

“ Financement, investissement et performances des entreprises industrielles ”

18 janvier 2000

Bernard Paraque¹

"Est économique cet aspect d'une conduite individuelle ou collective, selon lequel, en présence d'un choix entre des moyens limités, le meilleur résultat est recherché, ce qui suppose la définition dans chaque situation des notions de coût, de risques, de valeur des fins.

Est économique, à un autre niveau, cet aspect d'une organisation des rapports de production et de distribution du produit dans une société qui tend à satisfaire un certain idéal, ce qui suppose la définition en chaque cas des notions de bien commun, de progrès, de coût humain.

La confusion entre ces deux critères engendre des querelles sans fin de systèmes et de méthodes. Mais une science économique véritable se constitue qui saura toujours plus clairement coordonner ses deux visées et s'établir aux deux niveaux."

Gilles-Gaston GRANGER "Epistémologie économique" in Logique et Connaissance Scientifique, sous la direction de Jean PIAGET, La Pléiade 1967.

Résumé

Les interrogations nombreuses au sujet des PME en restent généralement à un constat d'insuffisance de fonds propre, confondant ainsi problème de financement et nature de celui-ci. En outre elles trouvent leur origine dans une comparaison abusive avec les grandes entreprises, ignorant des traits distinctifs déterminants liés à l'effort d'accumulation et à la nature des contraintes selon la taille des entreprises.

La compréhension des différences selon la taille des entreprises nécessite de partir de la politique d'investissement et de revenir sur la formation de la rentabilité afin de savoir si les problèmes de financement et d'accès au crédit pour les PMI provient de performances insuffisantes par rapport aux entreprises de plus grandes taille.

Ce travail a été effectué au travers de différentes publications. Il en résulte que l'efficacité ou les rentabilités des PMI sont supérieures à celles des grandes entreprises même si l'hétérogénéité des situations est plus grande pour les premières. Il confirme aussi que si ces entreprises sont plus endettées, toutefois l'interprétation de ce résultat diverge de celles faites couramment.

Compte tenu du mode d'insertion propre aux PMI dans le système productif, il apparaît une spécificité qui ne consiste nullement à les définir comme des "petites grandes entreprises". La logique les organisant est d'un autre ordre que celle des grandes entreprises. On pourrait la qualifier de logique d'accumulation sous contrainte de débouchés, la contrainte de rentabilité ne jouant "que comme" force de rappel aux conditions du marché. Cette dernière est maîtrisée par une structure à moindre intensité capitalistique fondée sur une efficacité du capital plus importante.

¹ Economiste à l'Observatoire des entreprises de la Banque de France. Ce travail a été présenté comme mémoire pour l'obtention du diplôme national d'Habilitation à diriger les recherches en sciences économiques et soutenu auprès de l'Université Lumière - Lyon II, le 22 novembre 1995. Il est bien évident que les propos et analyses développés dans ce rapport n'engagent que leur auteur et nullement la Banque de France. Je tiens à remercier Roselyne Launay pour tout le travail dactylographique qu'elle a effectué et Claude Truy pour l'assistance informatique qu'il m'a prodiguée.

Les grandes entreprises obéiraient à une logique de capitalisation sous contrainte de rentabilité, en particulier financière, la contrainte de débouchés étant gérée au travers des alliances; des réorganisations des actifs, de position dominante etc..

I - SPHÈRE FINANCIÈRE ET SPHÈRE RÉELLE.....	3
II - DES LOGIQUES ÉCONOMIQUE ET FINANCIÈRE DIFFÉRENTES ENTRE PME ET GRANDES ENTREPRISES	6
III - LES MODES DE CROISSANCE DES ENTREPRISES INDUSTRIELLES.....	27
CONCLUSION.....	38
BIBLIOGRAPHIE	41
ANNEXES	50

Cette recherche s'inscrit dans la même démarche que celle développée par Robert Salais et Michaël Storper dans leur ouvrage " Les mondes de production " (1993). La reconnaissance de systèmes cohérents et spécifiques de production nécessite la construction d'indicateurs pertinents pour saisir la dynamique et la spécificité de la gestion des contraintes de débouchés et de rentabilité par les entreprises.².

Au niveau de l'entreprise, la gestion des contraintes de débouchés et de rentabilité conduit à distinguer trois grands types de logiques :

- la recherche de gains de productivité du travail allant de pair avec une substitution du capital au travail comme fondement de la politique d'investissement,
- la recherche de l'efficacité du capital rendue possible par une structure de production faiblement capitalistique,
- la recherche de l'autonomie financière favorisée par un marché encore porteur et un faible effort d'investissement afin de réduire le recours au financement externe³.

Plus globalement, cette gestion s'inscrit dans un contexte institutionnel, réglementaire et financier qui détermine le champ du réalisable une fois le possible identifié. Autrement dit, quelles sont les interrelations entre sphère financière et sphère réelle et comment sont-elles influencées par la politique monétaire ?

² De ce point de vue, les travaux engagés se situent dans le prolongement de ma thèse portant sur le génie biologique et médical dans laquelle différentes logiques institutionnelles avaient été identifiées, correspondant à chaque étape du développement de l'innovation : logique scientifique, logique industrielle, logique de soins et de prévention (Paraque, 1984)

³ Deux autres catégories de comportements sont identifiables et correspondent à des risques de rupture financière : d'une part, les entreprises ayant un cycle d'exploitation générant un recours important aux concours bancaires, d'autre part les firmes connaissant un accroissement de la contrainte de solvabilité.

Au-delà de l'identification de comportements économiques et financiers particuliers, il importe d'identifier les vecteurs par lesquels les conditions de financement modèlent les structures de production.

L'impact de la politique monétaire, via le contrôle du crédit (fixation des taux d'intérêt et surveillance des agrégats monétaires), sur la situation des entreprises, et des PME en particulier, ne peut être étudié en ignorant que le risque de crédit pris par le système financier à l'égard du système productif a comme contrepartie ou, plus exactement, comme déterminant, le risque de non-réalisation. Ce risque de non-réalisation correspond à la contrainte de débouchés qui s'exerce sur l'entreprise dont la pérennité dépend la vente de ses produits. Par analogie, le risque de non-réalisation est à l'activité productive ce que le risque de transformation est au système de crédit. Le second gère le temps comme le premier doit gérer le cycle de réalisation du capital, de sa forme monétaire à sa forme marchandise vendue sur un marché.

Toutefois, à la différence du risque de transformation, la de non-réalisation est déterminé par les risques de rupture dans le cycle du capital engagé dans une activité productive. Ces risques de no-réalisation, de rupture, sont de trois ordres, liées de manière systémique :

- les choix de marché, à savoir l'identification d'un besoin susceptible d'être satisfait dans des conditions rentables, c'est-à-dire en fonction du mode et des conditions de financement obtenus ;
- les choix d'investissements, autrement dit la définition d'une combinaison productive intégrant à la fois de la technologie et de l'organisation ;
- les choix d'organisation qui déterminent les conditions de maîtrise des délais de retour sur investissement et, plus largement, de la mise en oeuvre de la combinaison productive.

L'étude du risque de réalisation nécessite l'identification des contraintes spécifiques à chacun de ces choix et la maîtrise de la cohérence d'ensemble.

L'appréciation de ce risque peut être conduite dans une double perspective d'études des conditions de maîtrise (régulation) de la contrainte de rentabilité d'une part et de la contrainte de solvabilité d'autre part (Bichot S., 1994). Dans cette dernière perspective, il apparaît que les trajectoires d'entreprises qui conduisent le plus fréquemment à une perte de maîtrise de la contrainte de solvabilité⁴ sont celles qui ont pour origine (Bardos, Paraque, 1992a) :

- d'importants efforts d'investissements deux à trois ans plus tôt,

⁴Outre les retournement conjoncturels non anticipés ou la perte brutale d'un client ou d'un fournisseur.

- une absence de renouvellement du potentiel productif correspondant à la préservation de l'autonomie financière, ce qui conduit à une croissance du risque de perte de compétitivité, c'est-à-dire une fragilisation par rapport au marché et à l'évolution de la concurrence,

- un poids des besoins en fonds de roulement d'exploitation élevé induisant un accroissement de l'endettement.

Si l'amélioration de la gestion du risque du crédit est une condition *sine qua non* au bon fonctionnement du système financier, elle peut entraîner un effet pervers de rationnement et/ou de sélectivité du crédit accru si, dans le même temps, elle ne s'accompagne pas de l'amélioration de la gestion du risque de réalisation. Celle-ci passe forcément par la production d'une information, en particulier prévisionnelle, d'une plus grande rigueur, destinée à crédibiliser les choix réels.

Ce n'est que dans ces conditions que l'étude de la transmission de la politique monétaire, via le canal du crédit sur la situation des entreprises, a un sens. En effet, la production d'informations par le réel à destination du financier est une nécessité à la fois pour rapprocher les horizons respectifs mais aussi pour favoriser l'investissement productif et justifier d'éventuels écarts de rendement par rapport aux marchés financiers.

I - SPHÈRE FINANCIÈRE ET SPHÈRE RÉELLE

L'étude des performances des entreprises ne peut pas être conduite sans l'analyse des modes de financement correspondant. Si la compréhension du déroulement du procès de production est indispensable pour appréhender correctement la nature de ces performances, pour autant celles-ci n'ont de sens qu'au travers de l'identification de contraintes qui façonnent non seulement l'environnement de l'entreprise mais aussi son champ du réalisable.

Dit autrement, il y a interaction forte entre la sphère financière et la sphère réelle. L'enjeu réside alors dans le sens des rapports de détermination existant entre celles-ci. Car, si on ne peut qu'être d'accord avec l'affirmation selon laquelle " pour se mettre au service du développement de la sphère réelle et pour garantir son développement, le système bancaire et financier doit conjuguer stabilité et flexibilité " (Clément-Pitiot H., 1994), pour autant, il reste à justifier cette subordination du second au premier et à démontrer que les éléments de détermination de la contrainte financière sont uniquement extérieurs à la sphère réelle et non interne. Autrement dit, la contrainte de rentabilité pesant sur la sphère réelle ne participe-t-elle pas au développement de la sphère financière et à son autonomie croissante vis-à-vis du réel ?

La réponse à cette question est déterminante. Dans un cas, on fait l'hypothèse qu'il y a problème de régulation de la sphère financière par rapport à la sphère réelle et que les difficultés de la seconde sont le produit d'une inadaptation de la première. Dans l'autre, au contraire, la détérioration

des conditions de rentabilisation des capitaux productifs participe aux tensions inflationnistes et à la recherche d'opérations financières (acquisitions, absorptions, placements...) susceptibles de pallier le déficit d'efficacité productive des capitaux engagés (Fayolle J., 1989 ; Sandretto R., 1994).

