sociale et les soins de santé, les avantages sociaux, les régimes complémentaires de sécurité sociale, les relations de travail, la mention dans une pièce officielle ou dans un procès-verbal, l'affiliation à et l'engagement dans une organisation des travailleurs ou d'employeurs, l'accès, la participation et tout autre exercice d'une activité économique, sociale, culturelle ou politique accessible au public. Cependant, une nuance est à apporter. La loi prévoit une liste de critères fermés (la nationalité, une prétendue race, la couleur de la peau, l'âge, l'orientation sexuelle, l'état civil, la naissance, la fortune, la conviction politique, la conviction syndicale, la langue, l'état de santé actuel ou futur, un handicap, une caractéristique physique ou génétique, l'origine sociale, le sexe, la grossesse ou l'accouchement et la maternité et le changement de sexe) sur base desquels, directement ou indirectement toute différence de traitement injustifiée est interdite. Si différence de traitement il y a, la justification devra démontrer un but légitime. Les moyens mis en œuvre devront être appropriés et nécessaires pour réaliser le but légitime poursuivi.

Les relations commerciales, dont les relations bancaires et dès lors l'accès au financement entrent dans le champ d'application de ces lois.

### 2.3. Les PME et leur importance dans le développement économique

La législation belge ne donne aucune définition univoque des petites et moyennes entreprises. Cependant, la Commission européenne définit, dans sa recommandation du 6 mai 2003, les PME comme des entreprises occupant moins de deux cent cinquante salariés et présentant soit un chiffre d'affaires inférieur ou égal à 50 millions d'euros soit un total du bilan ne dépassant pas 43 millions d'euros.

Elles représentent à elles seules plus de 99% des entreprises de l'Union européenne et créent plus de la moitié de la valeur ajoutée des sociétés de l'UE. Elles jouent également un rôle important dans la création d'emplois et la prospérité des collectivités locales et régionales.

Elles ont donc une place centrale dans l'économie européenne et une attention particulière doit leur être réservée en vue de leur développement.

Le Conseil européen, réuni à Lisbonne en mars 2000, a pour objectif de définir pour l'Union un nouvel objectif stratégique dans le but de renforcer l'emploi, la réforme économique et la cohésion sociale dans le cadre d'une économie fondée sur la connaissance. Deux axes ressortent notamment de la Stratégie de Lisbonne. Le premier est la nécessité d'instaurer un climat favorable à la création et au développement d'entreprises novatrices, notamment de PME. Le second concerne les marchés financiers, lesquels doivent être efficaces et transparents et favoriser la croissance et l'emploi en permettant une meilleure allocation des capitaux à un moindre coût. Ces derniers jouent donc un rôle essentiel dans la mise en exergue d'idées nouvelles et dans la promotion de la culture d'entreprise ainsi que de l'accès aux nouvelles technologies et de leur utilisation. Par ailleurs, cette stratégie met en avant le rôle majeur joué par les marchés de capital-risque dans le développement de PME innovantes à forte croissance, et dans la création d'emplois nouveaux et durables et donc la nécessité pour ces marchés d'être efficaces.

Cependant, en 2008, environ 21% des petites et moyennes entreprises européennes rapportent un problème dans l'accès au financement. Afin d'aider ces entreprises, le Conseil européen instaure dans la même année une initiative appelée « Small Business Act pour l'Europe ». Celui-ci vise l'amélioration de la compétitivité et la croissance des PME par l'implémentation de principes communs dans dix domaines distincts, dont une plus grande accessibilité au financement et la mise en place d'un environnement juridique et commercial favorisant la ponctualité des paiements lors des transactions commerciales. Les politiques doivent s'appliquer à mettre en place un contexte favorable au développement des PME. Le document met en avant la frilosité des investisseurs et des banques à prendre des risques à financer des entreprises pendant leur période de démarrage et leurs premières phases d'expansion. La Commission invite les États membres à identifier les dysfonctionnements du marché de financement et à les corriger en vue d'améliorer l'accès aux crédits.

#### 2.4. Les PME et l'accès au financement bancaire

Accéder au financement est primordial pour toute entreprise et donc les PME. Grâce au financement, elles peuvent profiter notamment d'opportunités d'investissements rentables, investir dans la formation de capital fixe, dans le recrutement et la formation de leur personnel.

Il existe plusieurs sources de financement pour les PME. Outre le crédit bancaire, elles peuvent compter sur le capital-risque. Celui-ci consiste en la prise de participation d'investisseurs dans le capital de l'entreprise, permettant ainsi d'augmenter ses fonds propres. Le marché comprend également des investisseurs providentiels investissant directement dans de nouvelles entreprises. La titrisation, technique consistant à créer un instrument financier en regroupant des actifs, est également utilisée par les prêteurs. D'autres sources incluent le crédit-bail, la microfinance et le marché des obligations d'entreprises. Selon une enquête Survey on Access to Finance of Entreprises (SAFE) menée auprès de PME belges, la ligne de crédit (32,3%) et le prêt bancaire (24%) sont les formes de financement les plus utilisées. Il en ressort également que le prêt bancaire n'est pas toujours vu comme la solution la plus pertinente pour les entreprises pour plusieurs raisons dont l'absence de prêt disponible, les formalités administratives, l'absence de garanties ou de sûretés et les taux d'intérêt excessifs.

En Belgique, comme dans tout pays, le système bancaire joue un rôle essentiel dans le financement des entreprises. En effet, une entreprise est souvent limitée, dans son développement et sa croissance, par la disponibilité de financement interne et l'obtention de liquidités supplémentaires. Les PME sont généralement plus dépendantes des banques pour le financement externe que les grandes entreprises qui peuvent accéder plus facilement au financement du marché (Gertler et Gilchrist, 1994 ; Berger et Udell, 1995 ; Bremus et Neugebauer, 2018). L'enquête SAFE relève une baisse, pour les années 2020 et 2021, de la volonté des banques d'accorder des crédits. Ceci est principalement expliqué par le manque d'informations, aux problématiques d'asymétrie d'informations ainsi qu'aux limites imposées par les banques dans leur offre afin d'éviter les risques.

La discrimination dans l'accès au financement peut se traduire par des conditions d'octroi différentes, voire plus strictes ou des refus plus importants. Elle n'est pas sans conséquence sur la viabilité des entreprises.

Selon Becker, la discrimination est la conséquence de vouloir écarter toutes relations avec certains groupes de personnes. Pour les institutions financières, cela signifierait appliquer des taux d'intérêt plus élevés aux groupes non désirés bien que ceux-ci présentent des caractéristiques similaires aux groupes recherchés ou exiger de meilleures capacités (notamment de capacité de remboursement) de la part des entreprises moins recherchées pour un même taux donné. Ainsi, une institution financière qui prête des fonds à un taux de  $r$  proposerait un taux de  $r(1 + \delta)$ , où  $\delta$  représente le coefficient de discrimination. En raison du

taux plus élevé appliqué au groupe subissant des discriminations, trois phénomènes sont observés : un nombre moindre de prêts détenus, un nombre moindre de prêts demandés et un taux de refus plus important. Certains auteurs (Peterson, 1981 ; Duca et Rosenthal, 1994) estiment de leur côté que la discrimination ne s'observe pas dans le taux appliqué, mais dans le taux de refus. Des analyses, il ressort deux formes de discrimination appelées « discrimination statistique » et « discrimination préjudiciable ». La discrimination statistique s'appuie sur le risque et le coût de l'information. En raison d'un manque d'informations ou d'informations incomplètes sur un individu, les décideurs, dans le cas présent, les institutions financières se fondent sur des moyennes de groupe (réelles ou non) ou des stéréotypes. L'aversion au risque peut renforcer la propension à la discrimination statistique. À l'inverse, la discrimination préjudiciable est fondée sur le goût et/ou les préférences des individus, lesquels adoptent ainsi des attitudes contradictoires suivant l'ethnicité. Dans son étude, Becker (1971) démontre également que la discrimination est appliquée à l'encontre d'un candidat issu de minorités afin d'éviter des coûts psychiques et non pécuniaires. Dans le cadre des financements, cette forme de discrimination conduit les prêteurs à proposer un taux supérieur au taux du marché au groupe défavorisé. Selon ce raisonnement, si des groupes particuliers sont contraints à des normes de solvabilité plus élevées, les taux de défaillance devraient être plus faibles.

### 3. Méthodologie et modèle économétrique

#### 3.1. Méthodologie

Les approches de la littérature antérieure suivent régulièrement une même stratégie. Elles visent à déterminer l'existence potentielle de différences raciales sur le marché du crédit en prenant en compte le processus de prise de décision d'un prêteur lors d'une demande de crédit. Ainsi, sont repris dans un modèle de régression les facteurs économiques connus par le prêteur influençant ses décisions d'octroi et les facteurs non économiques. Certaines variables spécifiques sont majoritairement prises en considération telles que la solvabilité, les ressources financières, l'environnement économique, les caractéristiques de l'entreprise et du dirigeant. Ces études analysent l'influence de ces diverses variables indépendantes sur la probabilité de se voir refuser un crédit bancaire au travers des modèles « probit » et « logit ».

D'autres études se basent sur les contraintes financières. La théorie des contraintes financières part du postulat qu'une entreprise, peu importe sa taille, tend à recourir à la fois à des ressources financières internes et externes afin de réaliser ses projets d'investissement. Étudier l'existence de contraintes financières peut être abordé au travers de différents indicateurs.

Ainsi, plusieurs recherches ont montré l'existence d'une relation positive entre la sensibilité de l'investissement aux cash-flows et un niveau élevé de contraintes financières (Fazzari, Hubbard & Petersen, 1988 ; Whited, 1992 ; Gilchrist & Himmelberg, 1995 ; Hubbard, 1998). D'autres auteurs ont démenti cette corrélation, certains facteurs n'ayant pas été pris en compte dans les études antérieures (Kaplan & Zingales, 1997 ; Cleary, 1999).

En l'absence de consensus sur la pertinence de la sensibilité aux cash-flows, d'autres auteurs ont proposé d'utiliser la sensibilité de la trésorerie au cash-flow (Erickson & Whited, 2000 ; Almeida et al., 2004). À partir de deux modèles empiriques distincts, ces auteurs ont montré une relation positive entre les cash-flows et le niveau de trésorerie. Le premier modèle inclut des variables relatives au comportement d'investissements et d'autres ayant un impact sur le niveau des contraintes financières des firmes. Le second s'intéresse à la dépendance entre les variations annuelles de trésorerie et les investissements en immobilisations, la variation des dettes financières et la variation du besoin en fonds de roulement. Ce second modèle postule que les entreprises non contraintes peuvent toujours investir à leur meilleur niveau sans coûts à détenir des liquidités. Or le marché est un marché imparfait. Sachant que toutes les entreprises épargnent des liquidités à partir des flux de trésorerie, cela augure que, quelles que soient les contraintes de financement, un montant optimal de liquidités doit être détenu.

Une autre approche est de prendre en considération, outre l'effet de la dette à court terme sur l'épargne, plusieurs autres sources externes comme le crédit commercial, la dette à court terme et la dette à long terme. Dans cette optique, la méthode des moments généralisés en système, ou « GMM » a été appliquée par les chercheurs (Arellano & Bond, 1991 ; Blundel & Bond, 1998). Ce modèle contrôle les biais dus aux effets non observés spécifiques à l'entreprise et à l'endogénéité à travers des valeurs différées des variables prises comme instruments. Il prend en considération l'interrelation entre l'investissement total, le déficit de financement, la dette financière, l'émission de nouvelles actions détenues en cours d'année et le paiement d'intérêts moyens sur la dette par rapport aux intérêts pratiqués sur le marché local de crédit.

La méthode basée sur la sensibilité des cash-flows est considérée comme une approche plus robuste pour déterminer l'octroi de crédits à une entreprise. Cette méthode consiste à évaluer la capacité de l'entreprise à générer suffisamment de flux de trésorerie pour rembourser le crédit demandé. Plusieurs raisons justifient la préférence de cette méthode par rapport à une méthode basée uniquement sur les informations contenues dans les états financiers.

En effet, ces derniers peuvent ne pas donner une image complète de la santé financière de l'entreprise. Ainsi, les états financiers peuvent ne pas refléter tous les éléments pertinents pour évaluer la capacité de remboursement de l'entreprise. Il est possible de citer, entre autres, des dépenses importantes qui ne sont pas comptabilisées dans les états financiers peuvent affecter la capacité de l'entreprise à rembourser un prêt. De plus, ceux-ci peuvent être trompeurs ou manipulés pour donner une image plus favorable de sa situation financière. En outre, les entreprises peuvent utiliser des méthodes comptables pour gonfler leurs bénéfices en enregistrant des revenus fictifs ou dissimuler leurs pertes en les reportant à des périodes futures ou en retardant les dépenses. Certaines peuvent même communiquer de fausses informations sur les actifs en les surévaluant et manipuler les provisions afin de masquer leurs problèmes financiers.

À l'inverse, les flux de trésorerie sont des données plus fiables pour évaluer la capacité de remboursement d'une entreprise. Ils représentent la capacité de l'entreprise à générer des liquidités pour rembourser le crédit demandé, étant donné qu'ils représentent la quantité réelle d'argent qui entre et qui sort de l'entreprise. Cette méthode de sensibilité des cash-flows prend également en compte les flux de trésorerie futurs de l'entreprise. Elle détermine la capacité de l'entreprise à en générer de manière suffisante pour rembourser le prêt demandé. Cette méthode prend donc en compte les prévisions de croissance, les changements dans l'industrie et d'autres

facteurs qui peuvent affecter la capacité de remboursement de prêt. Par ailleurs, elle intègre les risques et les incertitudes liés à l'activité de l'entreprise. Elle évalue la capacité de l'entreprise à faire face aux perturbations économiques et aux changements inattendus. Elle permet donc d'identifier les risques associés à un prêt et de déterminer s'il est judicieux d'accorder le crédit demandé.

### 3.2. Modèle économétrique et variables

Au vu de la fiabilité et la précision supérieure de la méthode basée sur la sensibilité des cash-flows, la méthodologie d'Almeida et al (2004) semble adaptée aux données utilisées. L'existence de contraintes financières suivant l'origine du dirigeant de l'entreprise est mesurée. Dans ce but, un modèle de régression par la méthode des moindres carrés généralisés (MCOG) avec effets aléatoires pour des données de panel a été utilisé. Les erreurs standard sont calculées à l'aide de la méthode de White-Huber pour tenir compte des problèmes d'hétéroscédasticité et de clustering dans les données. Cette méthode économétrique a été privilégiée pour plusieurs raisons. D'une part, la méthode des moindres carrés ordinaires repose sur des hypothèses fortes, dont l'homoscédasticité, l'absence de corrélation, pouvant impacter l'efficacité du modèle en cas de violation. D'autre part, le MCOG peut prendre en compte le regroupement ou la dépendance des données en panel par une matrice de covariance ainsi que les données manquantes. Par ailleurs, le modèle à effets aléatoires a été favorisé en raison d'une supposition que les effets de l'origine ethnique ou de genre varient aléatoirement d'une entreprise à l'autre. Dans un contexte d'attribution de sources de financement, chaque entreprise se voit considérée indépendamment selon ses caractéristiques individuelles. L'effet aléatoire permet alors de prendre en considération cette possibilité de différenciation pour chaque entreprise.

Des études antérieures et du choix de la méthodologie, l'hypothèse suivante peut être proposée : les moyennes entreprises dirigées par des managers issus de minorités ethniques ou de genre sont plus contraintes financièrement que celles avec managers non minoritaires.

Afin de tester cette hypothèse et les diverses études similaires est utilisé le modèle suivant :

$$\begin{aligned} \Delta Trésorerie_{i,t} = & \alpha + \beta_1 CashFlow_{i,t} + \beta_2 CaraManager_i \\ & + \beta_3 CashFlow_{i,t} \times CaraManager_i + \beta_4 OppInvest_{i,t} + \beta_5 Taille_{i,t} + \beta_6 \Delta DettesCT_{i,t} \\ & + \beta_7 \Delta WC_{i,t} + \beta_8 Invest_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \end{aligned}$$

La variation de la trésorerie ( $\Delta Trésorerie_{i,t}$ ) représente la différence entre le ratio des liquidités et des placements de trésorerie par rapport à l'actif total au moment « t » et le même ratio au temps « t-1 ». Le cash-flow ( $CashFlow_{i,t}$ ) correspond au résultat avant intérêts et amortissements, diminué des dividendes et ajusté en fonction de l'actif total.

Les opportunités d'investissement ( $OppInvest_{i,t}$ ) sont déterminées par Almeida et al (2004) par le « Q » de Tobin. Étudiant les petites et moyennes entreprises, cette mesure ne peut être reprise en raison de sa prise en compte de la valeur boursière de l'entreprise. Par conséquent, les opportunités d'investissement sont évaluées en se basant sur le taux de croissance des ventes totales dans le secteur spécifique de l'entreprise, identifié à l'aide de la classification principale « NACE ». Différents éléments permettent de contrôler les variables liées à la détention de liquidités. Le premier concerne la taille de l'entreprise ( $Taille_{i,t}$ ), et est mesuré par le logarithme naturel de l'actif total de l'entreprise. D'autres facteurs sont également inclus pour prendre en compte différentes sources et utilisations alternatives des fonds. Ainsi, sont ajoutés la variation du ratio de la dette à court terme par rapport à l'actif total de l'entreprise ( $\Delta DettesCT_{i,t}$ ) entre les périodes « t » et « t-1 », la variation du ratio du fonds de roulement hors trésorerie par rapport à l'actif total sur la même période, ainsi que le ratio des dépenses d'investissement par rapport à l'actif total.

Dans le cadre de cette étude, deux échantillons de données ont été créés afin d'obtenir des résultats plus représentatifs de la population. Le premier reprend uniquement les entreprises pour lesquelles un dirigeant est clairement identifié tandis que le deuxième compte les entreprises rapportant au maximum trois dirigeants. Dans les deux cas, deux sources de discrimination sont étudiées en relation avec les caractéristiques des dirigeants ( $CaraManager_i$ ), l'une liée au sexe et la seconde relative à l'origine ethnique. Pour le genre, une variable binaire est utilisée équivalente à 1 lorsque la dirigeante est une femme, lorsque l'échantillon compte au moins une femme ou lorsque l'ensemble des dirigeantes sont des femmes. Par manque d'informations directes sur l'origine, cette dernière est déterminée sur base du prénom du manager. Pour cela, une base de données de prénoms a été utilisée. Les dirigeants ayant des prénoms étymologiquement non belges sont identifiés comme ayant une origine étrangère. Lorsqu'un prénom est repris dans plusieurs pays avec des contextes culturels et religieux différents, l'observation est exclue. Ensuite, ce groupe est divisé en plusieurs catégories d'origines étrangères, notamment les prénoms européens (Anglo-saxons, Nordiques et du sud de l'Europe), les prénoms orientaux (Asiatiques, Russes, d'Europe de l'Est et

Africains) et plus spécifiquement les prénoms musulmans en raison de leur importante présence dans les nationalités étrangères en Belgique. Chaque groupe est représenté par une variable binaire lorsqu'un seul dirigeant est présent tandis que des variables binaires sont utilisées lorsque les dirigeants sont tous étrangers ou au moins l'un d'entre eux est étranger. Pour analyser l'effet spécifique des caractéristiques du dirigeant sur la sensibilité des flux de trésorerie des PME, des interactions entre les flux de trésorerie et les variables binaires représentant les caractéristiques du dirigeant sont utilisées. Ainsi une entreprise dirigée par un manager de sexe féminin ou dont l'origine ou l'ethnie est perçue comme minoritaire se voit contrainte financièrement lorsqu'elle est représentée par un coefficient  $\beta_3$  positif. En outre, dans les sections suivantes de ce travail, le terme « minoritaire » est employé pour désigner les managers d'origine ethnique étrangère, à l'exception des Belges. Les analyses portant sur les managers de moins de 30 ans et les femmes incluent des entrepreneurs de toutes origines confondues.

Une analyse est également effectuée en prenant en compte deux scores de crédit : le multiscoring et le score de résistance aux chocs. Le premier représente le taux de survie à moyen terme d'une entreprise alors que le second indique quelles entreprises peuvent faire face à un choc soudain. Ce dernier indique dans quelle mesure une entreprise dispose de réserves financières suffisantes pour absorber un choc. Ces deux variables prises ensemble permettent d'obtenir une représentation du risque lié au portefeuille d'une entreprise.

## 4. Analyse des données et résultats

### 4.1. Sélection des données

Afin de mener cette étude, la base de données Bel-forêt a été utilisée. Une sélection a dans un premier temps été effectuée suivant les caractéristiques des entreprises. Seules les moyennes entreprises actives en Belgique sous forme juridique de société anonyme, société en commandite simple et par actions, société à responsabilité limitée et société en nom collectif ont été reprises pour cette analyse. Cette sélection a été réalisée sur base des critères européens en termes de PME. Suivant ce premier filtrage est obtenu un échantillon de 27.024 entreprises. Celles-ci comptent entre 10 et 250 employés ainsi qu'un total actif moyen de 19 millions d'euros et un chiffre d'affaires moyen de 17 millions d'euros. Ensuite sont supprimées les entreprises détenues par des sociétés, correspondant à des filiales, laissant ainsi 20.936 sociétés analysables. Les entreprises pour lesquelles certaines informations sont manquantes pendant trois années comptables consécutives ou présentant des incohérences comptables importantes sont également écartées ainsi que les entreprises pour lesquelles l'ensemble des prénoms des dirigeants ne sont pas attribués à une seule origine. À la suite de ces différentes étapes, un échantillon total de 14.907 entreprises est obtenu. Le premier échantillon reprenant uniquement les entreprises dirigées par un manager clairement identifié compte 8.544 entreprises tandis que le second en reprend 14.166.

Par ailleurs, afin de pouvoir attribuer un score de crédit aux entreprises sélectionnées, l'aide de l'entreprise Graydon Creditsafe a été sollicitée. Cette dernière fournit des informations commerciales dont celles de crédit et de marché, des données quant aux risques ainsi que divers scores à un marché de petites et moyennes entreprises au niveau mondial.

Afin d'évaluer la représentativité de ces deux échantillons, plusieurs tests statistiques sont effectués. Dans un premier temps, ressort du tableau 4.1 que les moyennes de la population pour chaque critère définissant une PME se situent principalement entre les moyennes observées pour les deux échantillons. Cependant, les tests de normalité de Jarque-Bera, dont les résultats sont repris dans le tableau 4.2, permettent de rejeter l'hypothèse nulle et concluent à l'absence de normalité dans les différentes distributions de données. Afin d'étudier la similitude des distributions par rapport à la population, le test de Kolmogorov-Smirnov est réalisé. Les estimations obtenues dans le tableau 4.3 permettent à nouveau de rejeter l'hypothèse nulle et d'infirmer l'existence de similitudes entre les distributions. De plus, un test de Wilcoxon-Mann-Withney est effectué. Ces résultats présentés dans le tableau 4.4

permettent de rejeter l'hypothèse nulle et révèlent des différences significatives entre les deux échantillons et la population. En tenant compte de ces résultats, les échantillons semblent ne pas représenter fidèlement la population.