La majorité des recherches actuelles insistent sur le dysfonctionnement (voire les excès) des marchés financiers et leur impact dépressif sur l'activité réelle. Toutefois, en rester là revient à avoir une conception abstraite de l'acte productif et, plus largement, de la sphère réelle, en considérant que les problèmes de croissance sont réductibles à des blocages dans les relations " système financier-entreprise ", alors qu'ils résultent aussi d'une sous-efficacité dans la mise en oeuvre des capitaux au coeur même de la sphère réelle. Plusieurs indices plaident en faveur d'un tel élargissement de la problématique. En effet, on relève un recul de l'efficacité, celle-ci étant décroissante avec la taille, qui pèse sur la rentabilité (voir infra). Enfin, si " l'efficacité du capital n'a pas connu de dégradation structurelle susceptible d'altérer la rentabilité des entreprises " (Cette G., 1993), c'est surtout du fait de l'influence positive plus que proportionnelle du redressement des taux de marge des entreprises depuis 1985. En effet, la substitution du capital au travail est d'autant plus importante que l'entreprise est de grande taille et vise à pallier, au moins partiellement, cette sous-efficacité. L'étude des opérations de restructuration et l'analyse des structures financières des entreprises montrent qu'une fraction de cette substitution est imputable à la volonté de raccourcir les délais économiques de retour sur investissement, en favorisant les investissements susceptibles d'améliorer rapidement le compte de résultats.

Plus globalement, les principes exposés dans les manuels d'analyse financière et la pratique même de l'analyse financière renforcent ces mouvements. Les choix d'investissement sont arbitrés, au moins théoriquement, à l'aide de techniques qui, toutes, proposent de comparer le rendement de l'investissement productif envisagé à celui d'un placement sur les marchés financiers. Les recherches théoriques s'inscrivent majoritairement dans ce paradigme qui, en fait, conduit à généraliser à l'ensemble des entreprises ce qui ne concerne qu'une minorité de firmes, celles qui ont un accès direct aux marchés financiers et/ou sont cotées (Revue Économique, mai 1994).

Dans ce contexte, les PME sont doublement contraintes, d'une part du fait de leur insertion spécifique dans le système productif⁵, d'autre part au travers des relations toujours très intermédiées avec le système de crédit.

Par conséquent, l'enjeu ne réside pas seulement dans l'adaptation de la sphère réelle à la sphère financière. Au contraire, serait-on tenté de dire, il s'agit d'identifier dans les réformes qui ont eu lieu, celles qui, raccourcissant l'horizon du réel, renforcent le risque de non-réalisation, particulièrement dans les grandes entreprises, et fragilisent les PME. Une inversion de la problématique est alors envisageable. Dans une perspective historique, on pourrait étudier comment

⁵Cf. "Dynamique de développement des petites et moyennes entreprises : transfert de compétence, réseaux de PME et politique de formation" colloque TETRA. La PME objet de recherche pertinent - Lyon 30 / 31 mai 1990.

les contradictions propres à la sphère réelle et à son organisation ont produit la réforme financière sous l'impulsion des grandes groupes industriels et financiers. En ce milieu des années quatre vingt dix, on peut aussi s'interroger sur une réforme financière qui favoriserait l'adoption de nouvelles formes d'organisation et de gestion des risques de réalisation par les entreprises (contrainte de débouchés), en lien avec une amélioration des marchés financiers, particulièrement en matière de gestion du risque de crédit. Les travaux à venir devrait alors étudier les critères de nouvelles règles de régulation systémique favorisant une meilleure adéquation entre offre de capital et besoin de financement réel.

En effet, l'hypothèse selon laquelle " le développement financier permet d'améliorer l'efficacité de l'allocation du capital " (Berthélemy J.C. et Varoudakis A., 1994 à la suite de Mc Kinnon, 1973 ; Shaw, 1973) n'est soutenable qu'au prix d'une autre hypothèse. Elle consiste à supposer qu'une meilleure allocation du capital suffit à résoudre les contraintes de valorisation pesant sur celui-ci et, en particulier, à modifier les organisations de la production dans un sens plus favorable à l'efficacité de la combinaison productive et à la croissance. Or, une telle présupposition perd de vue que si la contrainte de rentabilité peut se satisfaire du développement financier, c'est au prix de l'intégration des contraintes propres à la sphère financière, en matière de délais de retour sur investissement et de profitabilité. De ce fait, elle est difficilement soutenable, compte tenu des enseignements des travaux sur le taylorisme et le fordisme, car renforçant, pour les PME tout particulièrement, la contrainte de débouchés.

Par rapport aux directions prises par la recherche concernant les systèmes financiers (Allegret J.P., Goux J.F., 1994), la problématique à développer s'inscrit moins dans le cadre des théories de l'intermédiation financière que dans la perspective des travaux engagés sur les interactions entre sphère financière et sphère réelle et l'asymétrie d'informations. Elle se distingue de la littérature portant sur le risque de système (Aglietta M., 1994) de part l'étude des comportements économiques et financier des entreprises susceptibles de trouver, dans l'existence des marchés financiers, un palliatif de leur insuffisante efficacité productive. De ce point de vue, la recherche de gains financiers est alors équivalente au processus inflationniste des années soixante et soixante-dix. Dès lors, le risque de système prend tout autant sa source dans la sphère financière que dans les tensions existant au sein de la sphère réelle, poussant à une fuite en avant " court termiste ". Cette orientation, ignorant que la sphère réelle nécessite, de par son activité même, un temps d'adaptation beaucoup plus long que la sphère financière, renforce simultanément les tensions réelles et les bulles spéculatives, et donc le risque systémique.

Quel peut être alors le rôle d'une politique monétaire devant tout à la fois favoriser la collecte de capitaux, et donc leur libre circulation, et leur affectation à une activité économique efficace ?

La base du calcul économique réside dans la comparaison (parfois sommaire) entre le coût du financement de l'investissement et le flux de ressources qu'il est susceptible de dégager en

satisfaisant la contrainte de rentabilité. Cette comparaison peut conduire soit à des tensions inflationnistes (répercussion dans les prix de vente du coût du crédit), soit à des effets dépressifs (seuls les investissements suffisamment rentables eu égard au taux d'intérêt sont retenus) (Hayeck F., 1975).

Le deuxième volet de l'alternative, renvoyant au courant post-keynésien, permet d'identifier l'origine de la crise dans la déconnexion entre la monnaie et la production, identification qui articule de manière dialectique les interrelations entre sphère financière et sphère réelle. Ainsi, l'influence de la détérioration des conditions de l'accumulation joue un rôle dans la déconnexion mentionnée (Fayolle J., 1989 ; Minsky, 1985). À partir de là, l'analyse des comportements individuels d'entreprises, à l'aide de typologies fondées sur les déterminants de la rentabilité (Salais R. et Storper M., 1993), montre les conditions spécifiques de financement correspondant (Rivaud-Danset D. et Salais R., 1992). L'analyse, sur des indicateurs adéquats, des conséquences d'une variation des taux d'intérêt en lien avec les objectifs de politique monétaire ou, plus largement, des évolutions de l'environnement financier, est nécessaire pour comprendre la nature et les modalités des arbitrages auxquels sont conduites les entreprises pour alléger leurs diverses contraintes (de débouchés, de rentabilité, de solvabilité...).

Cette voie de recherche est particulièrement intéressante dans le cas des PME pour lesquelles l'intermédiation reste dominante. Pour cette catégorie d'entreprises, l'enjeu réside moins dans l'accroissement de leurs fonds propres que dans l'adaptation des modes de financement à leur horizon temporel, ce qui passe par leur capacité à produire une information pertinente destinée à crédibiliser leur capacité à réduire le risque de crédit pris par les prêteurs.

II - DES LOGIQUES ÉCONOMIQUE ET FINANCIÈRE DIFFÉRENTES ENTRE PME ET GRANDES ENTREPRISES

Les interrogations sur la situation des PME en restent généralement à un constat d'insuffisance de fonds propre, confondant ainsi problème de financement et nature de celui-ci. En outre, elles trouvent leur origine dans une comparaison abusive avec les grandes entreprises, ignorant des traits distinctifs déterminants liés à l'effort d'accumulation et à la nature des contraintes selon la taille des entreprises.

La compréhension des différences selon la taille des entreprises nécessite de partir de la politique d'investissement et de revenir sur la formation de la rentabilité afin de savoir si les problèmes de financement et d'accès au crédit pour les PME seraient justifiées par des performances insuffisantes par rapport aux entreprises de plus grande taille. Or, l'efficacité ou les rentabilités des PME sont supérieures à celles des grandes entreprises même si l'hétérogénéité des situations est plus grande pour les premières (Belletante B., 1991). Il est confirmé aussi que si ces entreprises sont plus endettées, l'interprétation de ce résultat diverge de celle faite couramment.

A - La nécessité des fonds propres

Les travaux théoriques sur la structure du capital sont nombreux (Harris et Raviv, 1991). Explicitement, leur problématique est celle de la maximisation de la valeur de la firme sous la contrainte d'une maîtrise des risques. Elle se situe dans le champ théorique néoclassique pour lequel la valeur d'une entreprise correspond à la valeur actuelle des flux de revenus procurés par l'entreprise. Toutefois, la mise en oeuvre de modèles inspirés de ces travaux pose problème puisque, par définition même, « l'objectif financier de la firme consiste à maximiser la valeur de marché des parts de propriété (actions) », la détermination de cette valeur n'est possible que si les entreprises sont cotées en bourse (Cohen 1994, Cobbaut 1994).

De fait, de manière cohérente avec les postulats théoriques des bases, la quasi-totalité des travaux empiriques sur les structures financières ont porté sur les firmes cotées pour lesquelles les modèles théoriques sont pertinents, entre autres concernant les arbitrages de financement et les relations dirigeant-actionnaires. Mais, a contrario, les travaux sur données comptables d'entreprises non cotées, c'est-à-dire la majorité des sociétés, sont quasiment inexistantes. Par conséquent, la spécificité du financement des PME est largement sous-estimée, d'autant que le fait d'être coté en Bourse conduit à une plus grande homogénéité de comportements entre sociétés cotées que celle existant entre l'ensemble des sociétés.

Au-delà de cette limite, de nombreuses recherches ont été conduites pour valider ou infirmer les modèles théoriques. Les prévisions théoriques sont globalement confirmées par les tests empiriques (Harris et Raviv, 1991). En particulier, la valeur de l'action s'accroît quant une émission de titres est annoncée, l'endettement est corrélé positivement avec la valeur de la firme. En revanche, de nombreux auteurs constatent une corrélation négative entre l'endettement et la profitabilité, ce qui est contredit sur données comptables de firmes non cotées pour lesquelles la relation est positive (Paranque, 1994 ; Jullien et Paranque, 1995).

Ceci étant, pour consolider ou accroître son autonomie financière, une entreprise peut faire appel à ses actionnaires et/ou dégager un résultat qui sera capitalisé. Ceci implique, pour être réalisable, que la firme ait accès facilement au marché financier (ou que ses principaux actionnaires puissent lever aisément des fonds) et/ou que ses performances économique et financière soient suffisamment élevées.

Si difficultés et insuffisance de fonds propres peuvent aller de pair, la relation est loin d'être biunivoque. Les entreprises dans une situation critique peuvent y être pour des raisons qui sont souvent fort éloignées d'une insuffisance de fonds propres en tant que telle. Il peut s'agir, par exemple, d'investissements mal ciblés ou dont les délais de retour sont trop longs (ou plus longs que prévu), ce qui entraîne un alourdissement du taux d'endettement (pour financer le retard) et une incapacité à

assurer la charge de la dette (par insuffisance de richesses créées). La perte d'un ou plusieurs marchés peut aussi provoquer de graves difficultés.

Les fonds propres ont pour fonction cardinale de garantir la solvabilité de l'entreprise. Ils constituent, pour une firme et pour les agents économiques qui y sont engagés, une "réserve" de sécurité permettant de faire face aux accidents d'origine interne ou externe. Par exemple, en période de ralentissement conjoncturel, les entreprises peu endettées sont avantagées par rapport à celles qui ont privilégié l'emprunt au détriment des fonds propres. Les premières peuvent étaler dans le temps la rémunération de leurs apporteurs en capitaux externes alors que les secondes doivent faire face à des échéances obligatoires. Autrement dit, les fonds propres se caractérisent par une triple qualité (Manceau B., 1992) :

- * il s'agit de capitaux à exigibilité nulle,
- * ils ne peuvent prétendre à une rémunération fixe,
- * ils ont pour fonction ultime de couvrir le risque.

Si la détention par une entreprise d'un minimum de fonds propres apparaît donc vitale, il est, par contre, difficile de définir dans l'absolu un partage optimal entre fonds propres et endettement. En fait, chaque entreprise, en fonction de sa situation économique et commerciale, cherchera à optimiser le recours au financement externe selon le coût de celui-ci mais aussi en fonction du degré d'autonomie qu'elle veut / peut sauvegarder et de ses projets de développement.

À toute stratégie industrielle, qu'elle soit de croissance interne ou de croissance externe, correspond donc une stratégie financière. Celle-ci traduit le mode de financement choisi, c'est-à-dire le choix entre autofinancement, recours à l'endettement ou appel aux actionnaires. La multitude des arbitrages possibles entre ces différentes sources de financement induit des comportements qui varient d'une firme à l'autre.

Cette question d'un niveau optimal de fonds propres n'a d'ailleurs cessé d'être discutée tout au long des trente dernières années, depuis le théorème d'indifférence de Modigliani-Miller⁶ selon lequel **la valeur de marché** d'une entreprise est indépendante du partage de son passif entre endettement et fonds propres. Ce théorème n'est en fait vérifié que sous des conditions adéquates de fonctionnement des marchés financiers "parfaits". En particulier, il faut que la détention de titres de créances puisse être librement arbitrée avec celle des droits de propriété que sont les actions. Selon ce théorème, la valeur de marché des firmes est indifférente à la structure du passif de leur bilan (appel aux actionnaires ou recours à l'endettement). Dans ce cas, un investissement productif n'est réalisé que s'il augmente la valeur de marché de l'entreprise, ce qui ne dépend que de la comparaison entre son rendement spécifique et le coût moyen du capital. La décision est, dans ce cas, indépendante de la structure de financement retenue (de Bandt O., Jacquinot P., 1991).

⁶"The cost of capital, corporate finance and the theory of investment" American Economic Review, May 1958.

Or les marchés ne sont pas parfaits, comme le montre l'existence d'asymétrie d'information ⁷ et de risques (entre autres de faillite) liés à la perte de maîtrise de la charge de la dette, ce qui peut conduire le prêteur soit à exiger des garanties supplémentaires soit à rationner le crédit (par les taux et/ou les quantités). Par ailleurs, l'accès à ces marchés est limité à un faible nombre de PME.

Dans ce contexte, les fonds propres des entreprises d'une part dépendent étroitement du montant de l'épargne à long terme en France (Icard A., 1991), d'autre part sont étroitement liés à la rentabilité financière de l'entreprise puisque les bénéfices dégagés peuvent être capitalisés et/ou permettre d'offrir une rémunération attractive à ses futurs associés. Toutefois, l'intensité de l'autonomie financière d'une entreprise, mesurée par l'importance de ses fonds propres, n'est pas pour autant synonyme de performances économiques supérieures et, par voie de conséquence, n'est pas totalement pertinente pour évaluer la santé de la firme (Paranque B., 1994a).

B - La recherche de rendements d'échelle croissants bute sur une efficacité du capital décroissant avec la taille

Endettement et/ou taux d'intérêt pouvant aggraver la contrainte financière des entreprises, celles-ci n'ont alors à leur disposition que deux variables pour l'alléger, toutes choses égales par ailleurs concernant leur activité :

- d'une part l'efficacité du capital engagé, c'est-à-dire la maîtrise du processus de production,
- d'autre part le contrôle de la répartition de la valeur ajoutée afin de préserver leur marge.

L'une comme l'autre de ces variables font intervenir l'emploi à la fois en tant que ressources humaines nécessaires à la mise en oeuvre du capital engagé et comme coût à assumer dont dépend, en partie, la compétitivité des entreprises.

La concentration des activités a toujours été justifiée par la nécessité de réaliser des économies d'échelle. Cette orientation ne concerne, en fait, que les industries de travail en continu (process) et celles susceptibles de produire en grande série. Autrement dit, tout un pan du tissu industriel n'est pas concerné par cette organisation de la production, y compris certaines grandes entreprises désirent fabriquer des petites séries. De plus, les effets positifs de cette orientation sont surtout appréhendés au niveau macro-économique : c'est en fait les caractéristiques technico-économiques et financières des grandes firmes qui sont ainsi évaluées, les spécificités des PME étant au mieux laissées dans l'ombre, au pire assimilées à celles des unités de production de taille plus importante. Or, il apparaît que, quel que soit l'indicateur retenu, les performances économiques, financières et sociales décroissent avec la taille (Paranque, 1994, 1994a, 1994b).

⁷L'**asymétrie d'information** signifie que tous les agents économiques ne disposent pas de toute l'information. Les dirigeants de sociétés ont ainsi, du fait de leur situation, une information privilégiée sur la situation et les perspectives de développement économique et financier de la firme. Cette asymétrie explique que, dans certaines circonstances, le recours à des contrats de dettes soit privilégié. Il peut en être ainsi, par exemple, pour le financement des besoins transitoires. En effet, "si l'on considère que les dirigeants protègent les intérêts des seuls anciens actionnaires, une émission d'actions sera mal accueillie. À la limite, pourrait-elle signifier aux yeux d'éventuels investisseurs que le cours atteint par les actions est jugé trop élevé par les dirigeants. Les nouveaux actionnaires exigent donc une prime de risque importante, ce qui favorise les autres formes de financement" (de Bandt O., Jacquinet P., 1991).

L'intensité capitalistique supérieure dans les grandes entreprises à celle des PME se traduit par une moindre efficacité du capital mais en revanche par la réalisation de gains de productivité de la main-d'oeuvre plus élevés. En effet, même si le coût unitaire de la main-d'oeuvre est plus faible chez les PME, le rendement apparent moindre de celle-ci a pour conséquence une part des frais de personnel dans la valeur ajoutée plus forte que dans les grandes entreprises (et donc un taux de marge moindre). Ce constat renvoie à des modalités spécifiques d'organisation de la production (automatisation, flux tendu, etc..) chez ces dernières ainsi qu'à une structure de l'emploi différente de celle des PME ⁸.

Simultanément le recul de l'efficacité du capital engagé durant les années quatre vingts, est plus que compensé par une restauration du partage de la valeur ajoutée favorable aux profits (O.F.C.E, 1993), particulièrement dans les entreprises de plus de 500 salariés ⁹. Il apparaît alors un problème d'ensemble mais qui a sans doute des causes spécifiques selon la taille des entreprises. Les PME sont certainement plus contraintes par l'évolution de leurs débouchés et par les exigences de rentabilité des prêteurs alors que les grandes entreprises sont plus soumises à la recherche d'une rentabilité financière élevée, si ce n'est immédiate, sans tension sur les capacités de production. Dans ce dernier cas, les contraintes à gérer conduisent à des organisations du travail et une gestion de la main-d'oeuvre axées sur la réalisation quasi-exclusive de gains de productivité du travail ignorant ou refusant de reconnaître la sous-efficacité d'ensemble que cela peut provoquer.

%	1985		1986		1987		1988		1989		1990		1991	
	Taux d'accumulation	FP/VAG	Taux d'accumulation	FP/VAG	Taux d'accumulation	FP/VAG	Taux d'accumulation	FP/VAG	Taux d'accumulation	FP/VAG	Taux d'accumulation	FP/VAG	Taux d'accumulation	FP/VAG
PME	14,0	78,5	14,6	76,3	15,7	75,8	16,2	75,0	16,4	75,4	17,1	73,4	15,0	75,4
GE	13,5	77,1	13,4	75,4	13,5	73,8	13,8	72,6	14,3	72,6	15,1	70,6	13,5	71,7

en gras : écart statistiquement discernable au seuil de 5 %

PME : entreprises de moins de 500 salariés, GE : entreprises de plus de 500 salariés

En effet, si l'effort d'accroissement du potentiel productif, mesuré par le taux d'accumulation, a été plus élevé chez les PME que chez les grandes entreprises, il y a été moins défavorable aux salariés (part des salaires dans la valeur ajoutée). La substitution capital/travail y a donc été moins forte, ce qui, toutes choses égales par ailleurs, est cohérent avec la moindre intensité capitalistique qui y est relevée. Autrement dit, le renouvellement du potentiel productif a été plus destructeur d'emplois dans les grandes entreprises. Par conséquent, si le taux d'investissement est

⁸Cf. "Dynamique de développement des petites et moyennes entreprises : transfert de compétence, réseaux de PME et politique de formation" colloque TETRA. La PME objet de recherche pertinent - Lyon 30 / 31 mai 1990.