#### 4.2. Statistiques descriptives

Le tableau 4.5 rapporte le nombre et la proportion d'entreprises dirigées par les différentes catégories de manager suivant les deux échantillons étudiés. Dans le premier, il est constaté que la grande majorité (73,31%) des PME belges est dirigée par un manager d'origine belge. Parmi celles-ci, plus de la moitié compte un directeur d'origine francophone. Près d'un cinquième des PME compte à leur tête un dirigeant d'origine européenne tandis que peu d'entreprises se voient dirigées par des personnes d'origine asiatique ou musulmane. Par ailleurs, plus de 76% des entreprises sont dirigées par des managers de sexe masculin et pour plus de 74% par des managers âgés de 30 à 65 ans.

Le deuxième échantillon rapportant les entreprises avec à la tête au maximum trois dirigeants présente des résultats similaires. Près de 65% des entreprises sont dirigées par des managers tous d'origine belge. Seulement vingt autres pour cent comptent à leur direction des managers entièrement d'origine étrangère. Parmi les entreprises dirigées par des managers d'origine belge, plus de la moitié sont dirigées par des managers entièrement d'origine francophone. Comme attesté dans le premier échantillon, deux tiers des entreprises comptent des managers tous de sexe masculin et moins d'un cinquième compte des managers tous âgés de 30 à 65 ans ainsi que les plus de 65 ans.

Le tableau 4.6 rapporte les principales caractéristiques des entreprises, en présentant leurs moyennes et écarts-types, pour les managers potentiellement discriminés en comparaison avec la moyenne de l'échantillon total. Dans un premier temps, il apparaît que les entreprises avec un manager d'origine européenne comptent approximativement deux fois le total actif par rapport à celui de l'échantillon total. Les managers de sexe féminin présentent également un total actif supérieur à la moyenne. Cependant, tant les managers d'origine orientale et musulmane, que ceux âgés de moins de 30 ans, présentent dans leurs comptes annuels un actif total bien inférieur à la moyenne des entreprises belges.

Dans l'ensemble, les entreprises dirigées par des entrepreneurs minoritaires ne semblent pas être plus risquées que celles comptant des managers non minoritaires. En effet, elles comptabilisent un même bénéfice d'exploitation sur total actif ainsi qu'un même pourcentage de dettes sur total actif. De plus, un pourcentage de croissance du chiffre d'affaires bien

supérieur pour les entreprises minoritaires en comparaison avec la moyenne de l'échantillon est remarqué. Les scores de crédit et de résistance aux chocs sont également semblables. Une légère différence apparaît pour les entreprises détenues par des managers de moins de 30 ans présentant un score de résistance aux chocs plus faible.

Le tableau 4.7 indique les niveaux de détention de trésorerie pour chaque catégorie potentiellement discriminée en comparaison avec le groupe non minoritaire. Les entreprises présentent en moyenne une détention de trésorerie autour des 18% par rapport à l'actif total. Les entreprises comptant des managers d'origine étrangère, et pour chaque catégorie ethnique individuellement présentent un taux plus important de trésorerie que les managers d'origine belge. Dans la crainte de difficultés d'accès au crédit, accumuler de la trésorerie peut être une mesure préventive pour disposer de liquidités immédiates plutôt que de compter sur l'accès au crédit. Cette information pourrait alors confirmer l'hypothèse de contraintes financières plus importantes pour les entreprises détenues par des managers minoritaires. Des résultats similaires se présentent pour les managers de sexe féminin et les managers d'origine francophone. À l'inverse, les entreprises dirigées par des personnes de moins de 30 ans montrent une détention de trésorerie plus faible par rapport à celles dirigées par des directeurs de plus de 65 ans.

Des résultats similaires sont observés pour les entreprises détenues par au maximum trois managers.

### 4.3. Résultats

#### 4.3.1. Régression de référence

Le tableau 4.8 comprend les estimations obtenues de la régression de référence pour chaque catégorie potentiellement discriminée due à leur origine, à leur sexe ou à leur âge.

Pour le premier échantillon, dans les quatre cas, est constatée une sensibilité positive de la trésorerie sur le cash-flow. Les estimations varient entre 0,14 et 0,16 et sont toutes quatre significatives à un niveau de 0%. Il peut alors être affirmé que les moyennes entreprises sont contraintes financièrement. Les variables d'interaction sont significatives pour les managers d'origine étrangère et les dirigeants de sexe féminin. Les entreprises dirigées par des personnes de moins de 30 ans ne semblent pas discriminées dans l'accès au crédit. Les entreprises détenues par des managers d'origine étrangère comptent une sensibilité aux flux de trésorerie de 0,1799 ( $0,1519 + 0,0280$ ) par rapport à une sensibilité de 0,1519 pour les autres entreprises. Ces entreprises se voient donc plus contraintes financièrement. En ce qui concerne les

entreprises détenues par des femmes, la sensibilité aux flux de trésorerie est de 0,1425 (0,1645 – 0,0220) en comparaison avec 0,1645 pour les autres entreprises. Ceci démontre un accès plus facile au crédit pour les dirigeants de sexe féminin et par conséquent à l'absence de discrimination basée sur le genre.

Les variables de contrôle sont également toutes significatives à un niveau de 0% pour chaque modèle étudié. Elles présentent toutes un signe négatif démontrant leur influence négative sur la variation de trésorerie.

Le tableau 4.9 rapporte les estimations obtenues suivant les différentes catégories d'origine : européen, oriental et musulman. Dans les trois modèles, la variation de trésorerie se voit impacter positivement et significativement par le cash-flow, concluant en l'observation de contraintes financières pour les PME. Les variables d'interaction montrent une sensibilité aux flux de trésorerie plus importante pour les entrepreneurs d'origine européenne que pour les autres PME. Le coefficient équivaut à 0,1803 (0,1540 + 0,0263) en comparaison à un coefficient de 0,1540 pour les autres entreprises. Ceci indique une discrimination dans l'accès aux sources de financements sur base de l'origine ethnique. À l'inverse, les entreprises avec à la tête des personnes d'origine orientale et musulmane ne semblent pas être traitées différemment des PME dirigées par des personnes d'origine belge. Ces modèles démontrent également l'impact négatif et significatif des variables de contrôle sur la variation de trésorerie.

L'analyse de l'échantillon regroupant les entreprises pour lesquelles au maximum trois dirigeants sont identifiés se retrouve dans le tableau 4.8.B. Ces différentes estimations présentent majoritairement une sensibilité positive et significative à un niveau de 1% de la trésorerie au cash-flow. L'existence de contraintes financières se confirme alors. Cependant, l'analyse des variables d'interaction met en évidence des résultats en opposition avec les résultats obtenus précédemment. En effet, les entreprises disposant d'au moins un étranger obtiennent un accès plus facile au crédit que les entreprises détenues par des managers tous belges. Le coefficient estimé donne une sensibilité des flux de trésorerie au cash-flow de 0,0626 (0,1526 – 0,0900) par rapport à une sensibilité de 0,1526 pour les autres entreprises. Concernant les entreprises détenues par au moins un manager de sexe féminin, le coefficient estimé est de 0,1498 (0,0929 + 0,0569). Celui-ci est ainsi presque trois fois plus important que celui des autres entreprises (0,0569). Ceci confirme l'hypothèse que les entreprises dirigées par des managers minoritaires sont davantage contraintes financièrement que les entreprises avec à leur tête des managers non minoritaires. Les entreprises dirigées par des jeunes sont

également plus limitées en termes d'accès au crédit. Les estimations recensent un coefficient de 0,2265 (0,1745 + 0,0520) pour les managers de moins de 30 ans en comparaison avec un coefficient de 0,0520 pour les autres entreprises. Tout comme pour les entreprises dirigées par des managers de sexe féminin, l'hypothèse étudiée peut être confirmée ainsi que la présence de discrimination sur base de l'âge. Par ailleurs, les sociétés avec uniquement des entrepreneurs d'origine francophone subissent une difficulté dans l'accès au crédit. Le coefficient est estimé à 0,1479 (0,0723 + 0,0756) et statistiquement significatif permettant d'accepter l'hypothèse étudiée.

De plus, les coefficients des opportunités d'investissement sont dans les six cas négatifs et significatifs avec une valeur variant entre  $-0,0048$  et  $-0,0030$ . Ce résultat infirme la présence de contraintes financières pour les moyennes entreprises. Les variables de contrôle comptent également des coefficients négatifs et significatifs, entraînant leur influence négative sur la variation de trésorerie.

Le tableau 4.9.B reprend les estimations de la régression de référence pour les différentes catégories d'origine de l'échantillon des entreprises comptant au maximum trois dirigeants. Il apparaît toujours une influence positive et significative du cash-flow sur la variation de trésorerie variant entre 0,0916 et 0,1497. Par ailleurs, les variables d'interaction se basant sur les origines rapportent différents résultats. D'une part, les entreprises dirigées par au moins un manager d'origine européenne et celles dirigées par au moins un manager d'origine orientale présentent des coefficients de 0,0583 (0,1497 - 0,0914) et de 0,0373 (0,1031 - 0,0658), tous deux inférieurs aux coefficients des autres entreprises. L'hypothèse étudiée peut donc être rejetée et la présence de discrimination peut être infirmée sur base de l'origine ethnique pour ce type de manager. D'autre part, plusieurs ethnicités souffrent à l'inverse de conditions plus difficiles à l'accès aux sources de financement. Celles-ci touchent les entreprises dirigées uniquement par des managers d'origine orientale et des entreprises dirigées par au moins un manager d'origine musulmane ou tous d'origine musulmane. Leurs coefficients sont supérieurs respectivement de 0,0729, de 0,0619 et de 0,0977. Ces résultats démontrent l'existence de discrimination envers les entreprises dirigées principalement par des managers d'origine musulmane et orientale.

#### 4.3.2. Impact des scores financiers

Le tableau 4.10 présente les estimations obtenues du modèle de référence auquel sont ajoutés le score de crédit (multiscore) et le score de résistance aux chocs suivant les différentes catégories potentiellement discriminées.

Du premier tableau, une sensibilité positive et significative à un niveau de 0% de la variation de trésorerie par rapport au cash-flow peut être observée. Les entreprises semblent par conséquent contraintes financièrement. Cependant, les variables d'interaction ne rapportent aucun coefficient significatif. Ceci rejette l'hypothèse et confirme l'absence de discrimination sur base de l'origine, du sexe et même de l'âge dans l'accès au financement lorsque les prêteurs tiennent compte du score de crédit et du score de résistance aux chocs lors de leur analyse crédit.

Par ailleurs, les variables de contrôle présentent une majorité de coefficients négatifs et significatifs.

Le tableau 4.11 reprend les estimations obtenues auxquelles sont ajoutés le multiscore et le score de résistance aux chocs suivant les différentes catégories d'origine : européen, oriental et musulman. Les trois modèles rapportent une sensibilité positive et significative entre 0,1419 et 0,1432 de la variation de trésorerie suivant le cash-flow. La variable d'interaction des dirigeants d'origine orientale est positive et significative. Le coefficient estimé est de 0,2147 ( $0,0723 + 0,1424$ ) par rapport à 0,1424 pour les autres entreprises. Ce résultat est en accord avec l'hypothèse étudiée et confirme alors l'existence de contraintes financières pour les dirigeants minoritaires en opposition aux dirigeants non minoritaires lorsque les scores de crédits sont pris en considération par les banques ou les institutions financières.

Le tableau 4.10.B reprend les estimations pour les entreprises comptant au maximum trois dirigeants. De même que dans tous les autres cas, une sensibilité positive et significative entre 0,0965 et 0,1371 de la variation de trésorerie par rapport au cash-flow est rapportée. Ceci confirme à nouveau l'existence de contraintes financières pour les PME. Seule la variable d'interaction correspondant aux entreprises dirigées par des managers tous étrangers est négative et significative à un niveau de 5% avec un coefficient de 0,0408 ( $0,1317 - 0,0909$ ). Ce coefficient est deux fois inférieur à celui des autres entreprises. Ce résultat infirme l'hypothèse étudiée et prouve un accès plus facile pour les managers tous étrangers aux financements extérieurs. Les entreprises détenues uniquement par des managers d'origine francophone présentent également des facilités par rapport aux autres entreprises dans leur

accès aux sources de financement externes. En effet, le coefficient estimé pour les entreprises dirigées par des managers tous d'origine francophone de 0,0892 (0,1594 - 0,0702) est inférieur à celui des autres entreprises. Comme précédemment, l'hypothèse d'existence de discrimination peut être rejetée.

Le tableau 4.11.B comprend les estimations du deuxième échantillon avec l'ajout du multiscoring et du score de résistance aux chocs. Le cash-flow impacte continuellement positivement et significativement la variation des flux de trésorerie. Seules deux variables d'interaction sont significatives. D'une part, les entreprises détenues uniquement par des managers d'origine européenne présentent un coefficient inférieur de 0,1096. Ceci est en contradiction avec l'hypothèse étudiée et confirme une facilité d'accès au financement pour les entreprises comptant ce type de manager. À l'inverse, les entreprises dirigées par des managers d'origine musulmane sont, elles, contraintes financièrement. Leur coefficient équivaut à 0,1785 (0,1045 + 0,0740) et est supérieur à celui des autres entreprises. L'hypothèse étudiée est confirmée pour ce groupe ethnique.

### 4.3.3. Impact des années de crise sanitaire

#### A. Régression de référence

La crise du covid-19 a bouleversé la croissance et le développement des PME. Alors que l'accès au financement était perçu jusque-là comme le principal obstacle à leur croissance, la disponibilité de travailleurs qualifiés ou de cadres expérimentés et les coûts de production et de main d'œuvre le surpassent en 2021. Il semble dès lors pertinent, dans le cadre de ce travail, d'étudier l'impact de cette crise sur l'accès aux sources de financement. Dans ce but, la méthodologie appliquée reste similaire, seules les années 2020 et 2021 ne sont pas prises en référence dans les régressions suivantes.

Celles-ci se retrouvent dans le tableau 4.12. Comme dans les précédents modèles, une sensibilité positive et significative de la variation de trésorerie par rapport au cash-flow est à observer. Deux variables d'interaction sont significatives. La première concerne les entreprises dirigées par des managers d'origine féminine. Celles-ci présentent un coefficient de 0,1401 (0,1626 – 0,0225) en comparaison avec un coefficient de 0,1626 pour les autres entreprises. Il en ressort que les entreprises dirigées par des femmes se voient avantagées dans l'accès au crédit par rapport aux managers de sexe masculin pour les années précédant la crise sanitaire.

Le tableau 4.13 reprend l'analyse des régressions effectuées suivant les différentes origines avec la suppression des années 2020 et 2021. Une sensibilité de la variation positive et

significative est constamment notée par rapport au cash-flow entraînant l'existence de contraintes financières dans le contexte de PME. Néanmoins, aucune discrimination en termes d'ethnicité n'est remarquée pour les entreprises minoritaires avant la période de crise sanitaire.

Le tableau 4.12.B met en avant les estimations pour les entreprises comptant au maximum trois dirigeants avec la suppression des observations relatives aux années 2020 et 2021. De même que pour les régressions précédentes, une sensibilité positive et significative de la variation de trésorerie par rapport au cash-flow est constatée, entraînant l'existence de contraintes financières pour les PME. Sont observés par ailleurs plusieurs coefficients d'interaction significatifs. Le premier concerne les entreprises dirigées par au moins un manager d'origine étrangère, correspondant à 0,0626 (0,1526 – 0,0900). Ce résultat prouve que ces entreprises ne sont pas contraintes financièrement et bénéficient même d'un accès plus facile aux sources de financement. À l'inverse, les entreprises comptant au moins un dirigeant d'origine féminine, dont tous les dirigeants sont âgés de moins de 30 ans et dont tous les managers sont d'origine francophone se voient discriminés. En effet, les coefficients d'interaction positifs et significatifs respectivement de 0,1498 (0,0569 + 0,0929), de 0,2265 (0,0520 + 0,1745) et de 0,1479 (0,0723 + 0,0756), supérieurs à ceux des autres entreprises, viennent confirmer cette conclusion.

Le tableau 4.13.B reprend les estimations de l'échantillon ci-dessus pour lequel les années de crise sanitaire ont été retirées suivant les différentes catégories ethniques. Une sensibilité positive et significative des flux de trésorerie par rapport au cash-flow est constatée, conduisant à l'existence de contraintes financières dans le contexte des PME. Les variables d'interaction sont majoritairement significatives. Les entreprises dirigées par au moins un manager d'origine européenne et celles détenues par au moins un dirigeant d'origine orientale obtiennent respectivement un coefficient de 0,0583 (0,1497 - 0,0914) et de 0,0373 (0,1031 - 0,0658). Ces résultats démontrent un avantage pour ces deux types d'entreprises dans l'accès au crédit. Cependant, les entreprises comptant uniquement des managers d'origine orientale et musulmane, ainsi que celles comprenant au moins un manager d'origine musulmane, se voient discriminées. La supériorité de leur coefficient (respectivement de 0,0729, de 0,0977 et de 0,0619) par rapport à celui des autres entreprises confirment cette conclusion et permettent d'accepter l'hypothèse étudiée.

## B. Impact du score de crédit

Le tableau 4.14 rapporte les estimations obtenues du modèle de régression de référence auquel sont ajoutés les scores de crédit et de résistance aux chocs, sans prendre en compte les années de crise sanitaire. Du premier échantillon, une sensibilité positive et significative pour les quatre modèles de la variation de trésorerie par rapport au cash-flow est observée. Ceci signifie que les PME se voient souffrir de contraintes financières plus importantes que les autres entreprises. Cependant, aucune différence en termes de caractéristiques n'est remarquée. En effet, les coefficients se révèlent tous non significatifs. Aucune discrimination de genre, d'âge ou d'origine ethnique n'est alors mise en évidence lorsque les prêteurs prennent en considération le score de crédit avant la période de crise du covid-19.

Le tableau 4.15 reprend l'analyse des régressions effectuées suivant les différentes origines avec la suppression des années 2020 et 2021 et la prise en compte des scores financiers. Est constatée continuellement une sensibilité de la variation de trésorerie positive et significative par rapport au cash-flow entraînant l'existence de contraintes financières dans le contexte de PME. Par ailleurs, le coefficient de la variable d'interaction pour les entreprises dirigées par des managers d'origine orientale est estimé à 0,2118 (0,0703 + 0,1415). Ce résultat confirme par conséquent l'existence d'une discrimination sur base de l'origine à l'égard des entrepreneurs d'origine orientale dans l'accès aux financements externes.

Le tableau 4.14.B reprend les estimations du modèle de référence ainsi que les variables de scores de crédit et de résistance aux chocs sans les années 2020 et 2021. Est toujours remarquée une influence positive et significative du cash-flow sur la variation de trésorerie. Celle-ci confirme l'existence de contraintes financières pour les petites et moyennes entreprises. Par ailleurs, les variables d'interaction démontrent une facilité d'accès aux sources de financement pour les entreprises dirigées par des managers tous d'origine étrangère et des managers tous d'origine francophone. En effet, les coefficients estimés sont respectivement de 0,0408 (0,1317 - 0,0909) et de 0,147 (0,1594 - 0,0124) et sont inférieurs aux coefficients du cash-flow. Ces résultats viennent alors infirmer l'hypothèse étudiée.

Les estimations du deuxième échantillon pour chaque groupe ethnique se retrouvent dans le tableau 4.15.B. Une sensibilité positive et significative du cash-flow sur la variation des flux de trésorerie est toujours observée. Celle-ci varie entre 0,1045 et 0,1321. Par ailleurs, un coefficient de 0,0225 (0,1321 - 0,1096) est rapporté pour les entreprises dirigées uniquement par des managers d'origine européenne, inférieur à celui des autres entreprises. Celles-ci sont

donc favorisées dans leur accès aux sources de financement. À l'inverse, les entreprises dirigées uniquement par des managers d'origine musulmane voient, elles, un coefficient supérieur de 0,0740 par rapport aux autres PME. Les entreprises comptant à leur tête des managers de ce type de groupe ethnique souffrent alors de plus de difficultés à accéder aux sources de financement.

#### 4.3.4. Impact de la localisation

Dans le but d'étudier l'impact de la localisation dans l'accès aux sources de financements, deux nouveaux échantillons sont utilisés. Ceux-ci reprennent les entreprises dirigées par un manager d'origine francophone ou au moins un manager d'origine francophone et localisées en Flandre ainsi que les entreprises dirigées par un manager d'origine flamande ou au moins un manager d'origine flamande et localisées en Wallonie.

Le tableau 4.16 présente les estimations obtenues pour l'ensemble des années étudiées ainsi que les années avant la période de crise sanitaire. Comme précédemment, une sensibilité positive et significative de la trésorerie au cash-flow est observée pour les quatre modèles. Ceci démontre l'existence de contraintes financières pour les PME. Cependant, aucune analyse ne montre des variables d'interaction significatives. Aucune discrimination de genre ou selon la région géographique n'est appliquée par les prêteurs.

Le tableau 4.17 ajoute au tableau précédent l'impact du score de crédit. Les résultats obtenus permettent de tirer des conclusions similaires à celles formulées ci-dessus.

Les analyses du deuxième échantillon sont rapportées dans le tableau 4.18. Le cash-flow, comme dans tous les modèles, garde son influence positive et significative sur la variation de trésorerie, conduisant à la présence de contraintes financières dans le contexte de petites et moyennes entreprises. Seules les entreprises dirigées par des managers de sexe féminin se voient avantagées dans l'accès au crédit, rejetant ainsi l'hypothèse étudiée. Leur coefficient étant de 0,1387 (0,1974 - 0,0587) est inférieur à celui des autres entreprises, soit 0,1974. À l'inverse, les entreprises comptant à leur tête au moins une femme, se voient elles discriminées en raison d'un coefficient estimé supérieur de 0,1046 par rapport aux autres entreprises. Deux autres types de catégories subissent le même sort. Les entreprises dirigées uniquement par des managers d'origine francophone et par au moins un manager d'origine francophone ont respectivement un coefficient de 0,2199 (0,1529 + 0,0670) et de 0,1963 (0,1202 + 0,0761), supérieur à celui des autres entreprises. L'existence d'une discrimination sur base de l'origine ethnique et du genre dans le secteur du crédit peut être confirmée.

Le tableau 4.19 ne reprenant pas les années 2020 et 2021 rapporte les mêmes résultats que décrits précédemment.

Les tableaux 4.20 et 4.21 présentent les estimations obtenues de la régression de référence à laquelle sont ajoutés les scores financiers. Une différence est également effectuée entre les deux tableaux sur les années avant et pendant la crise sanitaire. Cependant, les mêmes résultats ressortent une nouvelle fois. Dans ces situations, les entreprises dirigées uniquement par des femmes sont davantage contraintes financièrement. Les entreprises détenues par des managers tous de moins de 30 ans sont également confrontées au même problème. Leurs coefficients étant respectivement de 0,1504 (0,1039 + 0,0465) et 0,4851 (0,0801 + 0,4050) sont supérieurs à ceux des autres entreprises, les entraînant à subir des contraintes financières plus importantes. Seules les entreprises dirigées par au moins un manager de moins de 30 ans sont avantagées dans leur accès aux sources de financement. Étant donné leur coefficient inférieur de 0,7363, aucune discrimination n'est identifiée envers les entreprises comptant ce type de manager.