⁹La mesure de l'efficacité du capital est délicate. Dans un article paru dans "Economie Appliquée" (tome XLVI, 1993, n°1), G. CETTE compare différentes méthodes pour montrer que "l'efficacité du capital n'a pas connu de dégradations structurelles susceptible d'altérer la rentabilité des entreprises ...". Nous ne partageons pas entièrement son avis. En effet les corrections qu'il apporte à la mesure de l'efficacité concerne la durée de vie des équipements, le degré d'utilisation de ceux-ci et leur amortissement. Cela aboutit à mesurer l'efficacité du capital effectivement utilisé, correspondant à ses caractéristiques techniques (durée de vie, utilisation, etc.), qui peut fortement différer de celle du capital engagé en tant que tel. Or, d'une part, c'est sur ce capital engagé que porte l'exigence de rentabilité, d'autre part les conditions de sa mise en oeuvre ne font qu'exprimer les réponses aux contraintes de valorisations auxquelles il est soumis, réponses qui concernent en particulier l'organisation du travail. Il est par conséquent dommageable d'ignorer l'influence déterminante de la hausse des marges sur la restauration de la rentabilité qui démontre à contrario l'existence d'une efficacité du capital insuffisante, compte tenu du développement des marchés financiers et de la pression court-termiste que ces marchés exercent sur l'activité réelle, Voir aussi J. FAYOLLE "Cycles et trends d'épargne et d'investissement dans une économie moyenne et ouverte : le cas de la France" Observations et Diagnostics Economiques, Revue de l'OFCE n°45 juin 1993.

supérieur dans les entreprises de plus de 500 salariés à celui des PME, les conclusions qu'on doit en tirer sont trompeuses ¹⁰. Le taux d'investissement y est d'autant plus fort que le taux d'accumulation est grevé par une faible efficacité du capital liée à une intensité capitalistique élevée dont le corollaire est la recherche de gains de productivité du travail pour renforcer le taux de marge.

Moyenne* (%)	1985		1986		1987		1988		1989		1990		1991	
	Taux d'accumulation	EBG/VAG	Taux d'accumulation	EBG/VAG	Taux d'accumulation	EBG/VAG	Taux d'accumulation	EBG/VAG	Taux d'accumulation	EBG/VAG	Taux d'accumulation	EBG/VAG	Taux d'accumulation	EBG/VAG
IAA***	13,8	30,5	13,8	31,7	14,8	30,7	14,3	31,1	14,9	33,3	14,2	33,5	13,7	32,7
BI	13,0	23,3	14,1	24,7	15,0	26,0	16,5	27,5	17,3	28,5	17,5	28,4	15,2	27,4
BE	14,0	19,4	14,9	20,1	15,6	20,7	16,7	22,1	17,1	23,1	18,1	23,0	16,0	21,4
BCC	13,9	21,7	14,1	22,5	14,8	22,8	15,8	23,0	15,4	23,7	16,2	23,9	13,7	23,3

***IAA : industries agro-alimentaires, BI : biens intermédiaires, BE : biens d'équipement, BCC : biens de consommation courante

D'un secteur d'activité à l'autre, le taux d'accumulation marque peu de différences jusqu'en 1987 ; dès 1988, il devient continûment plus élevé dans les sociétés de biens intermédiaires et d'équipement que dans les autres secteurs. En revanche, quel que soit le secteur, hormis l'effet-taille mentionné, des différences existent quant à l'importance du taux de marge : plus faible dans les biens d'équipement et les biens de consommation courante que dans les autres secteurs, même si, sur la période, elles se réduisent.

Les effets de ces efforts d'accumulation et des relations avec les grandes entreprises sont perceptibles sur l'analyse du cycle d'exploitation. Les PME **gèrent des besoins en fonds de roulement d'exploitation plus élevés**, ce qui provoque un recours au financement par crédit bancaire courant plus élevé que leurs concurrentes de plus grande taille, en particulier les firmes employant entre 100 et 500 salariés, du fait de stocks plus lourds et des charges plus importantes liées au crédit inter-entreprises. Les relations clients-fournisseurs s'établissent généralement au détriment des petites et moyennes entreprises. Par exemple, le développement des "stocks zéro", des "flux tendus" entraîne en fait le déplacement de la gestion des stocks vers les partenaires qui se trouvent en position de dépendance ¹¹. L'importance du crédit inter-entreprises en France illustre bien l'enjeu financier de cet aspect quand on sait que ce sont les PME-PME qui sont plus particulièrement pénalisées (Boissonade D. et Palu J.C., 1991 ; Boissonade D. et Kremp E., 1993).

C - Des PME plus résistantes mais plus fragiles que les grandes entreprises sur la fin des années quatre-vingts

Tout au long de la décennie quatre-vingts, les actions conjoncturelles sur les frais de personnel et la gestion du cycle d'exploitation ont permis de consolider les performances économiques et financières des entreprises. Cependant, d'après de nombreux auteurs, il s'avérerait qu'elles sont

¹⁰ Comptablement $I/VA = I/C \times (VA/C)^{-1} = I/C \times C/FP \times (VA/FP)^{-1} = I/C \times C/FP \times FP/Eff \times (VA/Eff)^{-1}$, avec respectivement le taux d'investissement, le taux d'accumulation, l'efficacité du capital puis en outre l'intensité capitalistique, la productivité apparente du travail et enfin, le rendement apparent de la main-d'oeuvre et son coût unitaire.

¹¹ Voir l'exemple du secteur automobile "Construction de véhicules automobiles et autres matériels de transports terrestres 1990-1991", L. RAPINEL, Direction des Entreprises, Banque de France, 1993.

insuffisantes et que des actions plus structurelles devraient être entreprises (Aglietta M., 1991 ; Vieille J.N., 1992) Elles concerneraient, entre autres, l'organisation des relations avec les fournisseurs et les clients (partenariat, accords de développement, recherche, etc.), mais aussi l'amélioration de l'efficacité productive. Elles passent par une nécessaire modernisation qui pose la question des conditions et des modalités du financement des investissements matériels et immatériels (entre autres de formation ¹²).

Les comportements des entreprises diffèrent selon leur taille comme le révèle l'évolution des taux de marge ¹³, des taux d'endettement ou un examen du coût du crédit. À compter de 1984, les plans de restructuration industrielle et de restauration de la rentabilité se multiplient. Ils conjuguent maîtrise des coûts salariaux et désendettement.

On a pu cependant constater qu'en 1990/1991 les PME **résistaient** mieux au renversement de conjoncture, mais, simultanément, qu'elles étaient plus **fragiles** (Paranque B., 1992), comme le montrent les faillites nombreuses survenues depuis.

Cet apparent paradoxe s'explique par la combinaison de trois facteurs : les PME supportent toujours un coût du crédit supérieur à celui de leurs concurrentes de plus grande taille, elles sont plus endettées que ces dernières mais elles sont moins capitalistiques que les grandes entreprises. C'est ce dernier facteur qui, pourvu que les débouchés existent, leur permet, à l'organisation de la production et combinaison productive constantes, d'obtenir des rentabilités brutes **supérieures**, ou au moins comparables, à celles des firmes plus importantes et de bénéficier d'un effet de levier brut positif ¹⁴.

Toutefois, l'importance de l'endettement et les taux d'intérêt plus élevés que supportent les PME les fragilisent en les rendant plus sensibles aux variations de leur activité. Il leur faut alors maximiser l'effet de levier en minimisant la contrainte de solvabilité ¹⁵. Cette dernière est plus facilement maîtrisable par les grandes entreprises car, outre des taux d'intérêt apparents et des conditions d'accès au crédit plus favorables et, sur la décennie, un moindre effort de renouvellement de leur potentiel productif, elles peuvent plus aisément jouer sur les rémunérations salariales, à la faveur d'éventuelles réorganisations de leurs actifs ¹⁶. Or, cette variable d'ajustement n'existe pratiquement pas chez les PME dont l'efficacité réside souvent dans les compétences et le savoir-faire des salariés similaires à ceux des grandes entreprises, même si les qualifications (savoir-faire reconnu) peuvent différer.

¹²Economie et statistique, septembre-octobre 1991, "France-Allemagne".

¹³Calculés comme le rapport de l'excédent brut d'exploitation soit à la valeur ajoutée, soit au chiffre d'affaires.

¹⁴A savoir le produit du taux d'endettement par l'écart de rémunération obtenue par l'activité productive par rapport à celle demandée pour les capitaux empruntés (profitabilité).

¹⁵Rapport des frais financiers à l'excédent brut global.

¹⁶La stratégie de la CGIP (Compagnie Générale d'Industrie et de Participation, groupe de Wendel) qui s'est désengagée totalement des secteurs manufacturiers traditionnels pour se réorganiser sur le tertiaire est significatif à cet égard.

D - La rentabilité financière.

Pour chaque firme, la rentabilité financière ¹⁷ est la résultante de deux effets ¹⁸.

Le premier concerne **les effets multiplicateurs d'une modification de la répartition de la valeur ajoutée** sur la rentabilité économique ¹⁹, compte tenu d'une certaine efficacité de la combinaison productive. Ainsi, lorsque l'efficacité stagne ou baisse, la rentabilité peut croître grâce à une modification du partage des richesses produites et inversement dans le cas contraire ²⁰.

Le second est plus connu ; il s'agit de **l'effet de levier des apports externes** qui mesure l'incidence positive ou négative des apports externes (endettement plus prêts des groupe et associés) sur la rentabilité financière. Il évalue, pour un taux d'apports externes donné, les effets d'un écart entre la rentabilité économique et le coût moyen des apports externes. Cet écart est le différentiel "rentabilité-coût", s'il est positif, l'effet de levier sera positif : l'activité productive bénéficie pleinement du financement externe et fait plus que compenser son coût ; et inversement s'il est négatif.

La rentabilité financière nette, outre la rentabilité économique, dépend du coût du crédit, du taux d'apports externes (endettement) et de l'importance des dotations aux amortissements, donc de l'effort d'investissement.

Moyenne	1985	1986	1987	1988	1989	1990	1991
Taux d'apports externes (%)							
PME*	79,1	73,8	74,8	75,7	74,9	73,5	69,2
GE	67,0	63,2	54,4	51,5	51,0	52,3	48,7
Taux d'intérêt apparent (%)							
PME	13,9	12,9	12,0	11,4	11,2	11,9	12,1
GE	11,9	10,6	9,9	9,3	9,5	10,1	10,3

*Ecart statistiquement discernable au seuil de 5 % entre PME et GE

Les besoins de financement, générés par la politique d'investissement plus soutenue, induisent, dans les PME, un taux d'endettement (y compris les prêts des groupes et des associés) plus important que dans les grandes entreprises. On peut relever que si l'autonomie financière des PME est moindre comparée à celle de leurs concurrentes de plus grande taille, elle s'est améliorée depuis 1985. Le problème du financement des PME n'est pas réductible à celui des fonds propres. Il concerne en fait le financement long compatible avec les délais de retour sur investissement, non soumis à l'exigence de rentabilité à court terme.

	(moyenne)						
*Rentabilité brute financière (%)	1985	1986	1987	1988	1989	1990	1991
PME**	12,5	13,8	14,2	15,2	16,0	16,1	14,7
GE	10,9	11,4	12,2	13,5	14,0	13,2	12,7
IAA***	12,7	14,5	13,4	13,0	14,4	14,8	14,2
BI	12,2	13,5	14,8	17,0	17,5	17,5	15,8
BE	13,2	13,9	14,7	16,6	17,2	17,4	15,3

¹⁷Rapporte la capacité d'autofinancement au financement propre.

¹⁸cf. annexe 1.

¹⁹Qui rapporte l'excédent brut global au capital engagé.

²⁰Avec VAG/Cg qui rapporte le montant de la valeur ajoutée produite par unité de capital engagé, et mesure l'efficacité apparente de celui-ci, et le taux de rentabilité : $EBG/Cg = (VAG/Cg) \times (EBG/VAG)$.

BCC	11,7	12,9	13,1	13,4	14,1	13,8	12,3
-----	------	------	------	------	------	------	------

* Ecart statistiquement discernable au seuil de 5 % entre PME et GE

**PME : entreprises de moins de 500 salariés, GE : entreprises de plus de 500 salariés

***IAA : industries agro-alimentaires, BI : biens intermédiaires, BE : biens d'équipement, BCC : biens de consommation courante

Malgré des taux d'intérêt apparents moins favorables, les PME dégagent une rentabilité financière brute continûment supérieure à celle des grandes entreprises. Elle s'accroît dans toutes les firmes jusqu'en 1989. En 1990, elle recule fortement dans les sociétés de plus de 500 salariés ; en 1991 le mouvement de baisse se poursuit et concerne aussi les PME. A partir de 1987, les firmes des biens d'équipement et des biens intermédiaires ont une rentabilité financière brute supérieure à celle des entreprises des autres secteurs.

Les écarts sur l'effort de renouvellement du potentiel productif influencent la formation de la rentabilité nette. Le poids des charges de maintien du potentiel productif ²¹ est ainsi plus important dans les PME que dans les grandes entreprises.

²¹Mesurée ici par l'importance des dotations aux amortissements rapportées aux financement propre.

Au seuil de 5 %	1985		1986		1987		1988		1989		1990		1991	
	PME	GE	PME	GE	PME	GE	PME	GE	PME	GE	PME	GE	PME	GE
Dotation.aux amortissement/ financement propre.*	9,9	8,4	9,8	8,7	10,0	7,9	10,4	8,3	10,7	7,9	11,3	8,3	11,1	8,4

* écart statistiquement discernable au seuil de 5 %

L'EFFET DE LEVIER

La différence entre la rentabilité dégagée de l'activité économique de l'entreprise et la rémunération des prêteurs de capitaux (taux d'intérêt) s'appelle le différentiel " rentabilité-coût" ou profitabilité. Plus ce différentiel, ou cette profitabilité, est élevée plus l'entreprise a intérêt à s'endetter puisque le capital qu'elle emprunte lui rapporte plus que ce qu'il lui coûte. Cet avantage sera d'autant plus important que le taux d'endettement sera fort: c'est l'effet de levier. Si le différentiel devient négatif alors l'entreprise sera d'autant plus contrainte par sa rentabilité financière que son endettement sera important.

L'analyse de l'effet de levier permet de souligner le poids de la contrainte de financement qu'assument, à des degrés divers, les entreprises industrielles. En effet, la comparaison entre la rémunération des capitaux engagés dans l'activité industrielle et celle des capitaux empruntés (taux d'intérêt) souligne l'intensité de cette contrainte et son extrême sensibilité aux fluctuations conjoncturelles. De ce fait, elle limite les possibilités d'ajustements dont disposent les entreprises en les réduisant à celles offertes par la gestion de la main-d'oeuvre ²² (intérim, contrat à durée déterminé, licenciements, retraite anticipée...).

Quel que soit le secteur (en intégrant le commerce, les services, le BTP, etc.), "on constate que le différentiel net "rentabilité-taux d'intérêt" s'est nettement amélioré, de 1983 à 1989 : la proportion d'entreprises pour lesquelles il était positif est passée de 25 % à près de 50 %. L'effet de levier net s'est donc considérablement amélioré pendant cette période, bien que la diminution des taux d'endettement ait modéré cet effet" particulièrement pour les grandes entreprises (Bardos M., Cordier J., 1991; Artus P., 1992). Pour la seule industrie manufacturière, IAA incluses, le même constat peut être effectué.

	(moyenne)						
Effet de levier net	1985	1986	1987	1988	1989	1990	1991
PME**	- 3,9	- 2,5	- 2,1	- 1,9	- 1,6	- 2,4	- 3,0
GE	- 2,8	- 3,5	- 1,6	- 1,1	- 0,4	- 1,3	- 1,7

* en gras, écart statistiquement discernable au seuil de 5 %,

** PME : entreprises de moins de 500 salariés, GE : entreprises de plus de 500 salariés,

Jusqu'en 1989, l'effet de levier net s'améliore, sans que les écarts selon la taille soient très significatifs, même si les PME apparaissent dans une situation globalement moins favorable que leurs concurrentes de plus grande taille. En fin de période, on observe une certaine homogénéité des performances des entreprises de biens intermédiaires et de biens d'équipement. Les industries agro-alimentaires sont, sur cet indicateur, proches de celles des autres secteurs industriels. Seule exception,

²²Voir le dossier "Crise, comment en sortir ?", paru dans l'Expansion du 4-17 mars 1993, en particulier les articles de Jean BOISSONAT, Jacques BARRAUX et Michel AGLIETTA.

les firmes des biens de consommation courante qui se trouvent dans une situation préoccupante avec un effet de levier net continûment défavorable. Autrement dit, pour un grand nombre de firmes, le coût du crédit est supérieur à la rentabilité économique du capital, une fois déduits les amortissements. Dès lors le déclin de l'efficacité du capital vient renforcer la contrainte de rentabilité induite par des taux d'intérêt trop élevés au regard de l'activité réelle. C'est ce que montre le recul de la rentabilité financière à partir de 1990.

	(moyenne)						
Rentabilité financière nette*	1985	1986	1987	1988	1989	1990	1991
PME**	1,6	2,9	3,1	3,4	4,0	3,5	2,3
GE	2,4	2,4	3,9	4,8	5,6	4,8	4,2

* en gras, écart statistiquement discernable au seuil de 5 %.

** PME : entreprises de moins de 500 salariés, GE : entreprises de plus de 500 salariés.

	(moyenne)						
Rentabilité financière nette (%)	1985	1986	1987	1988	1989	1990	1991
IAA***	1,3	2,8	2,6	1,1	2,6	2,8	2,6
BI	1,7	3,2	3,7	5,0	5,5	4,9	2,9
BE	2,5	2,9	4,0	5,4	5,5	5,5	3,7
BCC	1,4	2,6	2,3	2,1	2,6	1,2	0,8

*** IAA : industries agro-alimentaires, BI : biens intermédiaires, BE : biens d'équipement, BCC : biens de consommation courante.

La rentabilité financière nette est généralement plus favorable aux grandes entreprises qu'aux PME, du fait d'un taux d'intérêt apparent et d'un taux de marge meilleurs, d'un endettement plus faible, et d'un moindre effort d'accumulation²³. Elle est voisine dans les entreprises des biens de consommation courante et des industries agro-alimentaires tout en étant, le plus souvent, inférieure à celle des firmes des autres secteurs.

De cette fragilité, d'aucuns ont conclu à une insuffisance de fonds propres des PME. Or s'il existe sur la décennie 80 un écart avec les grandes entreprises il est difficile d'en tirer des conclusions tranchées car, d'une part l'écart est plutôt en faveur des PME en début de période, des secondes en fin, d'autre part l'autonomie financière des PME est relativement stable.

Autrement dit la comparaison PME/grandes entreprises montre une amélioration de la situation financière des secondes et non une détérioration de celle des premières. Bien sûr, cela ne signifie pas pour autant que les PME n'aient pas de problèmes. Mais ces derniers relèvent plus des conditions de financement que d'une faiblesse intrinsèque des fonds propres.

L'évolution apparemment moins favorable aux PME, résulte pour l'essentiel d'un moindre recours à des augmentations de capital, lié en partie à une plus grande difficulté à accéder aux marchés financiers, malgré la simplification de leur fonctionnement (Jullien H., Paraque B., 1994). Toutefois, la dispersion des situations individuelles est toujours plus importante que pour les grandes entreprises.

Outre la question des structures nécessaires pour maîtriser les nouveaux instruments financiers ou l'introduction, par exemple, au second marché (Belletante B. et Desroches J., 1993),

²³Ce qui signifie que le poids des charges de maintien du potentiel productif grève moins les rentabilités financières brutes chez les grandes entreprises que chez les P.M.I.

celle du pouvoir de décision dans l'entreprise pèse sur l'appel à de nouveaux actionnaires. En effet, ce sont souvent des sociétés familiales qui craignent de perdre leur indépendance et qui ont investi dans un projet industriel avec une forte implication personnelle. Il se pourrait que l'arbitrage entre la perte d'indépendance et le maintien d'une certaine autonomie de décision, tranché en faveur de la deuxième alternative, ait pesé sur le développement de certaines PME et sur la satisfaction de leurs besoins de financement.

Il est intéressant, par ailleurs, de souligner que le désendettement des firmes les plus importantes s'est accompagné d'une réorganisation des actifs (croissance externe, délocalisation des sites de production, etc.). **Autrement dit, le renforcement des fonds propres de ces entreprises a été très étroitement lié à une modification des emplois (structure de l'actif)** correspondant à l'élaboration de stratégies particulières ²⁴ (Vieille J.N., 1993).

E - Autonomie financière ou performances économiques et financières ?

Une interrogation sur l'autonomie d'une entreprise n'a de sens qu'en rapport avec le comportement global de celle-ci. Pour ce faire nous rapprocherons le ratio "financement propre/capital engagé" de la rentabilité financière brute, puis nette des charges de maintien du potentiel productif. Nous apporterons alors des éléments d'explication à partir :

- du taux de valeur ajoutée qui éclaire les modes d'organisation industrielle,
- du taux d'accumulation qui contribue à expliquer l'écart des performances.

1990-1992 au seuil de 5 % *	P M I			G. E.		
	borne inférieure	moyenne	borne supérieure	borne inférieure	moyenne	borne supérieure
Financement propre / Capital engagé	68,3	68,5	68,8	73,6	74,6	75,6
Taux de valeur ajoutée	39,5	39,7	39,9	36,2	37,0	37,9
Taux d'accumulation	14,3	14,5	14,7	12,5	13,2	13,9
Taux d'investissement productif	13,6	13,9	14,1	14,1	14,9	15,8
Taux de croissance des équipements productifs	12,2	12,6	13,0	9,8	11,2	12,6
Rentabilité économique	16,1	16,2	16,3	14,5	15,1	15,7
Rentabilité financière brute	15,0	15,2	15,4	13,0	13,7	14,4
Rentabilité financière nette	4,0	4,3	4,5	4,5	5,3	6,0
Dotation / Financement propre	10,6	10,8	10,9	7,9	8,4	8,8

* comparaison des moyennes avec leur intervalle de confiance, moins les intervalles de confiance sont distincts selon la taille, plus l'écart est statistiquement significatif sur la moyenne.