#### 4.4. Test de robustesse

Afin d'évaluer la fiabilité des résultats, un test de robustesse a été réalisé. Pour ce faire, une méthode d'effet placebo a été utilisée en insérant aléatoirement des variables binaires dans les colonnes correspondant aux variables relatives aux origines ethniques, de genre et d'âge.

Dans le cas de l'échantillon reprenant un seul dirigeant unique, les variations dans les coefficients estimés par rapport à ceux obtenus des régressions de référence se sont avérées minimales. Chacun d'entre eux restent également significatifs. Cependant, la grande majorité d'entreprises détenues par des managers d'origine belge en comparaison avec le nombre total d'entreprises avec un dirigeant unique identifié (73,31%) peut avoir une incidence importante sur les variations minimales observées lors du test de robustesse effectué par l'effet placebo. Cette prédominance numérique des entreprises détenues par des managers d'origine belge peut contribuer à atténuer les effets artificiels introduits par l'effet placebo, puisque les variations aléatoires des variables d'origine ethnique, de genre et d'âge auraient moins d'impact sur les résultats globaux compte tenu de la taille de cet échantillon majoritaire.

En revanche, les coefficients estimés de l'effet placebo pour les entreprises comptant au maximum trois dirigeants diffèrent des résultats obtenus des régressions classiques et se retrouvent majoritairement non significatifs. Cette divergence souligne l'importance des origines ethniques dans l'impact sur la discrimination potentielle rencontrée par les entreprises détenues par des managers issus de minorités. Ces constatations mettent en évidence la

sensibilité de l'analyse aux variations des origines ethniques, de genre et d'âge, confirmant ainsi la validité et la robustesse des résultats observés dans les régressions de référence.

## 5. Discussion

En général, les entreprises dirigées par des managers de sexe féminin ou dont l'origine ou l'ethnie est perçue comme minoritaire ne semblent pas présenter de différences en termes de moyens financiers par rapport à leurs homologues non minoritaires. À première vue, aucune discrimination ne semble être portée envers ces entreprises. Néanmoins, ces dernières ont tendance à conserver un pourcentage légèrement supérieur de trésorerie par rapport au total de l'actif. Ceci peut se justifier par une nécessité de détenir plus de fonds afin de faire face à d'éventuelles difficultés financières et d'améliorer sa crédibilité auprès des prêteurs en cas de potentielle discrimination.

Avant les années de crise sanitaire, seules les femmes rencontrent un accès plus facile aux sources de financement. Ceci se confirme également pendant les deux années de crise. Cependant, les entreprises dirigées par un manager d'origine étrangère se voient elles plus contraintes depuis cette crise que lors des années précédentes. Ceci se remarque notamment pour les entrepreneurs d'origine européenne, non belge. Lors de la prise en compte des scores financiers et/ou de la crise sanitaire, aucune catégorie de managers minoritaires ne semble faire face à de la discrimination dans le marché bancaire. Pourtant, l'analyse suivant les catégories d'origine révèle une inégalité dans l'accès au financement externe vis-à-vis des managers d'origine orientale.

Les entreprises comptant à leur tête au maximum trois dirigeants se voient avantagées dans leur accessibilité aux crédits lorsqu'elles comptent parmi elles au moins un manager d'origine étrangère. Néanmoins, les entreprises dirigées par au moins une femme, des managers tous de moins de 30 ans ou tous d'origine francophone subissent des difficultés plus importantes. Malgré l'absence de discrimination recensée pour les entreprises dirigées par des managers d'origine étrangère, les entreprises avec à leur tête au moins un manager d'origine européenne et celles avec au moins un manager oriental semblent favorisées dans les accès au financement. À l'inverse, les entreprises comptant uniquement des managers orientaux et celles détenues par des managers musulmans se voient, elles, contraintes financièrement. Ces observations se confirment autant pour la période précédente que durant la crise sanitaire. Lors de la prise en compte des scores de crédit, l'accès au financement est avantagé autant avant que pendant la période de covid-19 pour les entreprises dirigées par des managers étant tous d'origine étrangère ou tous d'origine francophone. Les scores de crédit impactent également les résultats suivant les différentes catégories d'origine ethnique. Dans cette situation, les entreprises

détenues uniquement par des Européens sont avantagées en termes d'accès au financement alors que celles comptant uniquement des managers musulmans subissent toujours des contraintes financières.

Enfin, de l'étude portant sur l'impact de la localisation sur l'existence de contraintes financières, il en ressort que les entreprises dirigées par un seul dirigeant clairement identifié ne subissent aucune discrimination en termes d'origine ethnique. À l'inverse, les entreprises dirigées uniquement par des managers d'origine francophone et localisées en Flandre sont davantage contraintes financièrement que les entreprises détenues par des managers d'origine flamande et localisées en Wallonie. Par ailleurs, aucune différence n'est constatée avant et pendant la période de crise sanitaire. Néanmoins, la prise en compte du score de crédit, compense ses effets et rejette l'existence de discrimination envers ces entreprises.

Dans sa globalité, les résultats obtenus et ceux repris dans la littérature peuvent être mis en relation. En effet, celle-ci reprend des résultats variables. Les entrepreneurs issus de minorités ethniques sont, dans la majorité des études, considérés comme discriminés dans leur accès aux sources de financement. Des résultats contradictoires sont également observés suivant les différentes origines ethniques. Les entrepreneurs d'origine hispanique et asiatiques se voient parfois discriminés (Blanchard, Zhao & Yinger, 2008 ; Robb, 2013) ou dans d'autres cas, ne subissent aucune forme d'inégalité (Ando, 1988) tandis que leurs homologues africains souffrent dans la majorité des études de difficultés dans l'accès au financement (Ando, 1988 ; Bates, 1997 ; Bertrand, 2016). À l'inverse, les entreprises dirigées par des managers de sexe féminin se voient soit avantager (Pan, 2014), soit discriminer (Wellalage & Thrikawala, 2021), soit ne se voir subir aucune inégalité par rapport à ses homologues masculins (Cavalluzzo et Cavalluzzo, 1998 ; Coleman, 2002). Dans le cas de cette étude, la majorité des entreprises dirigées par des managers minoritaires se caractérisent par des résultats irréguliers. Cependant, les managers d'origine musulmane semblent plus fréquemment discriminés par rapport aux autres origines ethniques. Ceci peut venir confirmer les conclusions rapportées dans la littérature. De plus, les entreprises dirigées par des managers d'origine francophone, qu'elles soient basées en Flandre ou ailleurs, semblent également subir des préjugés de la part des prêteurs et des institutions financières. Ceci met en évidence un biais linguistique potentiel dans le processus d'octroi de financement.

Par ailleurs, malgré la difficulté du monde économique pendant les années de crise sanitaire, aucune différence n'est appliquée par les prêteurs et les institutions financières sur les

entreprises dirigées par au maximum trois dirigeants au cours des dernières années. Cependant, les entreprises détenues par un seul manager clairement identifié et d'origine étrangère et principalement les managers d'origine européenne, non belge, subissent quant à elles, davantage de difficultés depuis la crise sanitaire. Cette corrélation avec les résultats de Meyer et Schweizer (2022) souligne la pertinence de politiques de soutien ciblées pour atténuer ces disparités exacerbées en périodes de crise.

Les scores de crédit semblent également des indices indispensables afin d'atténuer les risques de discrimination dans le processus de financement. Les entreprises représentées comme discriminées dans la situation de référence semblent ne plus souffrir de cette inégalité lors de la prise en compte des scores financiers. Certaines entreprises à l'origine non considérées comme discriminées peuvent en revanche le devenir. Ceci est notamment le cas pour les entreprises dirigées par un manager d'origine orientale, les entreprises détenues par des managers tous étrangers dont principalement les musulmans et les managers tous d'origine francophone. Renseigner et/ou demander aux institutions de considérer ces critères sont des éléments essentiels afin de limiter de se voir imposer des contraintes financières.

Par ailleurs, il convient de souligner que plusieurs études mettent en évidence une tendance parmi les dirigeants issus de minorités ethniques et les femmes à préférer les sources de financement informelles, notamment les prêts familiaux ou leurs propres ressources financières (Cheng, 2015 ; Coleman & Robb, 2009). Cette préférence peut être attribuée aux obstacles liés à l'offre et à la demande qui entravent l'accès de ces entrepreneurs aux sources de financement formelles. Les contraintes du côté de l'offre permettent aux investisseurs d'éviter les nouvelles entreprises sans antécédents et pouvant engendrer un risque potentiellement plus élevé d'échec. De plus, elles peuvent refléter les préférences des institutions financières pour certaines catégories d'entreprises ou encore des formes subtiles de discrimination qui excluent souvent les minorités ethniques ou de genre de l'accès aux financements conventionnels. Cheng (2015), par exemple, démontre que les individus d'origine africaine ont moins de succès lorsqu'ils sollicitent des prêts personnels ou commerciaux, ce qui les amène à davantage dépendre des prêts familiaux et de leurs fonds propres.

En effet, les membres de la famille peuvent être plus enclins à soutenir financièrement l'entreprise, en partie en raison des liens familiaux étroits et de la confiance mutuelle, éléments faisant souvent défaut dans les sources de financement formelles. Les résultats obtenus de cette étude corroborent ainsi les difficultés rencontrées par les entrepreneurs issus de minorités,

susceptibles de faire face à des biais et à des discriminations dans le processus de demande de financement auprès d'institutions financières. Les prêteurs ou les institutions financières peuvent être influencés par des préjugés conscients ou inconscients, venant entraver leurs décisions et leur capacité à offrir un accès équitable au financement externe. En raison des défis mentionnés, l'accès limité au financement traditionnel peut pousser les entrepreneurs issus de minorités à se tourner vers le financement familial comme solution plus accessible et viable pour démarrer ou développer leurs projets. En ce sens, les résultats de cette étude mettent en évidence un cercle vicieux dans lequel les obstacles à l'accès au financement formel peuvent conduire à un renforcement des mécanismes informels.

Ainsi malgré des caractéristiques financières similaires et de nombreuses lois interdisant la discrimination, les entreprises détenues par des entrepreneurs minoritaires sont toujours exposées à une inégalité dans l'accès aux sources de financement.

Cependant, ces analyses comportent certaines limites. Certains auteurs démontrent l'importance de certaines variables dans l'explication des différences de taux de crédits. Ceci est notamment le cas de Cavaluzzo et Wolken (2005) qui concluent que la richesse personnelle, et particulièrement le fait d'être propriétaire d'une maison, est un facteur important dans la prédiction des refinancements de crédits (loans turndowns), celle-ci expliquant plus de 10% des différences dans les probabilités de refus des entreprises avec des dirigeants d'origine hispanique et asiatique par rapport aux entreprises dirigées par des personnes non minoritaires. Par ailleurs, Bostic et Lampani (2001) évoquent l'importance de la considération de la présence géographique de l'entreprise dans l'étude des différences en termes d'accès au marché du crédit suivant les dirigeants. En effet, ses résultats prouvent que la prise en compte de cette variable réduit de près de 20% la différence dans les taux d'acceptation de crédit entre les entreprises dirigées par des personnes minoritaires en comparaison avec celles ayant à la tête des personnes non minoritaires.

De plus, ces analyses reposent sur l'association du prénom des dirigeants à des origines sur base uniquement de son étymologie. Or les prénoms sont influencés par de nombreux facteurs tels que la religion, la culture, l'histoire familiale, les préférences personnelles, etc. Ils peuvent aussi être choisis pour des raisons autres que leurs origines, dont la signification, la sonorité ou simplement l'appréciation personnelle du prénom. Ce dernier peut également être partagé entre différentes cultures et origines. Ainsi, associer un prénom à une origine spécifique sur base d'une simple liste de prénoms peut être trompeur. En effet, de nombreux prénoms sont

communs à plusieurs origines différentes. Enfin, ils peuvent évoluer avec le temps et peuvent perdre ou gagner en popularité dans différentes cultures. Certains prénoms peuvent à l'heure actuelle être abandonnés et adoptés dans certaines cultures.

Il est également important de soulever certaines réserves quant aux conclusions tirées à partir des résultats du test d'effet placebo. Ce dernier soulève la question de savoir si l'origine des entreprises a réellement un impact significatif sur les décisions prises par les prêteurs et institutions financières concernant l'accès aux sources de financement. Les résultats de ce test suggèrent que l'origine des entreprises ne semble pas jouer un rôle déterminant dans les décisions financières, remettant ainsi en question les conclusions précédemment énoncées pour l'échantillon regroupant les entreprises dirigées par un seul manager clairement identifié. Les résultats de ce test appellent par conséquent à une réflexion plus approfondie et à une exploration plus nuancée des relations économiques entre l'origine ethnique du dirigeant d'entreprise et les décisions financières.

## 6. Conclusion

Le travail présenté dans ce mémoire attire l'attention sur les évolutions des inégalités et de la discrimination dans l'accès aux sources de financement par les petites et moyennes entreprises belges. La question des inégalités est débattue depuis plusieurs années. Ces inégalités peuvent notamment porter sur les revenus, le genre, l'âge ou encore l'origine ethnique. Malgré la multiplicité de textes législatifs et juridiques, le monde économique n'y échappe pas.

Les micros, petites et moyennes entreprises, représentent 99% des entreprises de l'Union européenne et pourvoient plus de deux tiers des emplois dans le secteur privé. Par ailleurs, un quart des indépendants belges sont d'origine étrangère. Au regard de la contribution significative des PME dans le monde socio-économique belge, ce mémoire avait ainsi pour ambition d'étudier la question de la discrimination dans le financement des PME belges selon l'origine ethnique ou le genre de leur(s) dirigeant(s). En effet, les PME, en raison de leurs moyens financiers inférieurs à ceux des grandes entreprises, se voient souvent souffrir de conditions d'accès aux sources de financement plus strictes.

Au vu des différentes méthodes déjà référencées dans la littérature et des résultats parfois divergents obtenus, le choix méthodologique s'est porté sur la méthode reposant sur la sensibilité des cash-flows laquelle semble plus fiable et de précision supérieure.

Les résultats obtenus du premier échantillon ont révélé que seules les femmes rencontrent un meilleur accès aux sources de financement avant la crise sanitaire. Pendant celle-ci, les entreprises détenues par des managers d'origine étrangère, en particulier d'origine européenne, ont connu des contraintes financières accrues. La crise sanitaire a également amplifié les difficultés pour certaines entreprises, dont celles comptant un unique manager minoritaire et plus particulièrement d'origine européenne. En outre, les entreprises détenues par un manager d'origine orientale se voient, quant à elles, contraintes financièrement lorsque les variables relatives aux scores financiers et la crise sanitaire sont prises en compte.

Les entreprises comptant jusqu'à trois dirigeants présentent des résultats contradictoires aux résultats précédents. Les entreprises dirigées par au moins un manager d'origine étrangère ont bénéficié d'un avantage dans l'accès au crédit, tandis que celles dirigées par des femmes et des managers de moins de 30 ans, ou tous d'origine francophone, ont rencontré des difficultés. Les entreprises détenues par des managers d'origine européenne non belge ou orientale sont favorisées dans l'accès au financement alors que celles avec uniquement des managers orientaux ou musulmans font face à plus de restrictions. La localisation a également un impact,

avec des entreprises dirigées uniquement par des managers francophones en Flandre faisant face à plus de contraintes financières. Dans cette situation, la crise sanitaire n'a eu aucun impact sur les inégalités perçues par les investisseurs. En revanche, les entreprises considérées comme discriminées dans le contexte initial semblent voir leur situation s'améliorer lorsque leurs scores financiers sont pris en considération. Néanmoins, les entreprises avec à leur tête des managers tous étrangers (initialement non perçues comme discriminées), ou tous francophones, font face à présent à cette problématique.

Ainsi, cette analyse met en évidence des disparités importantes dans l'accès au financement des entreprises en fonction de l'âge des managers, du genre, de l'origine ethnique, du nombre de dirigeants et de la localisation. Il est dès lors primordial de sensibiliser et d'impliquer les institutions financières dans la promotion d'une égalité d'accès aux opportunités de financement pour toutes les entreprises, indépendamment de leur profil de gestion. Il est impératif d'encourager la prise en compte de ces critères dans les politiques et les pratiques financières afin de minimiser les contraintes financières injustes qui pourraient entraver la croissance et le développement des entreprises dirigées par des managers issus de minorités ethniques.

Ce mémoire est basé sur l'étymologie des prénoms des dirigeants des PME belges pour définir leur origine ethnique, mais également pour étudier la discrimination entre francophones et néerlandophones. Afin d'affiner les résultats de cette étude, il serait pertinent de mener une étude similaire basée conjointement sur le prénom et nom du(des) dirigeant(s) ou mieux encore sur le lieu de naissance. Par ailleurs, seules les années 2020 et 2021 sont disponibles dans le cadre de ce travail pour analyser l'impact de la crise sanitaire. Or, la crise économique subie actuellement est également une conséquence de cette crise. Il serait donc approprié de reprendre cette étude dans quelques années afin d'analyser de manière plus fiable l'évolution de la situation économique ainsi que les politiques gouvernementales afin de comprendre comment la crise a réellement affecté les décisions de prêteurs et des institutions financières envers les entreprises minoritaires et non minoritaires.

## Références

- Agence des droits fondamentaux de l'Union européenne et Conseil de l'Europe. (2018). *Manuel de droit européen en matière de non-discrimination*. Office des publications de l'Union européenne.
- Almeida, H., Campello, M. & Weisbach, M. S. (2003, 5 mai). The Cash Flow Sensitivity of Cash. *Journal of Finance*, 59, 1777-1804.
- Ando, F. H. (1988). Capital issues and the minority-owned business. *The review of black political economy*, 16, 77-109.
- Arrow, K. (1971). The theory of discrimination. *Discrimination in Labor Markets*. Princeton University Press, 3-33.
- Arrow, K. J. (1991). What has economics to say about racial discrimination ? *The Journal of Economic Perspectives*, 12(2), 91-100.
- Asiedu, E., Freeman, J. A. & Nti-Addae, A. (2012). Access to Credit by Small Businesses : How relevant are race, ethnicity, and gender ? *American Economic Review*, 102(3), 532-537.
- Bates, T. (1989). The changing nature of minority business : A comparative analysis of Asian, nonminority, and black-owned businesses. *The review of black political economy*, 18(2), 25-42.
- Bates, T. (1991). Commercial Bank Financing of White- and Black-owned Small Business Start-ups. *Quarterly Review of Economics and Business*, 31(1), 64-80
- Bates, T. (1997). Unequal Access : Financial institution lending to black- and white-owned small business start-ups. *Journal of Urban Affairs*, 19(4), 487-495.
- Becker, G. S. (1971). *The Economics of Discrimination*. University of Chicago Press, 2.
- Bertrand, J. (2016). Borrowing Challenges for Minorities : How Lending Technologies Affect Discrimination in the SME Credit Market. *SSRN Electronic Journal*.
- Blanchard, L., Zhao, B. & Yinger, J. (2008). Do lenders discriminate against minority and woman entrepreneurs ? *Journal of Urban Economics*, 63, 467-497.
- Blanchflower, D. G., Levine, P. B. & Zimmerman, D. J. (2003). Discrimination in the Small Business Credit Market . *Review of Economics and Statistics*, 85(4), 930-943.
- Bostic, R. W. & Lampani, P. K. (2001). Racial differences in patterns of small business finance : The importance of local geography. *Business Access to Capital and Credit*, 149-179.
- Cavalluzzo, K. S. & Cavalluzzo, L. C. (1998, novembre). Market Structure and Discrimination : The Case of Small Businesses. *Journal of Money, Credit and Banking*, 30(4), 771-792.

- Cavalluzzo, K. S. & Cavalluzzo, L. C. (2002, octobre). Competition, Small Business Financing, and Discrimination : Evidence from a New Survey. *The Journal of Business*, 75(4), 641-679.
- Cavalluzzo, K. & Wolken, J. (2005, novembre). Small Business Loan Turndowns, personal wealth and discrimination. *The Journal of Business*, 78(6), 2153-2178.
- Cheng, S. (2015). Potential lending discrimination ? Insights from small business financing and new venture survival. *Journal of Small Business Management*, 53(4), 905-923.
- Cole, R. A., Goldberg, L. G. & White, L. J. (2004, juin). Cookie Cutter vs Character : The Micro Structure of Small Business Lending by Large and Small Banks. *The Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 39(2), 227-251.
- Coleman, S. (2002). Borrowing patterns for Small Firms : A comparison by Race and Ethnicity. *Journal of Entrepreneurial Finance*, 7(3), 77-97.
- Coleman, S. (2002b) Characteristics and borrowing behavior of small, women-owned firms : Evidence from the 1998 National Survey of Small Business Finances. *The Journal of Business and Entrepreneurship*, 14(2), 151-166.
- Coleman, S., & Robb, A. (2009). A comparison of new firm financing by gender : evidence from the Kauffman Firm Survey data. *Small Business Economics*, 33(4), 397-411.
- Commission des communautés européennes. (2008). *Communication de la Commission au Parlement européen, au Conseil, au Comité économique et social européen et au Comité des régions : Un « Small Business Act » pour l'Europe.*
- Commission européenne. (2020). *Libérer tout le potentiel des PME européennes.*
- De Vanplane, H. (2013, janvier). Les banques et la discrimination. *Revue de droit bancaire et financier*, 24-30.
- Duca, J. V. & Rosenthal, S. S. (1994). Do mortgage rates vary based on household default characteristics ? Evidence on rate sorting and credit rationing. *Journal of Real Estate Finance and Economics*, 8, 99-113.
- Fairlie, R., Robb, A. & Robinson, D T. (2016, décembre). Black and White : Access to Capital among Minority-owned Startups. *Stanford Institute for Economic Policy Research*, 17(3).
- Imad'Eddine, G. & Vigneron, L. (2019, octobre). *Are SMEs driven by a Manager from a Minority more Financially Constrained ? French evidence.*
- Lang, K. & Kahn-Lang Spitzer, A. (2020). Race Discrimination : An economic perspective. *The Journal of Economic Perspectives*, 34(2), 68-89.
- Le traité d'Amsterdam : mode d'emploi.* (s. d.-b).
- Meyer, B. H. & Schweitzer, M. E. (2022, mars). Access to Credit for Small and Minority-Owned Businesses. *Economic Commentary*, 2022-04.