Les différences d'autonomie constatées peuvent s'expliquer par une moindre intégration des grandes entreprises par rapport aux PME, leur taux de valeur ajoutée étant généralement inférieur à celui de ces dernières. Cette moindre intégration autorise, toutes choses égales par ailleurs, la réduction de l'investissement matériel à effectuer et l'externalisation, sur les fournisseurs et les clients, des contraintes liées aux fluctuations de l'activité. Elle modifie en outre le mode de financement du

²⁴Toute stratégie représente un investissement en partie "immatériel" (contacts internationaux, prospective, recherche de partenaires...) dont le coût est élevé. Dès lors ce type d'investissement est difficilement accessible aux P.M.I. alors qu'il constitue une nécessité et un atout pour la compétitivité.

cycle de production. Par conséquent, les différences d'autonomie observées selon la taille renverraient plus à des modes d'organisation distincts qu'à des problèmes d'insuffisance de fonds propres.

Comme cela a déjà été souligné plus globalement, l'endettement plus important des PME relativement aux firmes de plus grande taille correspond aussi à une politique de renouvellement du potentiel productif plus soutenu, dont ne rend qu'imparfaitement compte le taux d'investissement productif. Autrement dit, en pondérant le taux d'investissement par l'efficacité du capital, il apparaît que les PME investissent relativement plus. Or qui dit investissement plus important dit besoin de financement (y compris pour le cycle d'exploitation) plus important, ce qui se traduit par un recours au financement externe plus élevé.

Si la diversité des situations individuelles dans les PME nécessite des mesures adaptées, il faut cependant être conscient de la prudence avec laquelle une appréciation globale doit être portée. Elles concernent moins une insuffisance de fonds propres en tant que telle qu'une plus grande sensibilité aux fluctuations de l'activité, donc une plus grande dépendance à l'égard de leur environnement commercial et financier.

Une étude de la Centrale de Bilans de la Banque de France a d'ailleurs montré (Szpiro D., 1991) que depuis 1985 les **contraintes** pesant sur l'investissement portent soit sur l'**endettement**, soit sur les **débouchés** et peu sur la rentabilité ou les taux d'intérêt. Par conséquent, c'est la possibilité de s'endetter, c'est-à-dire que l'**activité économique à venir de l'entreprise** lui permette d'assurer le service de la dette, intérêts + remboursement, qui conditionne l'investissement plutôt que le coût du financement en lui-même.

La mesure de l'autonomie financière pose un double problème méthodologique qui est celui de la définition du ratio pertinent pour apprécier les niveaux des fonds propres et le sens qu'on donne à cette mesure (Paranque; 1994).

Comptablement, selon l'indicateur retenu, l'appréciation pourra varier et oblige donc à définir l'objet de la mesure.

Économiquement, cette mesure a-t-elle un sens si on ne la relativise pas au regard de la dynamique de l'entreprise, particulièrement son taux d'accumulation, et de ses performances économiques ?

On l'a vu, la question de l'insuffisance des fonds propres des PME apparaît avec une acuité d'autant plus grande qu'on les compare aux entreprises à effectif plus important. Or cela est d'autant plus erroné que les logiques de fonctionnement sont différentes. En effet, à la restauration de l'autonomie financière dans les grandes entreprises correspond un moindre taux d'accumulation que dans les PME.

En termes de rentabilité, selon que l'on raisonne avant ou après amortissements ou dividendes, les résultats des comparaisons peuvent diverger.

Si on déduit les dividendes versés de la capacité d'autofinancement brut, on obtient l'**autofinancement**. Rapporté au financement propre, il constitue un indicateur de rentabilité après rémunération des actionnaires et donc une évaluation de la capacité de capitalisation de l'entreprise, avant prise en compte de la politique d'investissement.

LA CAPITALISATION

1992	PME			GE			%
	Borne inf.	Moyenne	Borne sup.	Borne inf.	Moyenne	Borne sup.	
Autofinancement/financement propre*	9,9	10,3	10,6	7,3	8,7	10,2	
Autofinancement net/financement propre	-1,0	-0,7	-0,3	-0,6	0,8	2,2	
Source et réalisation : Banque de France - Observatoire des entreprises Tél. : +33 (1)42 92 56 58							Mise à jour février 1994

* le test sur la médiane montre un écart statistiquement discernable au seuil de 5 % en faveur des PME (50,7 % contre 38,6 %).

1993	PME			GE			
	Borne inf.	Moyenne	Borne sup.	Borne inf.	Moyenne	Borne sup.	
Autofinancement/financement propre	7,0	7,4	7,8	4,0	5,4	6,8	
Source et réalisation : Banque de France - Observatoire des entreprises Tél. : +33 (1)42 92 56 58							Mise à jour octobre 1994

Les PME sont toujours plus rentables que les grandes entreprises après paiement de dividendes aux actionnaires. L'écart s'accroît quelque peu d'une catégorie de taille à l'autre quand on passe de la rentabilité financière brute au ratio « autofinancement/financement propre » (de 1 point à 1,6 point). Le poids des dividendes est en effet plus élevé dans les grandes entreprises que dans les PME (respectivement 2,5 % du financement propre contre 1,7 % et 18,5 % de la capacité d'autofinancement brute contre 11 %).

En revanche, après déduction des charges de maintien du potentiel productif, et donc en net, les situations sont quelque peu différentes (mais plus favorables en 1992 aux PME sur le ratio « autofinancement net/capitaux propres »²⁵). Autrement dit, le poids des dotations aux amortissements est supérieur dans les PME alors que celui des dividendes est moindre. Le constat est symétrique pour les grandes entreprises. Ainsi, la capacité de capitalisation des résultats, et donc de renforcement des capitaux propres, n'est que peu différente d'une catégorie de taille à l'autre.

Ce constat est une illustration de logique économique différente, l'une plus industrielle, l'autre plus financière. **Il apparaît bien une contrainte de rentabilité spécifique dans les grandes firmes à l'égard des actionnaires relative à l'intensité des liens avec le marché financier** : la rentabilité financière nette et la rémunération des actionnaires y sont plus fortes.

LA DISTRIBUTION

(en %)

25 d'après le test sur la médiane.

1992	PME			GE		
	Borne inf.	Moyenne	Borne sup.	Borne inf.	Moyenne	Borne sup.
Dividendes/capitaux propres	3,0	3,1	3,3	4,2	4,7	5,3
Source et réalisation : Banque de France - Observatoire des entreprises Tél. : +33 (1)42 92 56 58						
Mise à jour février 1994						

1993	PME			GE		
	Borne inf.	Moyenne	Borne sup.	Borne inf.	Moyenne	Borne sup.
Dividendes/capitaux propres	3,8	4,0	4,3	4,0	5,3	6,1
Source et réalisation : Banque de France - Observatoire des entreprises Tél. : +33 (1)42 92 56 58						
Mise à jour octobre 1994						

L'opposition constante entre les entreprises selon leur taille souligne la spécificité de **la contrainte de rentabilité plus importante à l'égard des prêteurs dans les PME**. La rentabilité économique doit y être plus forte pour assurer la charge de la dette et le poids de la politique d'investissement.

Il faudrait préciser cette opposition par une étude complète de l'incidence de la fiscalité sur la politique d'amortissement, mais ceci dépasse le champ du présent travail. Il n'en reste pas moins que l'amortissement dégressif réduit, comptablement, le délai de retour sur investissement et peut donc amplifier les effets de la politique d'investissement proprement dite sur le résultat.

La situation financière des PME est d'autant plus sensible à la charge de la dette que leur développement dépend fortement de l'évolution des débouchés, sans que leur actif ait une valeur autre que comptable du fait de l'absence d'un marché financier adapté à leur spécificité. En outre, les exigences de rentabilité qui caractérisent les marchés financiers (O.F.C.E., 1993) ne coïncident pas forcément avec les choix de développement des PME dont le fondement est "réel". De ce fait, un apporteur de capital n'a aucune raison a priori de s'accorder à cette logique. Soit il n'est pas intéressé, soit il va introduire une distorsion plus ou moins grande entre la logique de la PME et ses propres besoins de rémunération. Cette distorsion générée, quelle que soit la nature de l'apporteur, nouvel actionnaire ou prêteur, est gérée par les PME par une flexibilité importante (C.E.P.M.E, 1993), s'appuyant sur des efforts de renouvellement de leurs équipements élevés et une main-d'oeuvre au savoir-faire non négligeable. Se faisant, si elles n'attirent pas de nouveaux actionnaires, elles peuvent néanmoins maîtriser la contrainte de solvabilité, pour autant que leurs débouchés se maintiennent, à défaut de croître.

Par conséquent, compte tenu du mode d'insertion propre aux PME dans le système productif, il apparaît une spécificité qui ne permet nullement de les définir comme des "petites grandes entreprises". **La logique les organisant est d'un autre ordre que celle des grandes entreprises. On pourrait la qualifier de logique d'accumulation sous contrainte de débouchés** (définissant le risque de réalisation), la contrainte de rentabilité ne jouant "que comme" force de rappel aux conditions du marché.

Les grandes entreprises quant à elles, obéiraient à **une logique de capitalisation sous contrainte de rentabilité**, en particulier financière, la contrainte de débouchés étant gérée au travers des alliances; des réorganisations des actifs, de position dominante, etc.

Dans ces conditions le handicap des PME en matière de financement serait de deux ordres. D'une part le risque PME est moins un risque de rentabilité qu'un risque d'incertitude sur leur pérennité, ce qui pose directement le problème de la production d'informations. D'autre part le développement et la libéralisation des marchés financiers ont accru la volatilité du fonctionnement de ces derniers. Les banques et, plus largement, les établissements de crédit gèrent alors à l'écart de temporalité entre le rythme de ces marchés et celui de l'activité réelle. Les grandes entreprises sont aussi soumises à cette contrainte et elles la gèrent par l'adaptation de leur politique d'investissement et d'emploi. En revanche, les PME sont plus passives et supportent cette "régulation" par les marchés financiers. Il apparaît donc que la problématique "PME" est une problématique de financement de la croissance²⁶ (sans que pour autant celle-ci signifie hausse de la taille), intégrant leur contrainte première relative aux débouchés.

Ces différences de logiques de comportement tant dans la formation de la rentabilité que dans les modalités de financement, sont susceptibles alors de permettre de définir une PME comme une entreprise dont les titres ne sont pas négociés sur un marché.

Au total, si l'appréciation bilantielle de la situation financière des PME peut inciter à croire à une insuffisante capitalisation de leur part, l'analyse de leur comportement économique et financier indique, quant à elle, des rentabilités économiques et financières comparables, voire supérieures à celles des grandes entreprises. Autrement dit, le gain potentiel escompté d'une participation au capital d'une PME paraît aussi élevé que celui obtenu dans une entreprise de taille plus importante. Toutefois, la réalisation de ce gain et l'importance de la capitalisation vont dépendre d'une part de l'importance des investissements engagés qui déterminent celle des amortissements à effectuer et, d'autre part, de la politique de distribution de dividendes suivie.