- Mijid, N. & Bernasek, A. (2013, décembre). Decomposing Racial and Ethnic Differences in Small Business Lending : Evidence of Discrimination. *Review of Social Economy*, 71(4), 443-473.
- Mitchell, K. & Pearce, D. K. (2008). Lending technologies, lending specialization, and minority access to small-business loans. *Small Business Economics*, 37, 277-304.
- Moro, A., Wisniewski, T P. & Mantovani, G M. (2017, avril). *Does a Manager's Gender Matter when Accessing Credit ? Evidence from European Data*.
- Muravyev, A., Talavera, O. & Schäfer, D. (2009). Entrepreneur's gender and financial constraints : Evidence from international data. *Journal of Comparative Economics*, 37, 270-286.
- Palia, D. (2016). Differential access to capital from financial institutions by minority entrepreneurs. *Journal of Empirical Legal Studies*, 13(4), 756-785.
- Pan, E Y. (2014, mai). *Discrimination in Access to Finance : Evidence from the United States Small Business Credit Market*.
- Park, Y. & Coleman, S. (2009). Credit rationing and black-owned firms : Is there evidence of discrimination ? *Journal of Developmental Entrepreneurship*, 14(3), 255-271.
- Peterson, R. L. (1981). An investigation of sex discrimination in commercial banks' direct consumer lending. *The Bell Journal of Economics*, 12(2), 547-561.
- Phelps, E. S. (1972). The statistical theory of racism and sexism. *The American Economic Review*, 62(4), 659-661.
- Renauld, B. (2013). L'offre de services bancaires ne peut discriminer les étrangers en séjour irrégulier. *Administration publique*, 706-716.
- Robb, A. (2013, avril). Access to Capital among Young Firms, Minority-owned Firms, Women-owned Firms, and High-tech Firms.
- Singh, S. & Dash, B. M. (2021, septembre). Gender Discrimination in Accessing Finance by Women-Owned Business : A Review. *Journal of International Women's Studies*, 22(9).
- Thijssen, L. (s. d.). Taste-based versus statistical discrimination : Placing the debate into context. Dans GEMM Project.
- Van Drooghenbroeck, S. (2003). La loi du 25 février 2003 tendant à lutter contre la discrimination : Les défis d'une horizontalisation des droits de l'homme. *Strada Lex*, 208-252.
- Wellalage, N H. & Thrikawala, S. (2021). Bank credit, microfinance and female ownership : Are women more disadvantaged than men ? *Financial Research Letters*, 42, 1-17.

## Annexes

|  |    |
|--|----|
| Tableau 3.1. Définition des variables .....  | 45 |
| Tableau 4.1. Statistiques descriptives des critères d'une PME.....   | 47 |
| Tableau 4.2. Test de Jarque-Bera.....  | 48 |
| Tableau 4.3. Test de Kolmogorov-Smirnov .....  | 49 |
| Tableau 4.4. Test de Wilcoxon-Mann-Whitney .....   | 50 |
| Tableau 4.5. Proportion suivant les caractéristiques des managers .....  | 51 |
| Tableau 4.6. Statistiques descriptives .....   | 53 |
| Tableau 4.7. Analyse de la trésorerie.....   | 55 |
| Tableau 4.8. Régression de référence .....   | 57 |
| Tableau 4.9. Régression de référence suivant les différentes origines .....  | 60 |
| Tableau 4.10. Analyse de l'impact des scores financiers .....  | 63 |
| Tableau 4.11. Analyse de l'impact des scores financiers suivant les différentes origines .....                                 | 66 |
| Tableau 4.12. Analyse de l'impact des années de crise sanitaire .....  | 69 |
| Tableau 4.13. Analyse de l'impact des années de crise sanitaire suivant les différentes origines.....                          | 72 |
| Tableau 4.14. Analyse de l'impact des années de crise sanitaire et des scores financiers .....                                 | 75 |
| Tableau 4.15. Analyse de l'impact des années de crise sanitaire et des scores financiers suivant les différentes origines..... | 78 |
| Tableau 4.16. Impact de la localisation avant et pendant la période de crise .....   | 81 |
| Tableau 4.17. Impact de la localisation et du score de crédit avant et pendant la période de crise .....                       | 82 |
| Tableau 4.18. Impact de la localisation .....  | 83 |
| Tableau 4.19. Impact de la localisation pour les années avant la crise sanitaire .....   | 85 |
| Tableau 4.20. Impact de la localisation et du score de crédit .....  | 87 |
| Tableau 4.21. Impact de la localisation et du score de crédit pour les années avant la crise sanitaire .....                   | 89 |

Tableau 3.1. Définition des variables

Le tableau définit la variable dépendante ainsi que les variables indépendantes utilisées dans le cadre de ce travail.

| Variables                          | Description  |
|------------------------------------|--|
| <b>Dépendante</b>                  |  |
| Variation de trésorerie            | $\frac{\Delta (\text{Placements de trésorerie} + \text{Valeurs disponibles})}{\text{Total de l'actif}}$                                |
| <b>Indépendantes</b>               |  |
| Cash-flow                          | $\frac{(\text{Bénéfice d'exploitation} + \text{Amort} + \text{RDV} + \text{Provisions} - \text{Dividendes})}{\text{Total de l'actif}}$ |
| Taille                             | $\ln (\text{Total de l'actif})$  |
| Variation des dettes à court terme | $\frac{\Delta \text{Dettes court terme}}{\text{Total de l'actif}}$   |
| Dépenses d'investissement          | $\frac{\Delta \text{Actifs immobilisés} + \text{Amortissements}}{\text{Total de l'actif}}$   |
| Variation du fonds de roulement    | $\frac{\Delta ((\text{Actifs circulants} - \text{Trésorerie}) - \text{Dettes à CT})}{\text{Total de l'actif}}$                         |
| Opportunités d'investissement      | $\frac{\Delta \text{Chiffre d'affaires}_{\text{secteur}}}{\text{Chiffre d'affaires}_{\text{secteur}_{t-1}}}$                           |
| Multiscore                         | Score de crédit variant entre 0 et 100   |
| Shock Resistance                   | Score de résistance aux chocs variant entre 0 et 5   |
| Belges                             | 1 si le prénom du dirigeant est d'origine belge, 0 sinon   |
| Européens                          | 1 si le prénom du dirigeant est d'origine européenne (anglo-saxon, latino, scandinave), 0 sinon  |
| Orientaux                          | 1 si le prénom du dirigeant est d'origine orientale (asiatique, russe, Europe de l'Est, africain), 0 sinon                             |
| Musulmans                          | 1 si le prénom du dirigeant est d'origine arabe, 0 sinon   |
| Femme                              | 1 si le dirigeant est de sexe féminin, 0 sinon   |
| Homme                              | 1 si le dirigeant est de sexe masculin, 0 sinon  |

Source : Auteur

Tableau 3.1. Définition des variables (suite)

| Variabes             | Description  |
|----------------------|--|
| Jeune                | 1 si le dirigeant est âgé de moins de 30 ans, 0 sinon                          |
| Âge moyen            | 1 si le dirigeant est âgé entre 30 et 65 ans, 0 sinon                          |
| Vieux                | 1 si le dirigeant est âgé de plus de 65 ans, 0 sinon                           |
| Wallon               | 1 si le prénom du dirigeant est d'origine francophone, 0 sinon                 |
| Flamand              | 1 si le prénom du dirigeant est d'origine flamande, 0 sinon                    |
| Tous belges          | 1 si l'ensemble des prénoms des dirigeants est d'origine belge, 0 sinon        |
| Tous étrangers       | 1 si l'ensemble des prénoms des dirigeants est d'origine étrangère, 0 sinon    |
| Au moins un étranger | 1 si un des prénoms des dirigeants est d'origine étrangère, 0 sinon            |
| Tous hommes          | 1 si tous les dirigeants sont de sexe masculin, 0 sinon                        |
| Toutes femmes        | 1 si tous les dirigeants sont de sexe féminin, 0 sinon                         |
| Au moins une femme   | 1 si un des dirigeants est de sexe féminin, 0 sinon                            |
| Tous jeunes          | 1 si tous les dirigeants sont âgés de moins de 30 ans, 0 sinon                 |
| Au moins un jeune    | 1 si un des dirigeants est âgé de moins de 30 ans, 0 sinon                     |
| Tous d'âge moyen     | 1 si tous les dirigeants sont âgés entre 30 et 65 ans, 0 sinon                 |
| Tous vieux           | 1 si tous les dirigeants sont âgés de plus de 65 ans, 0 sinon                  |
| Au moins un vieux    | 1 si un des dirigeants est âgé de plus de 65 ans, 0 sinon                      |
| Tous wallons         | 1 si l'ensemble des prénoms des dirigeants sont d'origine francophone, 0 sinon |
| Tous flamands        | 1 si l'ensemble des prénoms des dirigeants sont d'origine flamande, 0 sinon    |
| Au moins un Wallon   | 1 si un des prénoms des dirigeants est d'origine francophone, 0 sinon          |
| Au moins un Flamand  | 1 si un des prénoms des dirigeants est d'origine flamande, 0 sinon             |

Source : Auteur

Tableau 4.1. Statistiques descriptives des critères d'une PME

Ce tableau reprend les moyennes et écarts-types des différents critères définissant une PME.

|  | Population | Échantillon 1 | Échantillon 2 |
|--|------------|---------------|---------------|
| <b>Chiffre d'affaires (millions €)</b> |            |               |               |
| Moyenne                                | 16,72      | 16,21         | 17,85         |
| Écart-type                             | 40,11      | 23,37         | 24,02         |
| <b>Actif total</b>                     |            |               |               |
| Moyenne                                | 19,18      | 19,37         | 24,94         |
| Écart-type                             | 406,73     | 413,54        | 399,51        |
| <b>Effectif total</b>                  |            |               |               |
| Moyenne                                | 30,54      | 29,69         | 32,73         |
| Écart-type                             | 32,21      | 31,57         | 34,63         |

Source : Auteur

Tableau 4.2. Test de Jarque-Bera

Ce tableau reprend les estimations fournies par le test de normalité de Jarque-Bera.

|                           | X <sup>2</sup>        | Degrés de liberté | P-valeur                |
|---------------------------|-----------------------|-------------------|-------------------------|
| <b>Chiffre d'affaires</b> |                       |                   |                         |
| Population                | $4,53 \times 10^{10}$ | 2                 | $< 2,2 \times 10^{-16}$ |
| Échantillon 1             | $7,85 \times 10^6$    | 2                 | $< 2,2 \times 10^{-16}$ |
| Échantillon 2             | $1,01 \times 10^8$    | 2                 | $< 2,2 \times 10^{-16}$ |
| <b>Actif total</b>        |                       |                   |                         |
| Population                | $2,15 \times 10^{11}$ | 2                 | $< 2,2 \times 10^{-16}$ |
| Échantillon 1             | $3,77 \times 10^{10}$ | 2                 | $< 2,2 \times 10^{-16}$ |
| Échantillon 2             | $7,21 \times 10^{10}$ | 2                 | $< 2,2 \times 10^{-16}$ |

Source : Auteur

Tableau 4.3. Test de Kolmogorov-Smirnov

Ce tableau présente les résultats obtenus du test de Kolmogorov-Smirnov.

|                    | D      | P-valeur                |
|--------------------|--------|-------------------------|
| Chiffre d'affaires |        |                         |
| Échantillon 1      | 0,0153 | 0,00008                 |
| Échantillon 2      | 0,0426 | $< 2,2 \times 10^{-16}$ |
| Actif total        |        |                         |
| Échantillon 1      | 0,0209 | $< 2,2 \times 10^{-16}$ |
| Échantillon 2      | 0,0556 | $< 2,2 \times 10^{-16}$ |

Source : Auteur

Tableau 4.4. Test de Wilcoxon-Mann-Whitney

Ce tableau met en évidence les estimations obtenues du test de Wilcoxon-Mann-Whitney.

|                    | W                     | P-valeur                |
|--------------------|-----------------------|-------------------------|
| Chiffre d'affaires |                       |                         |
| Échantillon 1      | $1,27 \times 10^9$    | 0,00004                 |
| Échantillon 2      | $9,87 \times 10^9$    | $2,19 \times 10^{-9}$   |
| Actif total        |                       |                         |
| Échantillon 1      | $7,32 \times 10^9$    | $< 2,2 \times 10^{-16}$ |
| Échantillon 2      | $4,83 \times 10^{10}$ | $< 2,2 \times 10^{-16}$ |

Source : Auteur

Tableau 4.5. Proportion suivant les caractéristiques des managers

Les tableaux suivants présentent le nombre et la proportion (entre parenthèses) d'entreprises dirigées par les différentes catégories de manager.

Tableau A : Sur base de l'échantillon représentant les entreprises pour lesquelles un seul dirigeant est identifié

| Caractéristiques              | Échantillon total | Nombre d'entreprises |
|-------------------------------|-------------------|----------------------|
| Manager d'origine belge       | 8.544             | 6.264<br>(73,31)     |
| Manager d'origine européenne  | 8.544             | 1.733<br>(20,28)     |
| Manager d'origine orientale   | 8.544             | 191<br>(2,24)        |
| Manager d'origine musulmane   | 8.544             | 356<br>(4,17)        |
| Manager de sexe féminin       | 8.544             | 2034<br>(23,81)      |
| Manager de sexe masculin      | 8.544             | 6510<br>(76,19)      |
| Manager de moins de 30 ans    | 2.611             | 13<br>(0,50)         |
| Manager entre 30 et 65 ans    | 2.611             | 1.936<br>(74,15)     |
| Manager de plus de 65 ans     | 2.611             | 662<br>(25,35)       |
| Manager d'origine francophone | 6.264             | 3.718<br>(59,36)     |
| Manager d'origine flamande    | 6.264             | 2.546<br>(40,64)     |

Source : Auteur

Tableau B : Sur base de l'échantillon représentant les entreprises pour lesquelles au maximum trois dirigeants sont identifiés

| Caractéristiques                                   | Échantillon total | Nombre d'entreprises |
|--|-------------------|----------------------|
| Tous les managers sont d'origine belge             | 14.166            | 9.134<br>(64,48)     |
| Tous les managers sont d'origine étrangère         | 14.166            | 2.926<br>(20,65)     |
| Au moins un manager est d'origine étrangère        | 14.166            | 5.032<br>(35,52)     |
| Tous les managers sont de sexe masculin            | 14.166            | 9.393<br>(66,31)     |
| Tous les managers sont de sexe féminin             | 14.166            | 2.298<br>(16,22)     |
| Au moins un des managers est de sexe féminin       | 14.166            | 4.773<br>(33,69)     |
| Tous les managers sont âgés de moins de 30 ans     | 5.297             | 21<br>(0,40)         |
| Au moins un manager est âgé de moins de 30 ans     | 5.297             | 37<br>(0,70)         |
| Tous les managers ont entre 30 et 65 ans           | 5.297             | 1.004<br>(18,95)     |
| Tous les managers ont plus de 65 ans               | 5.297             | 1.004<br>(18,95)     |
| Tous les managers sont d'origine francophone       | 11.240            | 5.924<br>(52,70)     |
| Au moins un des managers est d'origine francophone | 11.240            | 7.058<br>(62,79)     |
| Tous les managers sont d'origine flamande          | 11.240            | 4.182<br>(37,21)     |

Source : Auteur

Tableau 4.6. Statistiques descriptives

Les tableaux présentent les moyennes et les écarts-types de certaines variables financières pour l'échantillon total ainsi que les différentes catégories de manager.

Tableau A : Sur base de l'échantillon représentant les entreprises pour lesquelles un seul dirigeant est identifié

|  | Échantillon total | Manager d'origine européenne | Manager d'origine orientale | Manager d'origine musulmane | Manager de sexe féminin | Manager de moins de 30 ans | Manager d'origine francophone |
|--|-------------------|------------------------------|-----------------------------|-----------------------------|-------------------------|----------------------------|-------------------------------|
| <b>Actif total (millions €)</b>                |                   |                              |                             |                             |                         |                            |                               |
| Moyenne  | 19,37             | 37,89                        | 5,77                        | 2,82                        | 20,85                   | 4,25                       | 15,50                         |
| Écart-type                                     | 413,54            | 803,75                       | 19,47                       | 9,79                        | 379,93                  | 6,16                       | 249,54                        |
| <b>Croissance du chiffre d'affaires (%)</b>    |                   |                              |                             |                             |                         |                            |                               |
| Moyenne  | -2,50             | -0,04                        | 0,15                        | 0,09                        | -0,45                   | 0,04                       | -0,37                         |
| Écart-type                                     | 581,64            | 33,15                        | 7,44                        | 72,26                       | 52,01                   | 139,01                     | 45,85                         |
| <b>Bénéfice d'exploitation sur actif total</b> |                   |                              |                             |                             |                         |                            |                               |
| Moyenne  | 0,08              | 0,08                         | 0,09                        | 0,11                        | 0,08                    | 0,08                       | 0,07                          |
| Écart-type                                     | 0,13              | 0,15                         | 0,16                        | 0,14                        | 0,13                    | 0,14                       | 0,13                          |
| <b>Total des dettes sur actif total</b>        |                   |                              |                             |                             |                         |                            |                               |
| Moyenne  | 0,62              | 0,62                         | 0,61                        | 0,68                        | 0,61                    | 0,68                       | 0,62                          |
| Écart-type                                     | 0,24              | 0,24                         | 0,25                        | 0,22                        | 0,24                    | 0,21                       | 0,24                          |
| <b>Multiscore</b>                              |                   |                              |                             |                             |                         |                            |                               |
| Moyenne  | 42,15             | 42,14                        | 44,54                       | 37,06                       | 43,04                   | 42,80                      | 42,37                         |
| Écart-type                                     | 17,85             | 18,75                        | 17,94                       | 17,39                       | 18,21                   | 7,89                       | 18,05                         |
| <b>Score de résistance aux chocs</b>           |                   |                              |                             |                             |                         |                            |                               |
| Moyenne  | 2,13              | 2,128                        | 2,30                        | 1,86                        | 2                       | 1,4                        | 2,14                          |
| Écart-type                                     | 1,54              | 1,56                         | 1,59                        | 1,58                        | 1,55                    | 1,37                       | 1,53                          |

Source : Auteur

Tableau B : Sur base de l'échantillon représentant les entreprises pour lesquelles au maximum trois dirigeants sont identifiés

|  | Échantillon total | Managers tous d'origine étrangère | Au moins un manager d'origine étrangère | Managers tous de sexe féminin | Managers tous âgés de moins de 30 ans | Tous les managers sont d'origine francophone |
|--|-------------------|-----------------------------------|---|-------------------------------|---------------------------------------|--|
| <b>Actif total (millions €)</b>                |                   |                                   |   |                               |                                       |  |
| Moyenne  | 20,41             | 33,18                             | 28,26                                   | 21,45                         | 6,13                                  | 16,72  |
| Écart-type                                     | 395,79            | 726,46                            | 590,81                                  | 373,36                        | 11,53                                 | 231,58                                       |
| <b>Croissance du chiffre d'affaires</b>        |                   |                                   |   |                               |                                       |  |
| Moyenne  | -1,43             | -0,02                             | 0,05                                    | -0,240                        | -8,23                                 | -0,22  |
| Écart-type                                     | 452,32            | 39,43                             | 35,29                                   | 52,76                         | 109,33                                | 39,25  |
| <b>Bénéfice d'exploitation sur actif total</b> |                   |                                   |   |                               |                                       |  |
| Moyenne  | 0,08              | 0,08                              | 0,08                                    | 0,08                          | 0,10                                  | 0,07   |
| Écart-type                                     | 0,24              | 0,15                              | 0,14                                    | 0,13                          | 0,13                                  | 0,33   |
| <b>Total des dettes sur actif total</b>        |                   |                                   |   |                               |                                       |  |
| Moyenne  | 0,62              | 0,63                              | 0,62                                    | 0,60                          | 0,63                                  | 0,62   |
| Écart-type                                     | 0,24              | 0,24                              | 0,25                                    | 0,24                          | 0,20                                  | 0,24   |
| <b>Multiscore</b>                              |                   |                                   |   |                               |                                       |  |
| Moyenne  | 41,67             | 40,81                             | 40,68                                   | 42,94                         | 45,09                                 | 41,74  |
| Écart-type                                     | 17,98             | 18,66                             | 18,44                                   | 18,20                         | 8,01                                  | 18,34  |
| <b>Score de résistance aux chocs</b>           |                   |                                   |   |                               |                                       |  |
| Moyenne  | 2,17              | 2,13                              | 2,22                                    | 2,16                          | 1,54                                  | 2,16   |
| Écart-type                                     | 1,55              | 1,56                              | 1,57                                    | 1,55                          | 1,62                                  | 1,54   |

Source : Auteur

#### Tableau 4.7. Analyse de la trésorerie

Les tableaux présentent les moyennes, les médianes et les écarts-types de la trésorerie pour chaque catégorie de manager.

Tableau A : Sur base de l'échantillon représentant les entreprises pour lesquelles un seul dirigeant est identifié

| Caractéristiques              | Moyenne | Médiane | Écart-type |
|-------------------------------|---------|---------|------------|
| Manager d'origine belge       | 0,179   | 0,111   | 0,1903     |
| Manager d'origine étrangère   | 0,184   | 0,118   | 0,1895     |
| Manager d'origine européenne  | 0,181   | 0,116   | 0,1883     |
| Manager d'origine orientale   | 0,212   | 0,142   | 0,2056     |
| Manager d'origine musulmane   | 0,180   | 0,118   | 0,1848     |
| Manager de sexe masculin      | 0,175   | 0,109   | 0,1873     |
| Manager de sexe féminin       | 0,196   | 0,127   | 0,1979     |
| Manager de plus de 65 ans     | 0,155   | 0,081   | 0,1842     |
| Manager de moins de 30 ans    | 0,129   | 0,071   | 0,1638     |
| Manager d'origine flamande    | 0,177   | 0,109   | 0,1896     |
| Manager d'origine francophone | 0,180   | 0,113   | 0,1907     |

Source : Auteur

Tableau B : Sur base de l'échantillon représentant les entreprises pour lesquelles au maximum trois dirigeants sont identifiés

| Caractéristiques                        | Moyenne | Médiane | Écart-type |
|---|---------|---------|------------|
| Managers tous d'origine belge           | 0,178   | 0,110   | 0,1892     |
| Managers tous d'origine étrangère       | 0,182   | 0,116   | 0,1895     |
| Au moins un manager d'origine étrangère | 0,180   | 0,112   | 0,1895     |
| Managers tous de sexe masculin          | 0,176   | 0,108   | 0,1885     |
| Managers tous de sexe féminin           | 0,197   | 0,127   | 0,1982     |
| Au moins un manager de sexe féminin     | 0,184   | 0,116   | 0,1908     |
| Managers tous âgés de plus de 65 ans    | 0,158   | 0,086   | 0,1863     |
| Managers tous âgés de moins de 30 ans   | 0,124   | 0,065   | 0,1608     |
| Au moins un manager de moins de 30 ans  | 0,138   | 0,076   | 0,1644     |
| Managers tous d'origine flamande        | 0,177   | 0,110   | 0,1876     |
| Managers tous d'origine francophone     | 0,179   | 0,110   | 0,1906     |

Source : Auteur

Tableau 4.8. Régression de référence

Les tableaux présentent les estimations obtenues par l'application de la méthode des moindres carrés généralisés suivant un modèle à effet aléatoire. La variable dépendante est la variation de trésorerie tandis que les variables indépendantes sont le cash-flow, les opportunités d'investissements, la taille, la variation des dettes à court terme, la variation du fonds de roulement hors trésorerie et les dépenses d'investissement. Sont également ajoutées les variables binaires se rapportant aux groupes potentiellement discriminés ainsi qu'une variable d'interaction entre le cash-flow et la variable binaire. Les estimations des écarts-types sont reprises entre parenthèses.

Tableau A : Sur base de l'échantillon représentant les entreprises pour lesquelles un seul dirigeant est identifié

|                                  | (1)                     | (2)                     | (3)                     | (4)                     |
|----------------------------------|-------------------------|-------------------------|-------------------------|-------------------------|
| Constante                        | 0,0182 ***<br>(0,0047)  | 0,0167 ***<br>(0,0048)  | 0,0084<br>(0,0082)      | 0,0153 *<br>(0,0061)    |
| Cash-flow                        | 0,1519 ***<br>(0,0083)  | 0,1645 ***<br>(0,0078)  | 0,1369 ***<br>(0,0121)  | 0,1577 ***<br>(0,0150)  |
| Opportunités<br>d'investissement | -0,0009<br>(0,0008)     | -0,0009<br>(0,0008)     | -0,0126<br>(0,0015)     | 0,0001<br>(0,0010)      |
| Taille                           | -0,0004<br>(0,002)      | -0,0003<br>(0,0002)     | 0,0001<br>(0,0005)      | -0,0003<br>(0,0003)     |
| Δ Dettes CT                      | -0,6337 ***<br>(0,0091) | -0,6338 ***<br>(0,0090) | -0,6401 ***<br>(0,0163) | -0,6395 ***<br>(0,010)  |
| Δ Working capital                | -0,7787 ***<br>(0,0075) | -0,7786 ***<br>(0,0074) | -0,7644 ***<br>(0,0143) | -0,7753 ***<br>(0,0084) |
| Dépenses<br>d'investissement     | -0,3846 ***<br>(0,0151) | -0,3848 ***<br>(0,0152) | -0,3338 ***<br>(0,0327) | -0,3813 ***<br>(0,0113) |
| Étranger                         | -0,0033 *<br>(0,0015)   |                         |                         |                         |
| Femme                            |                         | 0,0018<br>(0,0016)      |                         |                         |
| Jeune                            |                         |                         | -0,0227 .<br>(0,0116)   |                         |
| Wallon                           |                         |                         |                         | 0,0025<br>(0,0020)      |
| Cash-flow ×<br>Etranger          | 0,0280 *<br>(0,0115)    |                         |                         |                         |
| Cash-flow ×<br>Femme             |                         | -0,0220 .<br>(0,0127)   |                         |                         |
| Cash-flow × Jeune                |                         |                         | 0,1208<br>(0,0844)      |                         |
| Cash-flow ×<br>Wallon            |                         |                         |                         | -0,0142<br>(0,0162)     |

. indique un niveau de significativité de 5%, \* indique un niveau de significativité de 1%, \*\* indique un niveau de significativité de 0,1% et \*\*\* indique un niveau de significativité de 0%.

Source : Auteur

Tableau B : Sur base de l'échantillon représentant les entreprises pour lesquelles au maximum trois dirigeants sont identifiés

|                                  | (1)                     | (2)                     | (3)                     | (4)                     | (5)                     | (6)                     | (7)                     | (8)                     |
|----------------------------------|-------------------------|-------------------------|-------------------------|-------------------------|-------------------------|-------------------------|-------------------------|-------------------------|
| Constante                        | 0,0083<br>(0,0127)      | -0,0026<br>(0,0075)     | 0,0087<br>(0,0012)      | 0,0151<br>(0,0097)      | -0,0005<br>(0,0112)     | -0,0004<br>(0,0112)     | 0,0047<br>(0,0107)      | 0,0071<br>(0,0104)      |
| Cash-flow                        | 0,1060 **<br>(0,0378)   | 0,1526 ***<br>(0,0251)  | 0,0916 **<br>(0,0306)   | 0,0569 *<br>(0,0265)    | 0,0520 *<br>(0,0247)    | 0,0521 *<br>(0,0248)    | 0,0723 *<br>(0,0363)    | 0,0590<br>(0,0410)      |
| Opportunités<br>d'investissement | -0,0036 *<br>(0,0017)   | -0,0031 *<br>(0,0015)   | -0,0037 *<br>(0,0018)   | -0,0030 .<br>(0,0015)   | -0,0048 *<br>(0,0024)   | -0,0048 *<br>(0,0024)   | -0,0036 *<br>(0,0016)   | -0,0038 *<br>(0,0017)   |
| Taille                           | -0,0001<br>(0,0006)     | 0,0003<br>(0,0004)      | -0,00006<br>(0,0006)    | -0,0002<br>(0,0005)     | -0,0004<br>(0,0006)     | -0,0004<br>(0,0006)     | -0,0003<br>(0,0005)     | 0,0003<br>(0,0005)      |
| Δ Dettes CT                      | -0,6162 ***<br>(0,0160) | -0,6149 ***<br>(0,0143) | -0,6151 ***<br>(0,0167) | -0,6239 ***<br>(0,0167) | -0,6358 ***<br>(0,0191) | -0,6358 ***<br>(0,0191) | -0,6099 ***<br>(0,0145) | -0,6109 ***<br>(0,0155) |
| Δ Working<br>capital             | -0,7350 ***<br>(0,0152) | -0,7378 ***<br>(0,0143) | -0,7329 ***<br>(0,0146) | -0,7404 ***<br>(0,0153) | -0,7154 ***<br>(0,0158) | -0,7154 ***<br>(0,0158) | -0,7311 ***<br>(0,0150) | -0,7325 ***<br>(0,0153) |
| Dépenses<br>d'investissement     | -0,2216 ***<br>(0,0393) | -0,2263 ***<br>(0,0392) | -0,2168 ***<br>(0,0389) | -0,2339 ***<br>(0,0425) | -0,1439 ***<br>(0,0328) | -0,1440 ***<br>(0,0328) | -0,2113 ***<br>(0,0391) | -0,2131 ***<br>(0,0411) |
| Tous étrangers                   | 0,0075<br>(0,0047)      |                         |                         |                         |                         |                         |                         |                         |
| Au moins un<br>étranger          |                         | 0,0102 *<br>(0,0040)    |                         |                         |                         |                         |                         |                         |
| Toutes femmes                    |                         |                         | -0,0018<br>(0,0037)     |                         |                         |                         |                         |                         |
| Au moins une<br>femme            |                         |                         |                         | -0,0086 .<br>(0,0045)   |                         |                         |                         |                         |
| Tous jeunes                      |                         |                         |                         |                         | -0,0201 .<br>(0,0107)   |                         |                         |                         |
| Au moins un<br>jeune             |                         |                         |                         |                         |                         | -0,0016<br>(0,0173)     |                         |                         |

. indique un niveau de significativité de 5%, \* indique un niveau de significativité de 1%, \*\* indique un niveau de significativité de 0,1% et \*\*\* indique un niveau de significativité de 0%.

Source : Auteur

Tableau B : Sur base de l'échantillon représentant les entreprises pour lesquelles au maximum trois dirigeants sont identifiés (suite)

|  | (1)                 | (2)                  | (3)                | (4)                  | (5)                  | (6)                 | (7)                  | (8)                 |
|--|---------------------|----------------------|--------------------|----------------------|----------------------|---------------------|----------------------|---------------------|
| Tous wallons                           |                     |                      |                    |                      |                      |                     | -0,0074<br>(0,0045)  |                     |
| Au moins un<br>Wallon                  |                     |                      |                    |                      |                      |                     |                      | -0,0079<br>(0,0057) |
| Cash-flow ×<br>Tous étrangers          | -0,0644<br>(0,0396) |                      |                    |                      |                      |                     |                      |                     |
| Cash-flow × Au<br>moins un<br>étranger |                     | -0,090**<br>(0,0338) |                    |                      |                      |                     |                      |                     |
| Cash-flow ×<br>Toutes femmes           |                     |                      | 0,0238<br>(0,0321) |                      |                      |                     |                      |                     |
| Cash-flow × Au<br>moins une<br>femme   |                     |                      |                    | 0,0929 *<br>(0,0390) |                      |                     |                      |                     |
| Cash-flow ×<br>Tous jeunes             |                     |                      |                    |                      | 0,1745 *<br>(0,0764) |                     |                      |                     |
| Cash-flow × Au<br>moins un jeune       |                     |                      |                    |                      |                      | -0,0174<br>(0,1223) |                      |                     |
| Cash-flow ×<br>Tous Wallons            |                     |                      |                    |                      |                      |                     | 0,0756 .<br>(0,0389) |                     |
| Cash-flow × Au<br>moins un<br>Wallon   |                     |                      |                    |                      |                      |                     |                      | 0,0761<br>(0,0483)  |

. indique un niveau de significativité de 5%, \* indique un niveau de significativité de 1%, \*\* indique un niveau de significativité de 0,1% et \*\*\* indique un niveau de significativité de 0%.

Source : Auteur

Tableau 4.9. Régression de référence suivant les différentes origines

Ce tableau représente les estimations du modèle de régression de référence tel que présenté dans le tableau 4.8 pour les différentes catégories d'origine des managers.

Tableau A : Sur base de l'échantillon représentant les entreprises pour lesquelles un seul dirigeant est identifié

|                                  | (1)                     | (2)                   | (3)                     |
|----------------------------------|-------------------------|-----------------------|-------------------------|
| Constante                        | 0,0183 ***<br>(0,0047)  | 0,0181 ***<br>0,0047  | 0,0174 ***<br>(0,0047)  |
| Cash-flow                        | 0,1540 ***<br>(0,0079)  | 0,1579 ***<br>0,0069  | 0,1582 ***<br>(0,0070)  |
| Opportunités<br>d'investissement | -0,0009<br>(0,0009)     | -0,0009<br>0,0009     | -0,0009<br>(0,0009)     |
| Taille                           | -0,0004<br>(0,0003)     | -0,0004<br>0,0003     | -0,0004<br>(0,0003)     |
| Δ Dettes CT                      | -0,6340 ***<br>(0,0091) | -0,6339 ***<br>0,0091 | -0,6338 ***<br>(0,0091) |
| Δ Working capital                | -0,7788 ***<br>(0,0075) | -0,7785 ***<br>0,0075 | -0,7785 ***<br>(0,0075) |
| Dépenses<br>d'investissement     | -0,3847 ***<br>(0,0151) | -0,3844 ***<br>0,0152 | -0,3845 ***<br>(0,0153) |
| Européens                        | -0,0030 .<br>(0,0018)   |                       |                         |
| Orientaux                        |                         | -0,0063 *<br>0,0028   |                         |
| Musulmans                        |                         |                       | -0,0005<br>(0,0025)     |
| Cash-flow × Européens            | 0,0263 *<br>(0,0132)    |                       |                         |
| Cash-flow × Orientaux            |                         | 0,03145<br>0,0200     |                         |
| Cash-flow ×<br>Musulmans         |                         |                       | 0,0118<br>(0,0151)      |

. indique un niveau de significativité de 5%, \* indique un niveau de significativité de 1%, \*\* indique un niveau de significativité de 0,1% et \*\*\* indique un niveau de significativité de 0%.

Source : Auteur

Tableau B : Sur base de l'échantillon représentant les entreprises pour lesquelles au maximum trois dirigeants sont identifiés

|                                  | (1)                     | (2)                     | (3)                     | (4)                     | (5)                     | (6)                     |
|----------------------------------|-------------------------|-------------------------|-------------------------|-------------------------|-------------------------|-------------------------|
| Constante                        | 0,0096<br>(0,0122)      | -0,0049<br>(0,0074)     | 0,0092<br>(0,0123)      | 0,0064<br>(0,0134)      | 0,0085<br>(0,0120)      | 0,0082<br>(0,0119)      |
| Cash-flow                        | 0,0956 **<br>(0,0322)   | 0,1497 ***<br>(0,0233)  | 0,0921 **<br>(0,0299)   | 0,1031 **<br>(0,0358)   | 0,0917 **<br>(0,0299)   | 0,0916 **<br>(0,0300)   |
| Opportunités<br>d'investissement | -0,0036 *<br>(0,0018)   | -0,0032 *<br>(0,0015)   | -0,0037 *<br>(0,0018)   | -0,0036 *<br>(0,0007)   | -0,0037 *<br>(0,0018)   | -0,0037 *<br>(0,0018)   |
| Taille                           | -0,0001<br>(0,0006)     | 0,0004<br>(0,0004)      | -0,00008<br>(0,0006)    | 0,00003<br>(0,0006)     | -0,00004<br>(0,0006)    | -0,00002<br>(0,0006)    |
| Δ Dettes CT                      | -0,6164 ***<br>(0,0166) | -0,6128 ***<br>(0,0142) | -0,6153 ***<br>(0,0168) | -0,6158 ***<br>(0,0163) | -0,6153 ***<br>(0,0168) | -0,6154 ***<br>(0,0169) |
| Δ Working capital                | -0,7333 ***<br>(0,0147) | -0,7379 ***<br>(0,0142) | -0,7330 ***<br>(0,0146) | -0,7348 ***<br>(0,0151) | -0,7332 ***<br>(0,0146) | -0,7333 ***<br>(0,0145) |
| Dépenses d'investissement        | -0,2182 ***<br>(0,0389) | -0,2247 ***<br>(0,0387) | -0,2170 ***<br>(0,0388) | -0,2209 ***<br>(0,0393) | -0,2168 ***<br>(0,0388) | -0,2168 ***<br>(0,0388) |
| Tous européens                   | 0,0057<br>(0,0056)      |                         |                         |                         |                         |                         |
| Au moins un Européen             |                         | 0,0106 **<br>(0,0039)   |                         |                         |                         |                         |
| Tous Orientaux                   |                         |                         | -0,0127 **<br>(0,0049)  |                         |                         |                         |
| Au moins un Oriental             |                         |                         |                         | 0,0050<br>(0,0358)      |                         |                         |
| Tous Musulmans                   |                         |                         |                         |                         | -0,0157 **<br>(0,0049)  |                         |

. indique un niveau de significativité de 5%, \* indique un niveau de significativité de 1%, \*\* indique un niveau de significativité de 0,1% et \*\*\* indique un niveau de significativité de 0%.

Source : Auteur

Tableau B : Sur base de l'échantillon représentant les entreprises pour lesquelles au maximum trois dirigeants sont identifiés (suite)

|                                  | (1)                 | (2)                    | (3)                  | (4)                   | (5)                   | (6)                  |
|----------------------------------|---------------------|------------------------|----------------------|-----------------------|-----------------------|----------------------|
| Au moins un musulman             |                     |                        |                      |                       |                       | -0,0083 .<br>0,0046  |
| Cash-flow × Tous Européens       | -0,0440<br>(0,0474) |                        |                      |                       |                       |                      |
| Cash-flow × Au moins un Européen |                     | -0,0914 **<br>(0,0331) |                      |                       |                       |                      |
| Cash-flow × Tous Orientaux       |                     |                        | 0,0729 .<br>(0,0374) |                       |                       |                      |
| Cash-flow × Au moins un Oriental |                     |                        |                      | -0,0658 .<br>(0,0376) |                       |                      |
| Cash-flow × Tous musulmans       |                     |                        |                      |                       | 0,0977 **<br>(0,0326) |                      |
| Cash-flow × Au moins un musulman |                     |                        |                      |                       |                       | 0,0619 .<br>(0,0322) |

. indique un niveau de significativité de 5%, \* indique un niveau de significativité de 1%, \*\* indique un niveau de significativité de 0,1% et \*\*\* indique un niveau de significativité de 0%.

Source : Auteur

Tableau 4.10. Analyse de l'impact des scores financiers

Ce tableau montre les estimations du modèle de régression de référence tel que présenté dans le tableau 4.8 auquel sont ajoutés le multiscore et le score de résistance aux chocs.

Tableau A : Sur base de l'échantillon représentant les entreprises pour lesquelles un seul dirigeant est identifié

|                                  | (1)                     | (2)                     | (3)                      | (4)                     |
|----------------------------------|-------------------------|-------------------------|--------------------------|-------------------------|
| Constante                        | 0,0054<br>(0,0067)      | 0,0045<br>(0,0070)      | 0,0041<br>(0,0106)       | 0,0030<br>(0,0089)      |
| Cash-flow                        | 0,1391 ***<br>(0,0135)  | 0,1446 ***<br>(0,0131)  | 0,1409 ***<br>(0,0156)   | 0,1603 ***<br>(0,0244)  |
| Opportunités<br>d'investissement | -0,0003<br>(0,0013)     | -0,0003<br>(0,0013)     | 0,0001<br>(0,0020)       | 0,0006<br>(0,0016)      |
| Taille                           | 0,0004<br>(0,0004)      | 0,0004<br>(0,0004)      | 0,0009<br>(0,0006)       | 0,0035<br>(0,0005)      |
| Δ Dettes CT                      | -0,6204 ***<br>(0,0143) | -0,6206 ***<br>(0,0142) | -0,6268 ***<br>(0,0227)  | -0,6330 ***<br>(0,0158) |
| Δ Working capital                | -0,7604 ***<br>(0,0122) | -0,7603 ***<br>(0,0122) | -0,7578 ***<br>(0,0194)  | -0,7616 ***<br>(0,0136) |
| Dépenses<br>d'investissement     | 0,3503 ***<br>(0,0261)  | -0,3504 ***<br>(0,0262) | -0,3020 ***<br>(0,0438)  | -0,3594 ***<br>(0,0182) |
| Multiscore                       | -0,000005<br>(0,00003)  | -0,000005<br>(0,00003)  | -0,000107 *<br>(0,00004) | 0,00001<br>(0,00003)    |
| Résistance aux<br>chocs          | 0,0002<br>(0,0003)      | 0,0002<br>(0,0003)      | 0,0005<br>(0,0005)       | -0,00004<br>(0,0004)    |
| Étranger                         | -0,0028<br>(0,0024)     |                         |                          |                         |
| Femme                            |                         | 0,0005<br>(0,0019)      |                          |                         |
| Jeune                            |                         |                         | -0,0045<br>(0,0114)      |                         |
| Wallon                           |                         |                         |                          | 0,0045<br>(0,0030)      |
| Cash-flow ×<br>Etranger          | 0,0196<br>(0,0186)      |                         |                          |                         |
| Cash-flow ×<br>Femme             |                         | -0,0035<br>(0,0149)     |                          |                         |
| Cash-flow × Jeune                |                         |                         | -0,0406<br>(0,0712)      |                         |
| Cash-flow ×<br>Wallon            |                         |                         |                          | -0,0366<br>(0,0258)     |

. indique un niveau de significativité de 5%, \* indique un niveau de significativité de 1%, \*\* indique un niveau de significativité de 0,1% et \*\*\* indique un niveau de significativité de 0%.

Source : Auteur

Tableau B : Sur base de l'échantillon représentant les entreprises pour lesquelles au maximum trois dirigeants sont identifiés

|                                  | (1)                     | (2)                     | (3)                     | (4)                     | (5)                     | (6)                     | (7)                     | (8)                     |
|----------------------------------|-------------------------|-------------------------|-------------------------|-------------------------|-------------------------|-------------------------|-------------------------|-------------------------|
| Constante                        | -0,0180<br>(0,0115)     | -0,0168 .<br>(0,0095)   | -0,0155<br>(0,0128)     | -0,0156<br>(0,0132)     | -0,0296 .<br>(0,0151)   | -0,0293 .<br>(0,0151)   | -0,0238 .<br>(0,0122)   | -0,0257 *<br>(0,0128)   |
| Cash-flow                        | 0,1317 ***<br>(0,0288)  | 0,1183 ***<br>(0,0104)  | 0,1045 ***<br>(0,0313)  | 0,1062 **<br>(0,0397)   | 0,0832 *<br>(0,0330)    | 0,0837 *<br>(0,0332)    | 0,1594 ***<br>(0,0424)  | 0,1843 **<br>(0,0593)   |
| Opportunités<br>d'investissement | -0,0025<br>(0,0025)     | -0,0025<br>(0,0025)     | -0,0025<br>(0,0025)     | -0,0024<br>(0,0025)     | -0,0056<br>(0,0035)     | -0,0056<br>(0,0035)     | -0,0036<br>(0,0027)     | -0,0036<br>(0,0027)     |
| Taille                           | 0,0013 *<br>(0,0005)    | 0,0013 *<br>(0,0005)    | 0,0013 *<br>(0,0006)    | 0,0013 *<br>(0,0006)    | 0,0020 *<br>(0,0008)    | 0,0020 *<br>(0,0008)    | 0,0015 *<br>(0,0006)    | 0,0014 *<br>(0,0006)    |
| Δ Dettes CT                      | -0,6206 ***<br>(0,0279) | -0,6224 ***<br>(0,0278) | -0,6232 ***<br>(0,0287) | -0,6233 ***<br>(0,0284) | -0,6275 ***<br>(0,0292) | -0,6272 ***<br>(0,0292) | -0,6127 ***<br>(0,0266) | -0,6160 ***<br>(0,0252) |
| Δ Working<br>capital             | -0,7352 ***<br>(0,0220) | -0,7331 ***<br>(0,0224) | -0,7331 ***<br>(0,0224) | -0,7331 ***<br>(0,0224) | -0,7167 ***<br>(0,0244) | -0,7169 ***<br>(0,0245) | -0,7281 ***<br>(0,0224) | -0,7299 ***<br>(0,0226) |
| Dépenses<br>d'investissement     | -0,2309 ***<br>(0,0222) | -0,2269 ***<br>(0,0634) | -0,2275 ***<br>(0,0636) | -0,2277 ***<br>(0,0633) | -0,1784 **<br>(0,0602)  | -0,1788 **<br>(0,0605)  | -0,2191 ***<br>(0,0612) | -0,2231 ***<br>(0,0610) |
| Multiscore                       | -0,00004<br>(0,00004)   | -0,00004<br>(0,00003)   | -0,00003<br>(0,00004)   | -0,00003<br>(0,00004)   | -0,00008 .<br>(0,00004) | -0,00008 .<br>(0,00004) | -0,00006<br>(0,00004)   | -0,00005<br>(0,00003)   |
| Résistance aux<br>chocs          | 0,0012 *<br>(0,0005)    | 0,0013 *<br>(0,0006)    | 0,0012 *<br>(0,0006)    | 0,0013 *<br>(0,0006)    | 0,0021 **<br>(0,0006)   | 0,0021 ***<br>(0,0006)  | 0,0013 *<br>(0,0006)    | 0,0012 *<br>(0,0005)    |
| Tous étrangers                   | 0,0092 .<br>(0,0047)    |                         |                         |                         |                         |                         |                         |                         |
| Au moins un<br>étranger          |                         | 0,0015<br>(0,0043)      |                         |                         |                         |                         |                         |                         |
| Toutes femmes                    |                         |                         | -0,0008<br>(0,0037)     |                         |                         |                         |                         |                         |
| Au moins une<br>femme            |                         |                         |                         | 0,0015<br>(0,0041)      |                         |                         |                         |                         |

. indique un niveau de significativité de 5%, \* indique un niveau de significativité de 1%, \*\* indique un niveau de significativité de 0,1% et \*\*\* indique un niveau de significativité de 0%.