Au total, face à un environnement difficilement prévisible, et donc générant des contraintes externes lourdes (débouchés solvables limités, taux d'intérêt réels élevés...), les firmes ne peuvent jouer que sur des variables internes. Parmi celles-ci, l'emploi et les salaires sont les moins complexes à manipuler et à gérer (en particulier avec le développement de la désindexation des salaires sur les prix et des négociations de branche), permettant, en outre, de plus ou moins compenser le repli de l'efficacité du capital engagé. Toutefois, ce mode d'accumulation de substitution du capital au travail ne parvient plus à compenser les baisses d'efficacité du premier par des gains de productivité du second. Comme le dit Vivien Levy-Garboua :

²⁶cf. annexe 2, les contraintes de la croissance.

“ ce n'est pas simplement un prolongement de la tendance vers toujours plus de capital, c'est une mise en question des méthodes de travail, des structures de coûts et des avantages dans l'industrie, les services et la banque qui est à l'oeuvre ”²⁷.

F - Quels enseignements tirer de la comparaison sur l'autonomie avec leurs concurrentes étrangères ?

Il a été mis en évidence (Cette G., Szpiro D., 1991) que les entreprises françaises occupent une place intermédiaire, par rapport à leurs concurrentes européennes, en ce qui concerne leur dimensionnement. Ce dernier a été mesuré en comparant les performances des firmes en fonction de leur taille, de leur secteur d'activité et de leur nationalité. Cette position moyenne sur l'efficacité des structures de production se retrouve dans une certaine mesure quand on étudie les prélèvements fiscaux et sociaux supportés par l'industrie manufacturière (Beau D., Laudy J., 1989).

Le renforcement de leurs fonds propres sur la période 1985-1989 a permis aux entreprises françaises de réduire sensiblement leur handicap vis-à-vis de leurs concurrentes étrangères. Ainsi l'examen du ratio “ capitaux propres/capital financier ”²⁸ montre que nos firmes industrielles se situent dans une position intermédiaire au sein des principaux pays de l'O.C.D.E.. Un rapprochement France/Allemagne est cependant, en ce domaine, difficile à réaliser en raison, notamment, de l'importance dans ce dernier pays des provisions pour retraites. Ainsi, en assimilant ces provisions à des fonds propres, nos entreprises apparaissent sous-capitalisées par rapport à leurs homologues allemandes (Ralle et alii, 1991 ; Beau D., Sananes J.C., 1990). En revanche, si on les exclut des fonds propres, les firmes françaises sont en meilleure situation que leurs concurrentes allemandes, ce qui a été confirmé par un article paru dans le rapport mensuel de novembre 1994 de la Bundesbank.

Une étude réalisée par la Communauté Économique Européenne (Laudy J., 1992) montre que, par ailleurs :

- “ les PME appartenant à des groupes ont bénéficié de la désintermédiation par le canal de leur société-mère (...) tandis que les PME indépendantes sont restées très liées au système bancaire ”,

- les structures financières des grandes entreprises se sont **rapprochées** de celles des PME

Les travaux de comparaisons internationales sont plus rares que ceux portant sur un même pays, ce qui est sans doute lié à la difficulté de trouver des bases de données fiables. Parmi les principaux résultats récents, on peut relever que l'Allemagne aurait un taux d'endettement plus faible, ce qui s'expliquerait par le rôle des provisions pour retraites en tant que quasi fonds propres (Rajan et Zingals, 1995 ; Bulletin mensuel de la Bundesbank, 1994), et que les entreprises françaises se sont fortement désendettées sur la fin des années quatre-vingt (Beau et Sananes, 1990 ; Remonola , 1990).

²⁷L'Expansion, 4/17 mars 1993, p. 98.

²⁸Capital financier : capitaux propres + provisions + emprunts + crédits bancaires à court terme.

À partir d'un échantillon d'entreprises cotées des pays du G7 Rajan et Zingales (1995) étudient la structure du capital à l'aide d'indicateurs comptables et de marché en 1991. Globalement, le niveau agrégé d'endettement est similaire entre les pays, sauf en Allemagne et au Royaume-Uni où il serait un peu plus faible. Cette conclusion rejoint celle de la Bundesbank (1994) qui montre qu'une fois les principales différences de méthode réglées, la dotation en fonds propres des entreprises allemandes, italiennes, espagnoles et françaises est voisine. L'auteur insiste fortement sur l'existence des biais existant liés aux différences de traitement comptable, de collecte et de méthodes statistiques retenues pour le traitement des données. Il semble bien que les écarts de conclusion d'un auteur à l'autre s'expliquent essentiellement pour ces raisons et par les périodes étudiées (Remonola 1990, Kneeshaw 1995). Ainsi Remonola travaillant sur la période 1982-1987 ou Borio étudiant les années 1970 à 1987, à partir de données comptables agrégées et à l'aide du ratio « dettes/actifs » constatent un taux d'endettement supérieur en France à celui observé en Allemagne, mais Kneeshaw procédant à une comparaison 1982/1992 trouve l'inverse avec les ratios dettes/actifs, dettes/capitaux propres ou dettes financières/PIB.

Le choix (ou plutôt la disponibilité) des données et des indicateurs est déterminants sur les conclusions. Il en est ainsi de l'appréciation de l'influence sur le niveau d'endettement de la taille. Rajan et Zingales trouvent que l'endettement s'accroît avec la taille, sauf en Allemagne, alors que sur données françaises ceci n'est vrai que pour le ratio dettes financières/valeur ajoutée (Bardos, 1995) et qu'on trouve une relation inverse entre la taille et le taux d'endettement (Paranque, 1992, 1994). Les auteurs expliquent ce résultat par le fait que plus une entreprise est grande, plus elle peut se diversifier et donc avoir une plus faible probabilité d'être en difficulté (la probabilité de banqueroute étant plus faible, elles peuvent plus s'endetter). Cette explication paraît pertinente pour des entreprises cotées pour lesquelles les choix d'investissement visent à maximiser la valeur de la firme. Mais pour les entreprises cotées versus les sociétés non cotées, la relation positive constatée entre taille et taux d'endettement indique plutôt des conditions différentes de financement.

Le cas atypique de l'Allemagne n'est pas expliqué par les auteurs. En effet, le coût de liquidation d'une entreprise est le plus souvent inférieur à sa valeur de marché. Par conséquent le coût potentiel d'une faillite est important. En Allemagne le risque d'apparition de ce coût est plus fort dans la mesure où la mise en liquidation est immédiate en cas d'incidents de paiements. Selon les auteurs, on devrait alors observer une relation positive entre la taille et l'endettement pour les raisons évoquées plus haut, ce qui n'est pas le cas. Ils ne répondent pas à cette contradiction, évoquant une méconnaissance de l'influence des facteurs institutionnels. On peut cependant avancer l'hypothèse suivante : compte tenu des relations étroites entretenues par les banques et les entreprises en Allemagne, on peut supposer que deux phénomènes jouent pour les entreprises cotées. D'une part compte-tenu du coût d'une banqueroute, les banques peuvent, malgré la possibilité de diversification des firmes, refuser de prêter au-delà d'un certain niveau, laissant les entreprises s'autofinancer ou lever des fonds sur les marchés. Il est vrai que ce faisant, le signal émis serait négatif, l'émission de

titres pouvant être perçus comme une trop grande prise de risque de l'entreprise par les nouveaux éventuels actionnaires. D'autre part, la faiblesse du développement des marchés financiers en Allemagne et les spécificités institutionnelles font que les banques peuvent être au capital des firmes. De ce fait, compte tenu de la réduction du risque banqueroute liée aux possibilités de diversification croissante avec la taille et donc l'existence d'opportunités rentables, les banques accepteraient d'acquiescer des titres plutôt que d'accorder de nouveaux prêts, compte tenu de l'information privilégiée qu'elles sont susceptibles d'avoir.

Pour conclure cette section, les principaux résultats obtenus par Rajan et Zingales sont les suivants ²⁹ :

- sur le ratio « passif - capitaux propres/actif », les pays anglo-américains sont moins endettés que les pays européens et le Japon (en médiane respectivement 0,56 contre 0,7 en 1991) ;

- sur le ratio « dettes/actif », l'**Allemagne** et le Royaume-Uni sont les moins endettés, sachant que les pensions pour retraite ne sont pas considérées comme des dettes ;

- sur le ratio « dettes/actif net », le Japon, le Canada, l'**Italie** et la **France** sont les plus endettées (avec actif net : actif - avances et acomptes - autres dettes) ;

- sur le ratio « dettes/dettes + capitaux propres », le Royaume Uni est le moins endetté, l'**Allemagne** et les USA sont proches alors que la France, l'Italie et le Japon restent les plus endettés.

Pays	Nombre d'entreprises	Passif-capitaux propres/actif (médiane)	Dettes / actifs (médiane)	Dettes / actifs nets (médiane)	Dettes/capitaux propres + dettes (médiane)
U. S. A.	2580	0.58	0.27	0.34	0.37
Japon	514	0.69	0.35	0.48	0.53
Allemagne	191	0.73	0.16	0.21	0.38
France	225	0.71	0.25	0.39	0.48
Italie	118	0.70	0.27	0.38	0.47
Royaume-Uni	608	0.54	0.18	0.26	0.28
Canada	318	0.56	0.32	0.37	0.39

Source : Rajan - Zingales (1995).

Outre les problèmes méthodologiques évoqués, on peut s'attendre à ce que les structures de production des différents pays se retrouvent sur la structure financière des entreprises. Or Laudy et Szpiro (1989) constatent que « les différences nationales entre entreprises sont plus marquées que les caractéristiques sectorielles d'endettement », autrement dit « les spécifications sectorielles sont beaucoup moins nettes que les particularités nationales ».

Il apparaît alors que les différences portent surtout sur l'importance du rôle du système bancaire et sur l'intensité de l'activité financière. L'offre bancaire est perçue en France, surtout dans l'industrie, comme trop quantitative et pas assez qualitative (en particulier dans les petites PME), les relations sont jugées "versatiles", alors qu'en Allemagne et en Grande-Bretagne on considère les

²⁹ Valeur comptable

rapports plus équilibrés (CNC, 1991). Ainsi, le niveau pertinent de fonds propres est à évaluer quasiment au cas par cas, à l'aune du dynamisme des PME et de leurs capacités à répondre à la demande qui leur est adressée. Ce niveau pertinent est alors celui qui permet le développement de l'entreprise qui, pour ce faire, doit mobiliser d'autres ressources que celles des seuls actionnaires.