Source : Auteur

Tableau B : Sur base de l'échantillon représentant les entreprises pour lesquelles au maximum trois dirigeants sont identifiés (suite)

|                                  | (1)                    | (2)                 | (3)                | (4)                 | (5)                 | (6)                | (7)                   | (8)                  |
|----------------------------------|------------------------|---------------------|--------------------|---------------------|---------------------|--------------------|-----------------------|----------------------|
| Tous jeunes                      |                        |                     |                    |                     | -0,0019<br>(0,0119) |                    |                       |                      |
| Au moins un jeune                |                        |                     |                    |                     |                     | 0,0196<br>(0,0244) |                       |                      |
| Tous wallons                     |                        |                     |                    |                     |                     |                    | 0,0088 *<br>(0,0043)  |                      |
| Au moins un Wallon               |                        |                     |                    |                     |                     |                    |                       | 0,0107 .<br>(0,0060) |
| Cash-flow × Tous étrangers       | - 0,0909 *<br>(0,0423) |                     |                    |                     |                     |                    |                       |                      |
| Cash-flow × Au moins un étranger |                        | -0,0189<br>(0,0398) |                    |                     |                     |                    |                       |                      |
| Cash-flow × Toutes femmes        |                        |                     | 0,0218<br>(0,0316) |                     |                     |                    |                       |                      |
| Cash-flow × Au moins une femme   |                        |                     |                    | -0,0018<br>(0,0395) |                     |                    |                       |                      |
| Cash-flow × Tous jeunes          |                        |                     |                    |                     | 0,0826<br>(0,1075)  |                    |                       |                      |
| Cash-flow × Au moins un jeune    |                        |                     |                    |                     |                     | 0,1242<br>(0,1740) |                       |                      |
| Cash-flow × Tous Wallons         |                        |                     |                    |                     |                     |                    | -0,0702 .<br>(0,0405) |                      |
| Cash-flow × Au moins un Wallon   |                        |                     |                    |                     |                     |                    |                       | -0,0901<br>(0,0563)  |

. indique un niveau de significativité de 5%, \* indique un niveau de significativité de 1%, \*\* indique un niveau de significativité de 0,1% et \*\*\* indique un niveau de significativité de 0%.

Source : Auteur

Tableau 4.11. Analyse de l'impact des scores financiers suivant les différentes origines

Ce tableau révèle les estimations du modèle de régression de référence tel que présenté dans le tableau 4.8 auquel sont ajoutés le multiscore et le score de résistance aux chocs pour les différentes catégories d'origine des managers.

|                                  | (1)                     | (2)                     | (3)                     |
|----------------------------------|-------------------------|-------------------------|-------------------------|
| Constante                        | 0,0053<br>(0,0068)      | 0,0049<br>(0,0066)      | 0,0035<br>(0,0066)      |
| Cash-flow                        | 0,1419 ***<br>(0,0130)  | 0,1424 ***<br>(0,0109)  | 0,1432 ***<br>(0,0110)  |
| Opportunités<br>d'investissement | -0,0003<br>(0,0013)     | -0,0003<br>(0,0013)     | -0,0003<br>(0,0013)     |
| Taille                           | 0,0004<br>(0,0003)      | 0,0004<br>(0,0004)      | 0,0004<br>(0,0004)      |
| Δ Dettes CT                      | -0,6206 ***<br>(0,0142) | -0,6203 ***<br>(0,0142) | -0,6205 ***<br>(0,0142) |
| Δ Working capital                | -0,7604 ***<br>(0,0122) | -0,7602 ***<br>(0,0122) | -0,7603 ***<br>(0,0122) |
| Dépenses<br>d'investissement     | -0,3504 ***<br>(0,0261) | -0,3510 ***<br>(0,0262) | -0,3504 ***<br>(0,0262) |
| Multiscore                       | -0,000005<br>(0,0261)   | -0,000004<br>(0,00003)  | -0,00003<br>(0,00003)   |
| Résistance aux chocs             | 0,0002<br>(0,0003)      | 0,0002<br>(0,0003)      | 0,0002<br>(0,0003)      |
| Européens                        | -0,0023<br>(0,0027)     |                         |                         |
| Orientaux                        |                         | -0,0105 **<br>(0,0033)  |                         |
| Musulmans                        |                         |                         | 0,0016<br>(0,0037)      |
| Cash-flow × Européens            | 0,0105<br>(0,0210)      |                         |                         |
| Cash-flow × Orientaux            |                         | 0,0723 **<br>(0,0257)   |                         |
| Cash-flow ×<br>Musulmans         |                         |                         | 0,0117<br>(0,0207)      |

. indique un niveau de significativité de 5%, \* indique un niveau de significativité de 1%, \*\* indique un niveau de significativité de 0,1% et \*\*\* indique un niveau de significativité de 0%.

Source : Auteur

Tableau B : Sur base de l'échantillon représentant les entreprises pour lesquelles au maximum trois dirigeants sont identifiés

|                                  | (1)                     | (2)                     | (3)                     | (4)                     | (5)                     | (6)                     |
|----------------------------------|-------------------------|-------------------------|-------------------------|-------------------------|-------------------------|-------------------------|
| Constante                        | -0,0206 .<br>(0,0117)   | -0,0162 .<br>(0,0095)   | -0,0145<br>(0,0128)     | -0,0157<br>(0,0135)     | -0,0151<br>(0,0122)     | -0,0150<br>(0,0122)     |
| Cash-flow                        | 0,1321 ***<br>(0,0273)  | 0,1122 ***<br>(0,0126)  | 0,1057 ***<br>(0,0303)  | 0,1101 **<br>(0,0347)   | 0,1045 ***<br>(0,0304)  | 0,1049 ***<br>(0,0307)  |
| Opportunités<br>d'investissement | -0,0024<br>0,0025       | -0,0025<br>(0,0025)     | -0,0024<br>(0,0025)     | -0,0025<br>(0,0025)     | -0,0025<br>(0,0025)     | -0,0025<br>(0,0025)     |
| Taille                           | 0,0015 **<br>0,0005     | 0,0013 *<br>(0,0005)    | 0,0012 .<br>(0,0006)    | 0,0013 .<br>(0,0007)    | 0,0013 *<br>(0,0006)    | 0,0013 *<br>(0,0006)    |
| Δ Dettes CT                      | -0,6197 ***<br>(0,0278) | -0,6227 ***<br>(0,0277) | -0,6233 ***<br>(0,0288) | -0,6234 ***<br>(0,0287) | -0,6235 ***<br>(0,0288) | -0,6234 ***<br>(0,0289) |
| Δ Working capital                | -0,7356 ***<br>(0,0219) | -0,7331 ***<br>(0,0224) | -0,7331 ***<br>(0,0224) | -0,7333 ***<br>(0,0224) | -0,7332 ***<br>(0,0224) | -0,7332 ***<br>(0,0224) |
| Dépenses d'investissement        | -0,2304 ***<br>(0,0620) | -0,2269 ***<br>(0,0631) | -0,2277 ***<br>(0,0636) | -0,2286 ***<br>(0,0635) | -0,2274 ***<br>(0,0636) | -0,2275 ***<br>(0,0636) |
| Multiscore                       | -0,00005<br>(0,00004)   | -0,00003<br>(0,00003)   | -0,00003<br>(0,00004)   | -0,00003<br>(0,00004)   | -0,00003<br>(0,00004)   | -0,00003<br>(0,00004)   |
| Résistance aux chocs             | 0,0012 *<br>(0,0005)    | 0,0013 *<br>(0,0006)    | 0,0013 *<br>(0,0006)    | 0,0012 *<br>(0,0006)    | 0,0013 *<br>(0,0006)    | 0,0013 *<br>(0,0006)    |
| Tous Européens                   | 0,0109 **<br>(0,0042)   |                         |                         |                         |                         |                         |
| Au moins un Européen             |                         | 0,0009<br>(0,0050)      |                         |                         |                         |                         |
| Tous Orientaux                   |                         |                         | -0,0013<br>(0,0046)     |                         |                         |                         |

. indique un niveau de significativité de 5%, \* indique un niveau de significativité de 1%, \*\* indique un niveau de significativité de 0,1% et \*\*\* indique un niveau de significativité de 0%.

Source : Auteur

Tableau B : Sur base de l'échantillon représentant les entreprises pour lesquelles au maximum trois dirigeants sont identifiés (suite)

|                                  | (1)                    | (2)                 | (3)                 | (4)                 | (5)                   | (6)                 |
|----------------------------------|------------------------|---------------------|---------------------|---------------------|-----------------------|---------------------|
| Au moins un Oriental             |                        |                     |                     | 0,0029<br>(0,0042)  |                       |                     |
| Tous musulmans                   |                        |                     |                     |                     | -0,0123 *<br>(0,0061) |                     |
| Au moins un musulman             |                        |                     |                     |                     |                       | -0,0043<br>(0,0057) |
| Cash-flow × Tous Européens       | -0,1096 **<br>(0,0372) |                     |                     |                     |                       |                     |
| Cash-flow × Au moins un Européen |                        | -0,0119<br>(0,0486) |                     |                     |                       |                     |
| Cash-flow × Tous Orientaux       |                        |                     | -0,0122<br>(0,0371) |                     |                       |                     |
| Cash-flow × Au moins un Oriental |                        |                     |                     | -0,0309<br>(0,0381) |                       |                     |
| Cash-flow × Tous musulmans       |                        |                     |                     |                     | 0,0740 *<br>(0,0377)  |                     |
| Cash-flow × Au moins un musulman |                        |                     |                     |                     |                       | 0,0274<br>(0,0399)  |

. indique un niveau de significativité de 5%, \* indique un niveau de significativité de 1%, \*\* indique un niveau de significativité de 0,1% et \*\*\* indique un niveau de significativité de 0%.

Source : Auteur

Tableau 4.12. Analyse de l'impact des années de crise sanitaire

Ce tableau montre les estimations du modèle de régression de référence tel que présenté dans le tableau 4.8 auquel sont retirées les années de crise sanitaire, soit les années 2020 et 2021.

Tableau A : Sur base de l'échantillon représentant les entreprises pour lesquelles un seul dirigeant est identifié

|  | (1)  | (2)                     | (3)                     | (4)                     |
|--|--|-------------------------|-------------------------|-------------------------|
| Constante                                | 0,0144 **<br>(0,0053)                          | 0,0131 *<br>(0,0056)    | 0,0012<br>(0,0096)      | 0,0096<br>(0,0068)      |
| Cash-flow                                | 0,1519 ***<br>(0,0097)                         | 0,1626 ***<br>(0,0095)  | 0,1304 ***<br>(0,0138)  | 0,1613 ***<br>(0,0178)  |
| Opportunités<br>d'investissement         | -0,0003<br>(0,0009)                            | -0,0003<br>(0,0009)     | -0,0005<br>(0,0016)     | 0,0008<br>(0,0010)      |
| Taille                                   | -0,0002<br>(0,0003)                            | -0,0002<br>(0,0003)     | 0,0005<br>(0,0005)      | -0,00001<br>(0,0003)    |
| Δ Dettes CT                              | -0,6254 ***<br>(0,0106)                        | -0,6254 ***<br>(0,0105) | -0,6318 ***<br>(0,0190) | -0,6299 ***<br>(0,0112) |
| Δ Working capital                        | -0,7606 ***<br>(0,0087)                        | -0,7605 ***<br>(0,0087) | -0,7420 ***<br>(0,0168) | -0,7579 ***<br>(0,0090) |
| Dépenses<br>d'investissement<br>Étranger | -0,3719 ***<br>(0,0179)<br>-0,0023<br>(0,0020) | -0,3720 ***<br>(0,0179) | -0,3043 ***<br>(0,0365) | -0,3687 ***<br>(0,0110) |
| Femme                                    |  | 0,00197<br>(0,0016)     |                         |                         |
| Jeune                                    |  |                         | -0,0175 .<br>(0,0099)   |                         |
| Wallon                                   |  |                         |                         | 0,0033<br>(0,0024)      |
| Cash-flow ×<br>Etranger                  | 0,0205<br>(0,0138)                             |                         |                         |                         |
| Cash-flow ×<br>Femme                     |  | -0,0225 .<br>(0,0125)   |                         |                         |
| Cash-flow × Jeune                        |  |                         | 0,1155<br>(0,0929)      |                         |
| Cash-flow ×<br>Wallon                    |  |                         |                         | -0,0187<br>(0,0187)     |

. indique un niveau de significativité de 5%, \* indique un niveau de significativité de 1%, \*\* indique un niveau de significativité de 0,1% et \*\*\* indique un niveau de significativité de 0%.

Source : Auteur

Tableau B : Sur base de l'échantillon représentant les entreprises pour lesquelles au maximum trois dirigeants sont identifiés

|                                  | (1)                     | (2)                     | (3)                     | (4)                     | (5)                     | (6)                     | (7)                     | (8)                     |
|----------------------------------|-------------------------|-------------------------|-------------------------|-------------------------|-------------------------|-------------------------|-------------------------|-------------------------|
| Constante                        | 0,0083<br>(0,0127)      | -0,0026<br>(0,0075)     | 0,0087<br>(0,0121)      | 0,0151<br>(0,0097)      | -0,0005<br>(0,0113)     | -0,0004<br>(0,0112)     | 0,0047<br>(0,0107)      | 0,0071<br>(0,0104)      |
| Cash-flow                        | 0,1060 **<br>(0,0378)   | 0,1526 ***<br>(0,0251)  | 0,0916 **<br>(0,0306)   | 0,0569 *<br>(0,0265)    | 0,0520 *<br>(0,0247)    | 0,0521*<br>(0,0248)     | 0,0723 *<br>(0,0363)    | 0,0590<br>(0,0410)      |
| Opportunités<br>d'investissement | -0,0036 *<br>(0,0017)   | -0,0031 *<br>(0,0015)   | -0,0037 *<br>(0,0018)   | -0,0030 .<br>(0,0015)   | -0,0048 *<br>(0,0024)   | -0,0048 *<br>(0,0024)   | -0,0036 *<br>(0,0016)   | -0,0038 *<br>(0,0017)   |
| Taille                           | -0,0001<br>(0,0006)     | 0,0003<br>(0,0004)      | -0,00006<br>(0,0006)    | -0,0002<br>(0,0005)     | 0,0004<br>(0,0006)      | 0,0004<br>(0,0006)      | 0,0003<br>(0,0005)      | 0,0003<br>(0,0005)      |
| Δ Dettes CT                      | -0,6162***<br>(0,0161)  | -0,6149 ***<br>(0,0143) | -0,6151 ***<br>(0,0167) | -0,6239 ***<br>(0,0167) | 0,6358 ***<br>(0,0191)  | -0,6358 ***<br>(0,0191) | -0,6099 ***<br>(0,0145) | -0,6109 ***<br>(0,0155) |
| Δ Working<br>capital             | -0,7350 ***<br>(0,0152) | -0,7377 ***<br>(0,0144) | -0,7329 ***<br>(0,0146) | -0,7404 ***<br>(0,0153) | 0,7154 ***<br>(0,0158)  | -0,7154 ***<br>(0,0158) | -0,7311 ***<br>(0,0150) | -0,7325 ***<br>(0,0153) |
| Dépenses<br>d'investissement     | -0,2216 ***<br>(0,0393) | -0,2263 ***<br>(0,0392) | -0,2168 ***<br>(0,0389) | -0,2339 ***<br>(0,0425) | -0,1439 ***<br>(0,0328) | -0,1440 ***<br>(0,0328) | -0,2113 ***<br>(0,0391) | -0,2131 ***<br>(0,0411) |
| Tous étrangers                   | 0,0075<br>(0,0047)      |                         |                         |                         |                         |                         |                         |                         |
| Au moins un<br>étranger          |                         | 0,0102 *<br>(0,0040)    |                         |                         |                         |                         |                         |                         |
| Toutes femmes                    |                         |                         | -0,0018<br>(0,0037)     |                         |                         |                         |                         |                         |
| Au moins une<br>femme            |                         |                         |                         | -0,0086 .<br>(0,0045)   |                         |                         |                         |                         |
| Tous jeunes                      |                         |                         |                         |                         | -0,0201 .<br>(0,0107)   |                         |                         |                         |
| Au moins un<br>jeune             |                         |                         |                         |                         |                         | 0,0016<br>(0,0173)      |                         |                         |

. indique un niveau de significativité de 5%, \* indique un niveau de significativité de 1%, \*\* indique un niveau de significativité de 0,1% et \*\*\* indique un niveau de significativité de 0%.

Source : Auteur

Tableau B : Sur base de l'échantillon représentant les entreprises pour lesquelles au maximum trois dirigeants sont identifiés (suite)

|  | (1)                 | (2)                    | (3)                | (4)                  | (5)                  | (6)                 | (7)                  | (8)                 |
|--|---------------------|------------------------|--------------------|----------------------|----------------------|---------------------|----------------------|---------------------|
| Tous wallons                           |                     |                        |                    |                      |                      |                     | -0,0074<br>(0,0045)  |                     |
| Au moins un<br>Wallon                  |                     |                        |                    |                      |                      |                     |                      | -0,0079<br>(0,0057) |
| Cash-flow ×<br>Tous étrangers          | -0,0644<br>(0,0396) |                        |                    |                      |                      |                     |                      |                     |
| Cash-flow × Au<br>moins un<br>étranger |                     | -0,0900 **<br>(0,0338) |                    |                      |                      |                     |                      |                     |
| Cash-flow ×<br>Toutes femmes           |                     |                        | 0,0238<br>(0,0321) |                      |                      |                     |                      |                     |
| Cash-flow × Au<br>moins une<br>femme   |                     |                        |                    | 0,0929 *<br>(0,0390) |                      |                     |                      |                     |
| Cash-flow ×<br>Tous jeunes             |                     |                        |                    |                      | 0,1745 *<br>(0,0764) |                     |                      |                     |
| Cash-flow × Au<br>moins un jeune       |                     |                        |                    |                      |                      | -0,0174<br>(0,1223) |                      |                     |
| Cash-flow ×<br>Tous Wallons            |                     |                        |                    |                      |                      |                     | 0,0756 .<br>(0,0389) |                     |
| Cash-flow × Au<br>moins un<br>Wallon   |                     |                        |                    |                      |                      |                     |                      | 0,0761<br>(0,0483)  |

. indique un niveau de significativité de 5%, \* indique un niveau de significativité de 1%, \*\* indique un niveau de significativité de 0,1% et \*\*\* indique un niveau de significativité de 0%.

Source : Auteur

Tableau 4.13. Analyse de l'impact des années de crise sanitaire suivant les différentes origines  
 Ce tableau représente les estimations du modèle de régression de référence tel que présenté dans le tableau 4.8 auquel sont retirées les années de crise sanitaire, soit les années 2020 et 2021, pour les différentes catégories d'origine des managers.

|                                  | (1)                     | (2)                     | (3)                     |
|----------------------------------|-------------------------|-------------------------|-------------------------|
| Constante                        | 0,0146 **<br>(0,0053)   | 0,0145 **<br>(0,0053)   | 0,0136 **<br>(0,0053)   |
| Cash-flow                        | 0,1529 ***<br>(0,0091)  | 0,1566 ***<br>(0,0079)  | 0,1568 ***<br>(0,0080)  |
| Opportunités<br>d'investissement | -0,0002<br>(0,0009)     | -0,0002<br>(0,0009)     | -0,0002<br>(0,0009)     |
| Taille                           | -0,0002<br>(0,0003)     | -0,0002<br>(0,0003)     | -0,0002<br>(0,0003)     |
| Δ Dettes CT                      | -0,6256 ***<br>(0,0106) | -0,6255 ***<br>(0,0105) | -0,6256 ***<br>(0,0105) |
| Δ Working capital                | -0,760 ***<br>(0,0087)  | -0,7604 ***<br>(0,0087) | -0,7605 ***<br>(0,0087) |
| Dépenses<br>d'investissement     | -0,3720 ***<br>(0,0179) | -0,3718 ***<br>(0,0180) | -0,3719 ***<br>(0,0180) |
| Européens                        | -0,0024<br>(0,0022)     |                         |                         |
| Orientaux                        |                         | -0,0046<br>(0,0034)     |                         |
| Musulmans                        |                         |                         | 0,0017<br>(0,0032)      |
| Cash-flow × Européens            | 0,0223<br>(0,0162)      |                         |                         |
| Cash-flow × Orientaux            |                         | 0,0114<br>(0,0226)      |                         |
| Cash-flow ×<br>musulmans         |                         |                         | 0,0020<br>(0,0182)      |

. indique un niveau de significativité de 5%, \* indique un niveau de significativité de 1%, \*\* indique un niveau de significativité de 0,1% et \*\*\* indique un niveau de significativité de 0%.

Source : Auteur

Tableau B : Sur base de l'échantillon représentant les entreprises pour lesquelles au maximum trois dirigeants sont identifiés

|                                  | (1)                     | (2)                     | (3)                     | (4)                     | (5)                     | (6)                     |
|----------------------------------|-------------------------|-------------------------|-------------------------|-------------------------|-------------------------|-------------------------|
| Constante                        | 0,0096<br>(0,0121)      | -0,0048<br>(0,0074)     | 0,0092<br>(0,0123)      | 0,0064<br>(0,0134)      | 0,0085<br>(0,0120)      | 0,0081<br>(0,0119)      |
| Cash-flow                        | 0,0956 **<br>(0,0322)   | 0,1497 ***<br>(0,0233)  | 0,0921 **<br>(0,0299)   | 0,1031 **<br>(0,0358)   | 0,0917 **<br>(0,0299)   | 0,0916 **<br>(0,0300)   |
| Opportunités<br>d'investissement | -0,0036 *<br>(0,0018)   | -0,0032 *<br>(0,0015)   | -0,0037 *<br>(0,0018)   | -0,0036 *<br>(0,0017)   | -0,0037 *<br>(0,0018)   | -0,0037 *<br>(0,0018)   |
| Taille                           | -0,0001<br>(0,0006)     | 0,0004<br>(0,0004)      | -0,00008<br>(0,0006)    | 0,00003<br>(0,0007)     | -0,00004<br>(0,0006)    | -0,00002<br>(0,0006)    |
| Δ Dettes CT                      | -0,6164 ***<br>(0,0166) | -0,6128 ***<br>(0,0142) | -0,6153 ***<br>(0,0168) | -0,6158 ***<br>(0,0163) | -0,6153 ***<br>(0,0168) | -0,6154 ***<br>(0,0169) |
| Δ Working capital                | -0,7333 ***<br>(0,0147) | -0,7379 ***<br>(0,0142) | -0,7330 ***<br>(0,0146) | -0,7348 ***<br>(0,0151) | -0,7332 ***<br>(0,0146) | -0,7333 ***<br>(0,0145) |
| Dépenses d'investissement        | -0,2182 ***<br>(0,0389) | -0,2247 ***<br>(0,0387) | -0,2170 ***<br>(0,0388) | -0,2209 ***<br>(0,0393) | -0,2168 ***<br>(0,0388) | -0,2168 ***<br>(0,0388) |
| Tous Européens                   | 0,0057<br>(0,0056)      |                         |                         |                         |                         |                         |
| Au moins un Européen             |                         | 0,0106 **<br>(0,0039)   |                         |                         |                         |                         |
| Tous Orientaux                   |                         |                         | -0,0127 **<br>(0,0048)  |                         |                         |                         |
| Au moins un Oriental             |                         |                         |                         | 0,0050<br>(0,0044)      |                         |                         |
| Tous musulmans                   |                         |                         |                         |                         | -0,0157 **<br>(0,0049)  |                         |
| Au moins un musulman             |                         |                         |                         |                         |                         | -0,0083 .<br>(0,0046)   |

. indique un niveau de significativité de 5%, \* indique un niveau de significativité de 1%, \*\* indique un niveau de significativité de 0,1% et \*\*\* indique un niveau de significativité de 0%.

Source : Auteur

Tableau B : Sur base de l'échantillon représentant les entreprises pour lesquelles au maximum trois dirigeants sont identifiés (suite)

|                                  | (1)                 | (2)                    | (3)                  | (4)                   | (5)                   | (6)                  |
|----------------------------------|---------------------|------------------------|----------------------|-----------------------|-----------------------|----------------------|
| Cash-flow × Tous Européens       | -0,0440<br>(0,0474) |                        |                      |                       |                       |                      |
| Cash-flow × Au moins un Européen |                     | -0,0914 **<br>(0,0331) |                      |                       |                       |                      |
| Cash-flow × Tous Orientaux       |                     |                        | 0,0729 .<br>(0,0374) |                       |                       |                      |
| Cash-flow × Au moins un Oriental |                     |                        |                      | -0,0658 .<br>(0,0376) |                       |                      |
| Cash-flow × Tous musulmans       |                     |                        |                      |                       | 0,0977 **<br>(0,0326) |                      |
| Cash-flow × Au moins un musulman |                     |                        |                      |                       |                       | 0,0619 .<br>(0,0322) |

. indique un niveau de significativité de 5%, \* indique un niveau de significativité de 1%, \*\* indique un niveau de significativité de 0,1% et \*\*\* indique un niveau de significativité de 0%.

Source : Auteur

Tableau 4.14. Analyse de l'impact des années de crise sanitaire et des scores financiers

Ce tableau contient les estimations du modèle de régression de référence tel que présenté dans le tableau 4.8 auquel sont retirées les années de crise sanitaire, soit les années 2020 et 2021, et sont ajoutés le multiscoring et le score de résistance aux chocs.

Tableau A : Sur base de l'échantillon représentant les entreprises pour lesquelles un seul dirigeant est identifié

|                                  | (1)                     | (2)                     | (3)                     | (4)                     |
|----------------------------------|-------------------------|-------------------------|-------------------------|-------------------------|
| Constante                        | 0,0047<br>(0,0077)      | 0,0032<br>(0,0080)      | -0,0033<br>(0,0122)     | 0,0027<br>(0,0103)      |
| Cash-flow                        | 0,1402 ***<br>(0,0165)  | 0,1472 ***<br>(0,0156)  | 0,1285 ***<br>(0,0180)  | 0,1525 ***<br>(0,0300)  |
| Opportunités<br>d'investissement | 0,0007<br>(0,0013)      | 0,0007<br>(0,0013)      | 0,0017<br>(0,0022)      | 0,0018<br>(0,0017)      |
| Taille                           | 0,0004<br>(0,0004)      | 0,0004<br>(0,0005)      | 0,0008<br>(0,0007)      | 0,0005<br>(0,0005)      |
| Δ Dettes CT                      | -0,6117 ***<br>(0,0167) | -0,6119 ***<br>(0,0165) | -0,6180 ***<br>(0,0259) | -0,6238 ***<br>(0,0176) |
| Δ Working capital                | -0,7405 ***<br>(0,0144) | -0,7405 ***<br>(0,0144) | -0,7313 ***<br>(0,0231) | -0,7402 ***<br>(0,0151) |
| Dépenses<br>d'investissement     | -0,3342 ***<br>(0,0306) | -0,3344 ***<br>(0,0306) | -0,2703 ***<br>(0,0462) | -0,3453 ***<br>(0,0174) |
| Multiscoring                     | -0,00001<br>(0,00003)   | -0,00002<br>(0,00003)   | -0,0001 *<br>(0,00005)  | -0,00001<br>(0,00003)   |
| Résistance aux<br>chocs          | -0,0003<br>(0,0003)     | -0,0003<br>(0,0003)     | 0,0001<br>(0,0005)      | -0,0005<br>(0,0004)     |
| Étranger                         | -0,0016<br>(0,0030)     |                         |                         |                         |
| Femme                            |                         | 0,0021<br>(0,0023)      |                         |                         |
| Jeune                            |                         |                         | -0,0121<br>(0,0131)     |                         |
| Wallon                           |                         |                         |                         | 0,0034<br>(0,0036)      |
| Cash-flow ×<br>Etranger          | 0,0103<br>(0,0227)      |                         |                         |                         |
| Cash-flow ×<br>Femme             |                         | -0,0178<br>(0,0174)     |                         |                         |
| Cash-flow × Jeune                |                         |                         | 0,0350<br>(0,0680)      |                         |
| Cash-flow ×<br>Wallon            |                         |                         |                         | -0,0212<br>(0,0301)     |

. indique un niveau de significativité de 5%, \* indique un niveau de significativité de 1%, \*\* indique un niveau de significativité de 0,1% et \*\*\* indique un niveau de significativité de 0%

Source : Auteur

Tableau B : Sur base de l'échantillon représentant les entreprises pour lesquelles au maximum trois dirigeants sont identifiés

|                                  | (1)                     | (2)                     | (3)                     | (4)                     | (5)                     | (6)                     | (7)                     | (8)                     |
|----------------------------------|-------------------------|-------------------------|-------------------------|-------------------------|-------------------------|-------------------------|-------------------------|-------------------------|
| Constante                        | -0,0179<br>(0,0115)     | -0,0168 .<br>(0,0095)   | -0,0155<br>(0,0128)     | -0,0156<br>(0,0132)     | -0,0296 .<br>(0,0151)   | -0,0293 .<br>(0,0151)   | -0,0238 .<br>(0,0122)   | -0,0257 *<br>(0,0128)   |
| Cash-flow                        | 0,1317 ***<br>(0,0288)  | 0,1183 ***<br>(0,0104)  | 0,1045 ***<br>(0,0313)  | 0,1062 **<br>(0,0397)   | 0,0832 *<br>(0,0330)    | 0,0837 *<br>(0,0332)    | 0,1594 ***<br>(0,0424)  | 0,1843 **<br>(0,0593)   |
| Opportunités<br>d'investissement | -0,0025<br>(0,0025)     | -0,0025<br>(0,0025)     | -0,0025<br>(0,0025)     | -0,0025<br>(0,0025)     | -0,0056<br>(0,0035)     | -0,0056 .<br>(0,0035)   | -0,0036<br>(0,0027)     | -0,0036<br>(0,0027)     |
| Taille                           | 0,0013 *<br>(0,0005)    | 0,0013 *<br>(0,0005)    | 0,0013 *<br>(0,0006)    | 0,0013 *<br>(0,0006)    | 0,0020 *<br>(0,0008)    | 0,0020 *<br>(0,0008)    | 0,0015 *<br>(0,0006)    | 0,0014 *<br>(0,0006)    |
| Δ Dettes CT                      | -0,6206 ***<br>(0,0279) | -0,6224 ***<br>(0,0278) | -0,6232 ***<br>(0,0287) | -0,6233 ***<br>(0,0284) | -0,6275 ***<br>(0,0292) | -0,6272 ***<br>(0,0292) | -0,6127 ***<br>(0,0266) | -0,6160 ***<br>(0,0252) |
| Δ Working<br>capital             | -0,7352 ***<br>(0,0220) | -0,7331 ***<br>(0,0224) | -0,7331 ***<br>(0,0224) | -0,7331 ***<br>(0,0224) | -0,7167 ***<br>(0,0244) | -0,7169 ***<br>(0,0245) | -0,7281 ***<br>(0,0224) | -0,7299 ***<br>(0,0226) |
| Dépenses<br>d'investissement     | -0,2309 ***<br>(0,0622) | -0,2269 ***<br>(0,0634) | -0,2275 ***<br>(0,0636) | -0,2277 ***<br>(0,0633) | -0,1784 **<br>(0,0602)  | -0,1788 **<br>(0,0605)  | -0,2191 ***<br>(0,0612) | -0,2331 ***<br>(0,0610) |
| Multiscore                       | -0,00004<br>(0,00004)   | -0,00004<br>(0,00003)   | -0,00003<br>(0,00004)   | -0,00003<br>(0,00004)   | -0,00008 .<br>(0,00004) | -0,00008 .<br>(0,00004) | -0,00006<br>(0,00004)   | -0,00005<br>(0,00003)   |
| Résistance aux<br>chocs          | 0,0012 *<br>(0,0005)    | 0,0013 *<br>(0,0006)    | 0,0012 *<br>(0,0006)    | 0,0013 *<br>(0,0006)    | 0,0021 **<br>(0,0006)   | 0,0021 ***<br>(0,0006)  | 0,0013 *<br>(0,0006)    | 0,0012 *<br>(0,0005)    |
| Tous étrangers                   | 0,0092 .<br>(0,0047)    |                         |                         |                         |                         |                         |                         |                         |
| Au moins un<br>étranger          |                         | -0,0015<br>(0,0043)     |                         |                         |                         |                         |                         |                         |
| Toutes femmes                    |                         |                         | -0,0008<br>(0,0037)     |                         |                         |                         |                         |                         |
| Au moins une<br>femme            |                         |                         |                         | 0,0015<br>(0,0041)      |                         |                         |                         |                         |

. indique un niveau de significativité de 5%, \* indique un niveau de significativité de 1%, \*\* indique un niveau de significativité de 0,1% et \*\*\* indique un niveau de significativité de 0%.

Source : Auteur

Tableau B : Sur base de l'échantillon représentant les entreprises pour lesquelles au maximum trois dirigeants sont identifiés (suite)

|  | (1)                   | (2)                 | (3)                | (4)                 | (5)                 | (6)                  | (7)                   | (8)                  |
|--|-----------------------|---------------------|--------------------|---------------------|---------------------|----------------------|-----------------------|----------------------|
| Tous jeunes                            |                       |                     |                    |                     | -0,0019<br>(0,0119) |                      |                       |                      |
| Au moins un<br>jeune                   |                       |                     |                    |                     |                     | 0,0196<br>(0,0245)   |                       |                      |
| Tous Wallons                           |                       |                     |                    |                     |                     |                      | 0,0088 *<br>(0,0043)  |                      |
| Au moins un<br>Wallon                  |                       |                     |                    |                     |                     |                      |                       | 0,0107 .<br>(0,0060) |
| Cash-flow ×<br>Tous étrangers          | -0,0909 *<br>(0,0423) |                     |                    |                     |                     |                      |                       |                      |
| Cash-flow × Au<br>moins un<br>étranger |                       | -0,0089<br>(0,0398) |                    |                     |                     |                      |                       |                      |
| Cash-flow ×<br>Toutes femmes           |                       |                     | 0,0218<br>(0,0316) |                     |                     |                      |                       |                      |
| Cash-flow × Au<br>moins une<br>femme   |                       |                     |                    | -0,0018<br>(0,0395) |                     |                      |                       |                      |
| Cash-flow ×<br>Tous jeunes             |                       |                     |                    |                     | 0,0826<br>(0,1075)  |                      |                       |                      |
| Cash-flow × Au<br>moins un jeune       |                       |                     |                    |                     |                     | -0,01242<br>(0,1740) |                       |                      |
| Cash-flow ×<br>Tous Wallons            |                       |                     |                    |                     |                     |                      | -0,0702 .<br>(0,0405) |                      |
| Cash-flow × Au<br>moins un<br>Wallon   |                       |                     |                    |                     |                     |                      |                       | -0,0901<br>(0,0563)  |

. indique un niveau de significativité de 5%, \* indique un niveau de significativité de 1%, \*\* indique un niveau de significativité de 0,1% et \*\*\* indique un niveau de significativité de 0%.

Source : Auteur

Tableau 4.15. Analyse de l'impact des années de crise sanitaire et des scores financiers suivant les différentes origines

Ce tableau met en évidence les estimations du modèle de régression de référence tel que présenté dans le tableau 4.8 auquel sont retirées les années de crise sanitaire, soit les années 2020 et 2021, et sont ajoutés le multiscore et le score de résistance aux chocs suivant les différentes catégories d'origines des managers.

|                                  | (1)                     | (2)                     | (3)                     |
|----------------------------------|-------------------------|-------------------------|-------------------------|
| Constante                        | 0,0046<br>(0,0077)      | 0,0041<br>(0,0076)      | 0,0033<br>(0,0075)      |
| Cash-flow                        | 0,1414 ***<br>(0,0159)  | 0,1415 ***<br>(0,0130)  | 0,1430 ***<br>(0,0131)  |
| Opportunités<br>d'investissement | 0,0007<br>(0,0013)      | 0,0007<br>(0,0013)      | 0,0007<br>(0,0013)      |
| Taille                           | 0,0004<br>(0,0005)      | 0,0004<br>(0,0004)      | 0,0005<br>(0,0004)      |
| Δ Dettes CT                      | -0,6118 ***<br>(0,0166) | -0,6117 ***<br>(0,0166) | -0,6119 ***<br>(0,0165) |
| Δ Working capital                | -0,7405 ***<br>(0,0143) | -0,7404 ***<br>(0,0144) | -0,7405 ***<br>(0,0144) |
| Dépenses<br>d'investissement     | -0,3342 ***<br>(0,0306) | -0,334 ***<br>(0,0307)  | -0,3342 ***<br>(0,0307) |
| Multiscore                       | -0,00001<br>(0,00003)   | -0,00001<br>(0,00003)   | -0,00001<br>(0,00003)   |
| Résistance aux chocs             | -0,0003<br>(0,0003)     | -0,0003<br>(0,0003)     | -0,0003<br>(0,0003)     |
| Européens                        | -0,0016<br>(0,0033)     |                         |                         |
| Orientaux                        |                         | -0,0097 *<br>(0,0041)   |                         |
| Musulmans                        |                         |                         | 0,0050<br>(0,0044)      |
| Cash-flow × Européens            | 0,0063<br>(0,0257)      |                         |                         |
| Cash-flow × Orientaux            |                         | 0,0703 *<br>(0,0295)    |                         |
| Cash-flow ×<br>Musulmans         |                         |                         | -0,0151<br>(0,0255)     |

. indique un niveau de significativité de 5%, \* indique un niveau de significativité de 1%, \*\* indique un niveau de significativité de 0,1% et \*\*\* indique un niveau de significativité de 0%.

Source : Auteur

Tableau B : Sur base de l'échantillon représentant les entreprises pour lesquelles au maximum trois dirigeants sont identifiés

|                                  | (1)                     | (2)                     | (3)                     | (4)                     | (5)                     | (6)                     |
|----------------------------------|-------------------------|-------------------------|-------------------------|-------------------------|-------------------------|-------------------------|
| Constante                        | -0,0206 .<br>(0,0117)   | -0,0161 .<br>(0,0095)   | -0,0145<br>(0,0128)     | -0,0157<br>(0,0135)     | -0,0151<br>(0,0123)     | -0,0150<br>(0,0122)     |
| Cash-flow                        | 0,1321 ***<br>(0,0273)  | 0,1122 ***<br>(0,0126)  | 0,1057 ***<br>(0,0303)  | 0,1101 **<br>(0,0347)   | 0,1045 ***<br>(0,0304)  | 0,1049 ***<br>(0,0307)  |
| Opportunités<br>d'investissement | -0,0024<br>(0,0025)     | -0,0025<br>(0,0025)     | -0,0024<br>(0,0025)     | -0,0025<br>(0,0025)     | -0,0024<br>(0,0025)     | -0,0025<br>(0,0025)     |
| Taille                           | 0,0015 **<br>(0,0005)   | 0,0013 *<br>(0,0005)    | 0,0012 .<br>(0,0006)    | 0,0013 .<br>(0,0007)    | 0,0013 *<br>(0,0006)    | 0,0013 *<br>(0,0006)    |
| Δ Dettes CT                      | -0,6197 ***<br>(0,0278) | -0,6227 ***<br>(0,0277) | -0,6233 ***<br>(0,0288) | -0,6234 ***<br>(0,0287) | -0,6235 ***<br>(0,0288) | -0,6234 ***<br>(0,0289) |
| Δ Working capital                | -0,7356 ***<br>(0,0219) | -0,7331 ***<br>(0,0224) | -0,7331 ***<br>(0,0224) | -0,7333 ***<br>(0,0224) | -0,7332 ***<br>(0,0224) | -0,7332 ***<br>(0,0224) |
| Dépenses d'investissement        | -0,2304 ***<br>(0,0620) | -0,2269 ***<br>(0,0631) | -0,2277 ***<br>(0,0636) | -0,2286 ***<br>(0,0635) | -0,2274 ***<br>(0,0636) | -0,2275 ***<br>(0,0636) |
| Multiscore                       | 0,00004<br>(0,00004)    | -0,00003<br>(0,00003)   | -0,00003<br>(0,00004)   | -0,00003<br>(0,00004)   | -0,00003<br>(0,00004)   | -0,00003<br>(0,00004)   |
| Résistance aux chocs             | 0,0012 *<br>(0,0005)    | 0,0013 *<br>(0,0006)    | 0,0013 *<br>(0,0006)    | 0,0012 *<br>(0,0006)    | 0,0013 *<br>(0,0006)    | 0,0013 *<br>(0,0006)    |
| Tous Européens                   | 0,0109 **<br>(0,0042)   |                         |                         |                         |                         |                         |
| Au moins un Européen             |                         | 0,0009<br>(0,0050)      |                         |                         |                         |                         |
| Tous Orientaux                   |                         |                         | -0,0013<br>(0,0046)     |                         |                         |                         |
| Au moins un Oriental             |                         |                         |                         | 0,0029<br>(0,0042)      |                         |                         |

. indique un niveau de significativité de 5%, \* indique un niveau de significativité de 1%, \*\* indique un niveau de significativité de 0,1% et \*\*\* indique un niveau de significativité de 0%.

Source : Auteur

Tableau B : Sur base de l'échantillon représentant les entreprises pour lesquelles au maximum trois dirigeants sont identifiés (suite)

|                                  | (1)        | (2)      | (3)      | (4)      | (5)       | (6)      |
|----------------------------------|------------|----------|----------|----------|-----------|----------|
| Tous musulmans                   |            |          |          |          | -0,0123 * |          |
|                                  |            |          |          |          | (0,0061)  |          |
| Au moins un musulman             |            |          |          |          |           | -0,0043  |
|                                  |            |          |          |          |           | 0,0057)  |
| Cash-flow × Tous Européens       | -0,1096 ** |          |          |          |           |          |
|                                  | (0,0372)   |          |          |          |           |          |
| Cash-flow × Au moins un Européen |            | -0,0119  |          |          |           |          |
|                                  |            | (0,0486) |          |          |           |          |
| Cash-flow × Tous Orientaux       |            |          | -0,0122  |          |           |          |
|                                  |            |          | (0,0371) |          |           |          |
| Cash-flow × Au moins un Oriental |            |          |          | -0,0309  |           |          |
|                                  |            |          |          | (0,0381) |           |          |
| Cash-flow × Tous musulmans       |            |          |          |          | 0,0740 *  |          |
|                                  |            |          |          |          | (0,0377)  |          |
| Cash-flow × Au moins un musulman |            |          |          |          |           | 0,0275   |
|                                  |            |          |          |          |           | (0,0399) |

. indique un niveau de significativité de 5%, \* indique un niveau de significativité de 1%, \*\* indique un niveau de significativité de 0,1% et \*\*\* indique un niveau de significativité de 0%.

Source : Auteur

Tableau 4.16. Impact de la localisation avant et pendant la période de crise

Ce tableau démontre les estimations du modèle de régression de référence tel que présenté dans le tableau 4.8. Un nouvel échantillon est néanmoins utilisé. Celui-ci comprend les entreprises dirigées par un manager d'origine francophone et localisées en Flandre ainsi que les entreprises dirigées par un manager d'origine flamande et localisées en Wallonie. L'analyse porte d'une part sur l'ensemble des années et d'autre part sur les années précédant la crise sanitaire.

|                                  | (1)                     | (2)                     | (3)                     | (4)                     |
|----------------------------------|-------------------------|-------------------------|-------------------------|-------------------------|
|                                  | Années 2012 à 2021      |                         | Années 2012 à 2019      |                         |
| Constante                        | 0,0264 **<br>(0,0087)   | 0,0288 **<br>(0,0090)   | 0,0246 **<br>(0,0095)   | 0,0230 *<br>(0,0101)    |
| Cash-flow                        | 0,1450 ***<br>(0,0127)  | 0,1133 ***<br>(0,0281)  | 0,1361 ***<br>(0,0138)  | 0,1214 ***<br>(0,0321)  |
| Opportunités<br>d'investissement | -0,0023<br>(0,0019)     | -0,0023<br>(0,0019)     | -0,0014<br>(0,0019)     | -0,0015<br>(0,0019)     |
| Taille                           | -0,0007<br>(0,0005)     | -0,0007<br>(0,0005)     | -0,0007<br>(0,0006)     | -0,0007<br>(0,0006)     |
| Δ Dettes CT                      | -0,6588 ***<br>(0,0143) | -0,6586 ***<br>(0,0143) | -0,6458 ***<br>(0,0161) | -0,6458 ***<br>(0,0160) |
| Δ Working capital                | -0,7990 ***<br>(0,0120) | -0,7994 ***<br>(0,0120) | -0,7746 ***<br>(0,0139) | -0,7747 ***<br>(0,0138) |
| Dépenses<br>d'investissement     | -0,4302 ***<br>(0,0145) | -0,4304 ***<br>(0,0145) | -0,4050 ***<br>(0,0147) | -0,4054 ***<br>(0,0147) |
| Femme                            | 0,1450<br>(0,0127)      |                         | 0,0010<br>(0,0023)      |                         |
| Wallon                           |                         | 0,1133<br>(0,0281)      |                         | 0,0026<br>(0,0040)      |
| Cash-flow ×<br>Femme             | 0,0045<br>(0,0180)      |                         | -0,0049<br>(0,0190)     |                         |
| Cash-flow ×<br>Wallon            |                         | 0,0375<br>(0,0292)      |                         | 0,0142<br>(0,0330)      |

. indique un niveau de significativité de 5%, \* indique un niveau de significativité de 1%, \*\* indique un niveau de significativité de 0,1% et \*\*\* indique un niveau de significativité de 0%.

Source : Auteur

Tableau 4.17. Impact de la localisation et du score de crédit avant et pendant la période de crise

Ce tableau rapporte les estimations du modèle de régression de référence tel que présenté dans le tableau 4.8 auquel sont ajoutés le multiscore et le score de résistance aux chocs pour le nouvel échantillon décrit au tableau 4.16.

|                                  | (1)                | (2)         | (3)                | (4)         |
|----------------------------------|--------------------|-------------|--------------------|-------------|
|                                  | Années 2012 à 2021 |             | Années 2012 à 2019 |             |
| Constante                        | 0,0294 *           | 0,0247 .    | 0,0362 *           | 0,0255      |
|                                  | (0,0141)           | (0,0137)    | (0,0158)           | (0,0155)    |
| Cash-flow                        | 0,1473 ***         | 0,1638 ***  | 0,1340 ***         | 0,1633 ***  |
|                                  | (0,0186)           | (0,0315)    | (0,0211)           | (0,0308)    |
| Opportunités<br>d'investissement | -0,0100 **         | -0,0101 **  | -0,0092 *          | -0,0091 *   |
|                                  | (0,0037)           | (0,0038)    | (0,0043)           | (0,0043)    |
| Taille                           | -0,0007            | -0,0006     | -0,6490            | -0,0010     |
|                                  | (0,0009)           | (0,0009)    | (0,0219)           | (0,0010)    |
| Δ Dettes CT                      | -0,6602 ***        | -0,6587 *** | -0,6490 ***        | -0,6476 *** |
|                                  | (0,0189)           | (0,0191)    | (0,0219)           | (0,0219)    |
| Δ Working capital                | -0,8007 ***        | -0,7999 *** | -0,7694 ***        | -0,7685 *** |
|                                  | (0,0167)           | (0,0168)    | (0,0210)           | (0,0211)    |
| Dépenses<br>d'investissement     | -0,4456 ***        | -0,4538 *** | -0,4328 ***        | -0,4307 *** |
|                                  | (0,0163)           | (0,0170)    | (0,0178)           | (0,0187)    |
| Multiscore                       | 0,00004            | 0,00003     | 0,00005            | 0,00003     |
|                                  | (0,00006)          | (0,00006)   | (0,00006)          | (0,00006)   |
| Résistance aux<br>chocs          | -0,0014 *          | -0,0014 *   | -0,0018 *          | -0,0019 *   |
|                                  | (0,0007)           | (0,0007)    | (0,0008)           | (0,0008)    |
| Femme                            | -0,0022            |             | -0,0014            |             |
|                                  | (0,0029)           |             | (0,0032)           |             |
| Wallon                           |                    | 0,0026      |                    | 0,0094 *    |
|                                  |                    | (0,0040)    |                    | (0,0042)    |
| Cash-flow ×<br>Femme             | 0,0276             |             | 0,0277             |             |
|                                  | (0,0223)           |             | (0,0257)           |             |
| Cash-flow ×<br>Wallon            |                    | -0,0062     |                    | -0,0203     |
|                                  |                    | (0,0329)    |                    | (0,0329)    |

. indique un niveau de significativité de 5%, \* indique un niveau de significativité de 1%, \*\* indique un niveau de significativité de 0,1% et \*\*\* indique un niveau de significativité de 0%.

Source : Auteur

Tableau 4.18. Impact de la localisation

Ce tableau reprend les estimations du modèle de régression de référence tel que présenté dans le tableau 4.8. Un nouvel échantillon est néanmoins utilisé. Celui-ci comprend les entreprises dirigées par au moins un manager d'origine francophone et localisées en Flandre ainsi que les entreprises dirigées par au moins un manager d'origine flamande et localisées en Wallonie.

|                                  | (1)                     | (2)                     | (3)                     | (4)                     | (5)                     | (6)                     |
|----------------------------------|-------------------------|-------------------------|-------------------------|-------------------------|-------------------------|-------------------------|
| Constante                        | -0,0117<br>(0,0107)     | 0,0058<br>(0,0076)      | -0,0218 .<br>(0,0112)   | -0,0216 .<br>(0,0112)   | -0,0053<br>(0,0077)     | -0,0037<br>(0,0101)     |
| Cash-flow                        | 0,1974 ***<br>(0,0164)  | 0,1233 ***<br>(0,0090)  | 0,1593 ***<br>(0,0147)  | 0,1610 ***<br>(0,0146)  | 0,1529 ***<br>(0,0185)  | 0,1202 ***<br>(0,0226)  |
| Opportunités<br>d'investissement | -0,0084 ***<br>(0,0023) | -0,0074 ***<br>(0,0021) | -0,0122 ***<br>(0,0032) | -0,0123 ***<br>(0,0032) | -0,0075 ***<br>(0,0020) | -0,0083 ***<br>(0,0023) |
| Taille                           | 0,0009 .<br>(0,0005)    | 0,0003<br>(0,0004)      | 0,0015 *<br>(0,0007)    | 0,0015 *<br>(0,0007)    | 0,0009 .<br>(0,0004)    | 0,0009 .<br>(0,0005)    |
| Δ Dettes CT                      | -0,6010 ***<br>(0,0195) | -0,6212 ***<br>(0,0176) | -0,6248 ***<br>(0,0250) | -0,6242 ***<br>(0,0249) | -0,6038 ***<br>(0,0164) | -0,6009 ***<br>(0,0197) |
| Δ Working capital                | -0,7558 ***<br>0,0138   | -0,7644 ***<br>(0,0134) | -0,7462 ***<br>(0,0194) | -0,7475 ***<br>(0,0194) | -0,7583 ***<br>(0,0128) | -0,7561 ***<br>(0,0138) |
| Dépenses<br>d'investissement     | -0,3038 ***<br>(0,0313) | -0,3274 ***<br>(0,0291) | -0,2375 ***<br>(0,0299) | -0,2393 ***<br>(0,030)  | -0,3106 ***<br>(0,0244) | -0,3031 ***<br>(0,0317) |
| Toutes femmes                    | 0,0062 *<br>(0,0025)    |                         |                         |                         |                         |                         |
| Au moins une femme               |                         | -0,0097 ***<br>(0,0026) |                         |                         |                         |                         |
| Tous jeunes                      |                         |                         | -0,0291<br>(0,0184)     |                         |                         |                         |
| Au moins un jeune                |                         |                         |                         | 0,0240<br>(0,0282)      |                         |                         |

. indique un niveau de significativité de 5%, \* indique un niveau de significativité de 1%, \*\* indique un niveau de significativité de 0,1% et \*\*\* indique un niveau de significativité de 0%.

Source : Auteur

Tableau 4.18. Impact de la localisation (suite)

|                                | (1)        | (2)        | (3)      | (4)      | (5)      | (6)       |
|--------------------------------|------------|------------|----------|----------|----------|-----------|
| Tous wallons                   |            |            |          |          | 0,1529 * |           |
|                                |            |            |          |          | (0,0185) |           |
| Au moins un Wallon             |            |            |          |          |          | -0,0080 * |
|                                |            |            |          |          |          | (0,0033)  |
| Cash-flow × Toutes femmes      | -0,0587 ** |            |          |          |          |           |
|                                | (0,0209)   |            |          |          |          |           |
| Cash-flow × Au moins une femme |            | 0,1046 *** |          |          |          |           |
|                                |            | (0,0210)   |          |          |          |           |
| Cash-flow × Tous jeunes        |            |            | 0,1605   |          |          |           |
|                                |            |            | (0,1172) |          |          |           |
| Cash-flow × Au moins un jeune  |            |            |          | -0,3176  |          |           |
|                                |            |            |          | (0,2408) |          |           |
| Cash-flow × Tous Wallons       |            |            |          |          | 0,0670 * |           |
|                                |            |            |          |          | (0,0283) |           |
| Cash-flow × Au moins un Wallon |            |            |          |          |          | 0,0761 ** |
|                                |            |            |          |          |          | (0,02667) |

. indique un niveau de significativité de 5%, \* indique un niveau de significativité de 1%, \*\* indique un niveau de significativité de 0,1% et \*\*\* indique un niveau de significativité de 0%.

Source : Auteur

Tableau 4.19. Impact de la localisation pour les années avant la crise sanitaire

Ce tableau reprend les estimations du modèle de régression de référence tel que présenté dans le tableau 4.8 auquel sont retirées les années de crise sanitaire, 2020 et 2021, et appliqué à l'échantillon défini au tableau 4.18.

|                                  | (1)                     | (2)                     | (3)                     | (4)                     | (5)                     | (6)                     |
|----------------------------------|-------------------------|-------------------------|-------------------------|-------------------------|-------------------------|-------------------------|
| Constante                        | -0,0117<br>(0,0107)     | 0,0058<br>(0,0076)      | -0,0218 .<br>(0,0112)   | -0,0216 .<br>(0,0112)   | -0,0053<br>(0,0077)     | -0,0038<br>(0,1001)     |
| Cash-flow                        | 0,1974 ***<br>(0,0164)  | 0,1234 ***<br>(0,0090)  | 0,1593 ***<br>(0,0147)  | 0,1610 ***<br>(0,0146)  | 0,1529 ***<br>(0,0185)  | 0,1201 ***<br>(0,0226)  |
| Opportunités<br>d'investissement | -0,0084 ***<br>(0,0023) | -0,0074 ***<br>(0,0022) | -0,0122 ***<br>(0,0032) | -0,0122 ***<br>(0,0032) | -0,0075 ***<br>(0,0020) | -0,0083 ***<br>(0,0023) |
| Taille                           | 0,0009 .<br>(0,0005)    | 0,0003<br>(0,0004)      | 0,0015 *<br>(0,0007)    | 0,0015 *<br>(0,0007)    | 0,0009 .<br>(0,0004)    | 0,0009 .<br>(0,0005)    |
| Δ Dettes CT                      | -0,6010 ***<br>(0,0195) | -0,6212 ***<br>(0,0176) | -0,6248 ***<br>(0,0250) | -0,6242 ***<br>(0,0249) | -0,6038 ***<br>(0,0165) | -0,6009 ***<br>(0,0197) |
| Δ Working capital                | -0,7559 ***<br>(0,0138) | -0,7644 ***<br>(0,0134) | -0,7462 ***<br>(0,0194) | -0,7475 ***<br>(0,0194) | -0,7583 ***<br>(0,0128) | -0,7561 ***<br>(0,0138) |
| Dépenses<br>d'investissement     | -0,3038 ***<br>(0,0313) | -0,3274 ***<br>(0,0291) | -0,2375 ***<br>(0,0299) | -0,2393 ***<br>(0,0301) | -0,3106 ***<br>(0,0283) | -0,3031 ***<br>(0,0317) |
| Toutes femmes                    | 0,0062 *<br>(0,0025)    |                         |                         |                         |                         |                         |
| Au moins une femme               |                         | -0,0097 ***<br>(0,0026) |                         |                         |                         |                         |
| Tous jeunes                      |                         |                         | 0,1593<br>(0,0147)      |                         |                         |                         |
| Au moins un jeune                |                         |                         |                         | 0,0240<br>(0,0282)      |                         |                         |

. indique un niveau de significativité de 5%, \* indique un niveau de significativité de 1%, \*\* indique un niveau de significativité de 0,1% et \*\*\* indique un niveau de significativité de 0%.

Source : Auteur

Tableau 4.19. Impact de la localisation pour les années avant la crise sanitaire (suite)

|                                | (1)        | (2)        | (3)     | (4)      | (5)       | (6)       |
|--------------------------------|------------|------------|---------|----------|-----------|-----------|
| Tous Wallons                   |            |            |         |          | -0,0072 * |           |
|                                |            |            |         |          | (0,0032)  |           |
| Au moins un Wallon             |            |            |         |          |           | -0,0079 * |
|                                |            |            |         |          |           | (0,0033)  |
| Cash-flow × Toutes femmes      | -0,0587 ** |            |         |          |           |           |
|                                | (0,0209)   |            |         |          |           |           |
| Cash-flow × Au moins une femme |            | 0,1046 *** |         |          |           |           |
|                                |            | (0,0209)   |         |          |           |           |
| Cash-flow × Tous jeunes        |            |            | 0,1605  |          |           |           |
|                                |            |            | (0,117) |          |           |           |
| Cash-flow × Au moins un jeune  |            |            |         | -0,3176  |           |           |
|                                |            |            |         | (0,2408) |           |           |
| Cash-flow × Tous Wallons       |            |            |         |          | 0,0670 *  |           |
|                                |            |            |         |          | (0,0283)  |           |
| Cash-flow × Au moins un Wallon |            |            |         |          |           | 0,0761 ** |
|                                |            |            |         |          |           | (0,0267)  |

. indique un niveau de significativité de 5%, \* indique un niveau de significativité de 1%, \*\* indique un niveau de significativité de 0,1% et \*\*\* indique un niveau de significativité de 0%.

Source : Auteur

Tableau 4.20. Impact de la localisation et du score de crédit

Ce tableau reprend les estimations du modèle de régression de référence tel que présenté dans le tableau 4.8 auquel sont ajoutés le multiscore et le score de résistance aux chocs appliqué à l'échantillon défini au tableau 4.18.

|                                  | (1)                     | (2)                     | (3)                     | (4)                     | (5)                     | (6)                     |
|----------------------------------|-------------------------|-------------------------|-------------------------|-------------------------|-------------------------|-------------------------|
| Constante                        | 0,0314 **<br>(0,0105)   | 0,0293 **<br>(0,0103)   | 0,0088<br>(0,0161)      | 0,0099<br>(0,0163)      | 0,0272 **<br>(0,0103)   | 0,0223 *<br>(0,0110)    |
| Cash-flow                        | 0,1039 ***<br>(0,0139)  | 0,1073 ***<br>(0,0120)  | 0,0801 ***<br>(0,0137)  | 0,0844 ***<br>(0,0135)  | 0,1281 ***<br>(0,0167)  | 0,1454 ***<br>(0,0296)  |
| Opportunités<br>d'investissement | -0,0064 **<br>(0,0024)  | -0,0064 **<br>(0,0029)  | -0,0080 **<br>(0,0028)  | -0,0081 **<br>(0,0028)  | -0,0065 **<br>(0,0025)  | -0,0066 **<br>(0,0025)  |
| Taille                           | -0,0009<br>(0,0007)     | -0,0009<br>(0,0007)     | 0,0006<br>(0,0010)      | 0,0005<br>(0,0010)      | -0,0008<br>(0,0007)     | -0,0008<br>(0,0007)     |
| Δ Dettes CT                      | -0,6787 ***<br>(0,0173) | -0,6780 ***<br>(0,0173) | -0,7090 ***<br>(0,0258) | -0,7084 ***<br>(0,0258) | -0,6764 ***<br>(0,0173) | -0,6774 ***<br>(0,0173) |
| Δ Working capital                | -0,7866 ***<br>(0,0152) | -0,7860 ***<br>(0,0153) | -0,7930 ***<br>(0,0228) | -0,7984 ***<br>(0,0218) | -0,7852 ***<br>(0,0153) | -0,7858 ***<br>(0,0152) |
| Dépenses<br>d'investissement     | -0,4196 ***<br>(0,0228) | -0,4181 ***<br>(0,0229) | -0,4304 ***<br>(0,0378) | -0,4410 ***<br>(0,0341) | -0,4177 ***<br>(0,0229) | -0,4180 ***<br>(0,0228) |
| Multiscore                       | 0,00008 .<br>(0,00004)  | 0,00007 .<br>(0,00004)  | 0,00003<br>(0,00006)    | 0,00004<br>(0,00007)    | 0,00008 .<br>(0,00004)  | 0,00007 .<br>(0,00004)  |
| Résistance aux chocs             | -0,0005<br>(0,0005)     | -0,0004<br>(0,0005)     | -0,0004<br>(0,0007)     | -0,0006<br>(0,0007)     | -0,0005<br>(0,0005)     | -0,0005<br>(0,0005)     |
| Toutes femmes                    | -0,0053 *<br>(0,0023)   |                         |                         |                         |                         |                         |
| Au moins une femme               |                         | 0,0025<br>(0,0029)      |                         |                         |                         |                         |

. indique un niveau de significativité de 5%, \* indique un niveau de significativité de 1%, \*\* indique un niveau de significativité de 0,1% et \*\*\* indique un niveau de significativité de 0%.

Source : Auteur

Tableau 4.20. Impact de la localisation et du score de crédit (suite)

|                                | (1)                   | (2)                | (3)                     | (4)                   | (5)                 | (6)                  |
|--------------------------------|-----------------------|--------------------|-------------------------|-----------------------|---------------------|----------------------|
| Tous jeunes                    |                       |                    | -0,0581 ***<br>(0,0107) |                       |                     |                      |
| Au moins un jeune              |                       |                    |                         | 0,0899 .<br>(0,0510)  |                     |                      |
| Tous Wallons                   |                       |                    |                         |                       | 0,0037<br>(0,0024)  |                      |
| Au moins un Wallon             |                       |                    |                         |                       |                     | 0,0080 *<br>(0,0037) |
| Cash-flow × Toutes femmes      | 0,0465 **<br>(0,0179) |                    |                         |                       |                     |                      |
| Cash-flow × Au moins une femme |                       | 0,0036<br>(0,0251) |                         |                       |                     |                      |
| Cash-flow × Tous jeunes        |                       |                    | 0,4050 ***<br>(0,0551)  |                       |                     |                      |
| Cash-flow × Au moins un jeune  |                       |                    |                         | -0,7363 .<br>(0,3866) |                     |                      |
| Cash-flow × Tous Wallons       |                       |                    |                         |                       | -0,0300<br>(0,0203) |                      |
| Cash-flow × Au moins un Wallon |                       |                    |                         |                       |                     | -0,0377<br>(0,0302)  |

. indique un niveau de significativité de 5%, \* indique un niveau de significativité de 1%, \*\* indique un niveau de significativité de 0,1% et \*\*\* indique un niveau de significativité de 0%.

Source : Auteur

Tableau 4.21. Impact de la localisation et du score de crédit pour les années avant la crise sanitaire

Ce tableau reprend les estimations du modèle de régression de référence tel que présenté dans le tableau 4.8 auquel sont ajoutés le multiscoring et le score de résistance aux chocs et retirées les années 2020 et 2021, appliqués à l'échantillon défini au tableau 4.18.

|                                  | (1)                     | (2)                      | (3)                     | (4)                     | (5)                     | (6)                     |
|----------------------------------|-------------------------|--------------------------|-------------------------|-------------------------|-------------------------|-------------------------|
| Constante                        | 0,0314 **<br>(0,0105)   | 0,0293 **<br>(0,0103)    | 0,0088<br>(0,0162)      | 0,0099<br>(0,0163)      | 0,0272 **<br>(0,0103)   | 0,0223 *<br>(0,0110)    |
| Cash-flow                        | 0,1039 ***<br>(0,0139)  | 0,1073 ***<br>(0,0120)   | 0,0801 ***<br>(0,0137)  | 0,0844 ***<br>(0,0135)  | 0,1281 ***<br>(0,0167)  | 0,1453 ***<br>(0,0296)  |
| Opportunités<br>d'investissement | -0,0064 **<br>(0,0024)  | -0,0064 **<br>(0,0024)   | -0,0080 **<br>(0,0028)  | -0,0081 **<br>(0,0028)  | -0,0065 **<br>(0,0025)  | -0,0066 **<br>(0,0025)  |
| Taille                           | -0,0009<br>(0,0007)     | -0,0009<br>(0,0007)      | 0,0006<br>(0,0010)      | 0,0005<br>(0,0010)      | -0,0008<br>(0,0007)     | -0,0008<br>(0,0007)     |
| Δ Dettes CT                      | -0,6787 ***<br>(0,0173) | -0,6780 ***<br>(-0,0173) | -0,7090 ***<br>(0,0258) | -0,7084 ***<br>(0,0258) | -0,6764 ***<br>(0,0173) | -0,6774 ***<br>(0,0173) |
| Δ Working capital                | 0,7866 ***<br>(0,0152)  | 0,07860 ***<br>(0,0153)  | -0,7930 ***<br>(0,0228) | -0,7984 ***<br>(0,0218) | -0,7852 ***<br>(0,0153) | -0,7858 ***<br>(0,0152) |
| Dépenses<br>d'investissement     | 0,4196 ***<br>(0,0228)  | -0,4181 ***<br>(0,0290)  | -0,4304 ***<br>(0,0378) | -0,4410 ***<br>(0,0341) | -0,4177 ***<br>(0,0229) | -0,4180 ***<br>(0,0228) |
| Multiscoring                     | 0,00008 .<br>(0,00004)  | 0,00007 .<br>(0,00004)   | 0,00003<br>(0,00006)    | 0,00004<br>(0,00007)    | 0,00008 .<br>(0,00004)  | -0,00007 .<br>(0,00004) |
| Résistance aux chocs             | -0,0005<br>(0,0005)     | -0,0004<br>(0,0005)      | -0,0004<br>(0,0007)     | -0,0006<br>(0,0007)     | -0,0005<br>(0,0005)     | -0,0005<br>(0,0005)     |
| Toutes femmes                    | -0,0053 *<br>(0,0023)   |                          |                         |                         |                         |                         |
| Au moins une femme               |                         | 0,0025<br>(0,0029)       |                         |                         |                         |                         |

. indique un niveau de significativité de 5%, \* indique un niveau de significativité de 1%, \*\* indique un niveau de significativité de 0,1% et \*\*\* indique un niveau de significativité de 0%.

Source : Auteur

Tableau 4.21. Impact de la localisation et du score de crédit pour les années avant la crise sanitaire (suite)

|                                | (1)                   | (2)                | (3)                     | (4)                   | (5)                 | (6)                  |
|--------------------------------|-----------------------|--------------------|-------------------------|-----------------------|---------------------|----------------------|
| Tous jeunes                    |                       |                    | -0,0581 ***<br>(0,0108) |                       |                     |                      |
| Au moins un jeune              |                       |                    |                         | 0,0899 .<br>(0,0510)  |                     |                      |
| Tous Wallons                   |                       |                    |                         |                       | 0,0037<br>(0,0024)  |                      |
| Au moins un Wallon             |                       |                    |                         |                       |                     | 0,0080 *<br>(0,0037) |
| Cash-flow × Toutes femmes      | 0,0465 **<br>(0,0179) |                    |                         |                       |                     |                      |
| Cash-flow × Au moins une femme |                       | 0,0036<br>(0,0251) |                         |                       |                     |                      |
| Cash-flow × Tous jeunes        |                       |                    | 0,4050 ***<br>(0,0551)  |                       |                     |                      |
| Cash-flow × Au moins un jeune  |                       |                    |                         | -0,7363 .<br>(0,3866) |                     |                      |
| Cash-flow × Tous Wallons       |                       |                    |                         |                       | -0,0300<br>(0,0203) |                      |
| Cash-flow × Au moins un Wallon |                       |                    |                         |                       |                     | -0,0377<br>(0,0302)  |

. indique un niveau de significativité de 5%, \* indique un niveau de significativité de 1%, \*\* indique un niveau de significativité de 0,1% et \*\*\* indique un niveau de significativité de 0%.

Source : Auteur