TABLEAU SYNTHÉTIQUE DES PRINCIPAUX RÉSULTATS DES RECHERCHES³⁰

Nom du document	Base de données utilisées et pays comparés	Indicateurs choisis	Période étudiée, champ et taille de l'échantillon	Principaux résultats
C.E.V. Borio : « Leverage and financing of non-financial companies : An international perspective », Bank for International Settlements Economic papers n° 27, mai 1990	- OCDE statistiques financières et statistiques nationales sur flux financières - USA, Canada, Royaume-Uni, Japon, Allemagne, France, (Italie)	a) Dettes (bruts) / total de l'actif b) dettes (nets) / actifs réels	-1970-1987 - ensemble des entreprises de l'industrie et du commerce ou industrie manufacturière - échantillons nationaux représentatifs	Selon l'indicateur a) France plus endettée que l'Allemagne, selon b) vice versa, Italie très proche de l'Allemagne
L. Bloch et J. Laudy : « France, Allemagne et Belgique : des structures de bilans proches à la fin de la décennie quatre-vingts », Économie et Statistique n° 268 - 269, août / septembre 1993	- BACH (ancien version) - France, Allemagne et Belgique	a) Capitaux propres (+ provisions) / total du bilan b) capitaux propres (+ provisions) / actifs immobilisés (coûts historiques et valeur du marché)	-1985-1991 - industrie manufacturière - échantillons nationaux représentatifs	En considérant les provisions comme quasi fonds propres la France est plus endettée que l'Allemagne, si non l'Allemagne est plus endetté
RG. Rajan et L. Zingales: « What do we know about capital structure ? Some evidence from international data », NBER WP n° 4875, octobre 1994	- Global Vantage Data - USA, Japon, Allemagne, France, Italie, Royaume-Uni, Canada	a) Dettes + provisions / total de l'actif b) dettes / total de l'actif c) dettes / total de l'actif net d) dettes / dettes + capitaux propres (médiane et moyen) (coûts historiques et valeur du marché)	- 1991 - ensemble des entreprises - limitation au sociétés de capitaux cotées en bourse (de 118 entreprises (Italie) à 225 (France))	Selon a) Allemagne la plus endetté (coûts historiques), Italie et France très proche; selon b) c) et d), Italie plus endettée que la France et l'Allemagne et l'Allemagne moins endettée que la France (corrélation positive entre taille et endettement à l'exception de l'Allemagne)
JT Kneeshaw : « A survey of non financial sector balance sheets in industrialised countries », Bank of International Settlements WP n° 25, avril 1995	- Sources nationales : INSEE pour la France, Statistisches Bundesamt pour l'Allemagne, OCDE et Banca d'Italia pour l'Italie, OCDE et Banco de España pour l'Espagne - Australie, Belgique, Canada, France, Allemagne, Italie, Japon, Pays-Bas, Espagne, Suède, Suisse, Royaume-Uni, USA	a) Dettes financières / total de l'actif b) dettes financières + provisions / PIB c) dettes financières / PIB d) capitaux propres / PIB (valeur du marché)	- 1992 - ensemble des entreprises non financières - échantillons nationaux représentatifs et données macro-économiques	Selon a) Allemagne plus endettée que la France ; selon les autres indicateurs Italie la moins endettée et l'Allemagne la plus endettée ; autonomie financière en France la plus grande
Deutsche Bundesbank : « Dotation en fonds propres des entreprises : comparaison dans quelques pays de la communauté européenne », Bulletin mensuel n° 10, octobre 1994	- BACH (ancien version) et sources nationales - Allemagne, France, Espagne, Italie	Capitaux propres / total du bilan	- 1982 - 1991 - industrie manufacturière - échantillons nationaux représentatifs	Sans correction des différences méthodologiques des échantillons et du traitement des données, Allemagne moins autonome que les autres pays; après correction, situation voisine

³⁰Extraits d'une étude à paraître sur la comparaison du niveau des fonds propres en Autriche, Allemagne, Espagne, Italie et France, menée dans le cadre du Comité Européen des Centrales de Bilans.

E M Remolona : « Understanding international differences in leverage trends », FRBNY Quarterly Review, printemps 1990	- BACH (ancien version) et Global Vantage Data - France, Allemagne, Japon, Royaume-Uni, USA (Italie, Pays Bas, Australie)	Dettes/Actif	- 1982-1987 et 1983, 1987 - ensemble des entreprises - échantillons nationaux représentatifs et limitation à quelques sociétés de capitaux cotées en bourse (de 16 entreprises (France) a 31 (Allemagne))-	France plus endettée qu'Allemagne et Italie et Italie plus endettée qu'Allemagne. Les résultats avec données Global Vantage confirment le constat mais démontrent des différences plus grandes entre France et Allemagne
J. Laudy et D. Szpiro :, « Endettement, désendettement et taux d'intérêt », Banque de France, 1989	- BACH (ancien version) - France, Japon, Belgique, Allemagne, Pays-Bas, Royaume-Uni	Dettes / total du bilan	1975-1985 - ensemble des entreprises - échantillons nationaux représentatifs	France plus endettée que l'Allemagne

III - LES MODES DE CROISSANCE DES ENTREPRISES INDUSTRIELLES

La problématique du financement des entreprises a conduit à expliciter le lien qui existait entre la croissance et les choix financiers des firmes.

La concomitance d'un chômage important et de taux d'intérêt réels élevés durant la deuxième moitié des années quatre-vingts peut hypothéquer l'avenir c'est-à-dire la croissance future. Cette configuration paraît perdurer en ce début des années quatre-vingts-dix (Henry J., 1990) comme si la croissance antérieure n'avait pas contribué à renouveler profondément les conditions d'accumulation du fait d'une insuffisante efficacité du capital. Le redressement de la rentabilité (et donc la maîtrise de la contrainte de solvabilité en particulier) a pu néanmoins s'opérer grâce à la modification de la répartition de la valeur ajoutée plus favorable à la rémunération des capitaux.

L'analyse des modes de croissance des grands groupes montre que :

« schématiquement les années 1980 peuvent se résumer ainsi : une croissance tirée par des phénomènes d'acquisitions, et financée principalement par des efforts de productivité (baisse relative des effectifs) et par un recours à l'endettement (surtout en fin de période) ». (Vieille J.N., 1992).

Cette problématique est développée en deux temps. Tout d'abord la croissance est qualifiée à partir de la politique d'investissement menée par les entreprises puis selon l'évolution de l'emploi et de l'activité qu'elles ont connues.

A - Une accumulation soumise à la contrainte financière.

L'essor des marchés financiers et l'effet d'éviction qu'il peut avoir sur l'investissement productif, sont au coeur des débats sur l'existence ou non d'une déconnexion des sphères réelle et

financière. Une étude réalisée avec Mireille Bardos a tenté de faire le point sur cette question ³¹ (Bardos M., Paraque B., 1992b).

a) Les comportements d'investissement.

L'étude comparée de l'activité productive et de l'activité financière sur données d'entreprises pose plusieurs problèmes. D'un point de vue conceptuel, départager le financier et le réel est complexe. Ainsi, à propos de la croissance externe, ce qui relève du financier pour les uns, peut servir à financer des acquisitions de capacité de production et donc être du réel pour les autres. À cela viennent s'ajouter les restructurations dont beaucoup répondent à une logique de stratégie industrielle, d'autres à un redéploiement d'activités vers le tertiaire, d'autres enfin à une orientation plus financière.

Par ailleurs, les mobiles des choix de l'entreprise ne sont pas toujours faciles à cerner. Dans le contexte d'essor des marchés financiers, les entreprises peuvent être contraintes dans leur comportement. Si leurs placements financiers sont souvent motivés par des espoirs de gains spéculatifs, ils sont aussi, pour beaucoup d'entre elles, rendus nécessaires par des taux d'intérêts réels élevés, dont il faut compenser les prélèvements qu'ils génèrent par des produits de même nature en adoptant une gestion de trésorerie active.

De ce point de vue, les études sur les comptes des entreprises soulignent une complexité certaine de la question. Ainsi, pour certains auteurs “ *si l'activité financière se substituait à l'activité industrielle, on devrait observer que les entreprises qui sous-investissent sont plutôt celles qui ont une forte activité financière* ” (Epaulard A., Szpiro D., 1989) ce qui n'est pas vérifié sur la période 1979-1986. D'autres constatent même que, globalement, les entreprises qui ont fait de la croissance externe ont accentué leur effort de renouvellement de leur potentiel productif et obtenu des rentabilités supérieures à celles de leurs concurrentes à croissance interne (Bavay F., Beau D., 1990).

En outre, l'approche sur échantillon ne permet pas de tirer un solde global des investissements productifs et des opérations financières. L'absence de données intra-annuelles nous empêche d'aborder l'activité financière des entreprises dans son ensemble : les bilans de fin d'exercice ont perdu la trace des montants de beaucoup de leurs placements à court terme, seuls les résultats financiers qu'ils ont pu générer demeurent. Ceci rend difficilement appréciable le comportement spéculatif à partir des comptes des entreprises.

³¹Présentée lors de la XVIIe Journée des Centrales de Bilans, Paris, novembre 1992

CROISSANCE INTERNE ET CROISSANCE EXTERNE : DEFINITIONS ET MESURES

La notion de croissance renvoie à celle d'accroissement et d'accumulation. La question est alors d'en définir le contenu et de savoir ce qu'on ne peut mesurer. Dans un cas comme dans l'autre, il s'agit de l'acquisition d'actifs. Mais pour la croissance interne, il s'agit d'actifs immobilisés corporels (en sachant qu'ainsi on ne prend en compte ni les investissements liés à la mise en oeuvre du nouvel équipement, ni les dépenses correspondant à son installation) ; pour la croissance externe, il s'agit d'actifs dont on ne connaît pas réellement la nature (terrains, équipements, brevets et licences, portefeuille de clients, réseau de distribution, placements spéculatifs). Pour apprécier la croissance interne et la croissance externe on se référera au taux d'investissement productif et au taux d'investissement financier:

- le taux d'investissement productif rapporte les acquisitions d'équipement productif, nets des apports, à la valeur ajoutée ; c'est une évaluation directe de l'effort de croissance interne ;

- le taux d'investissement financier rapporte les acquisitions de titres et de participations, nets des apports, à la valeur ajoutée ; il mesure un transfert de propriété sans toutefois qu'on puisse en apprécier l'importance en terme de pouvoir de décision dans l'entreprise cible.

A cela s'ajoutent les firmes qui se restructurent, pour lesquelles la Centrale de Bilans dispose de données d'apports par nature. Elles permettent d'évaluer l'importance et le sens des transferts d'actifs à l'occasion des restructurations.

Remarque : la mesure de la croissance interne sous-évalue l'effort consenti par rapport à celle de la croissance externe. Cette dernière, via les acquisitions de titres et de participations, peut correspondre aussi bien à l'acquisition de brevets et de licences, que de nouveaux procédés de fabrication ou encore à des accords de distribution en passant par l'achat d'un portefeuille de clients. Or ces différents aspects de la croissance externe ne se retrouvent pas dans l'indicateur de croissance interne retenu, sans qu'il soit pour autant possible de dépasser cette limite imposée par les données disponibles.

b) Les résultats.

Indépendamment de la durabilité des efforts d'investissements, entre 1985 et 1990 la proportion d'entreprises qui n'investissent que faiblement pour l'année considérée décroît de manière continue. Si de 1985 à 1988, les firmes qui ont fait essentiellement de la croissance externe sont proportionnellement de plus en plus nombreuses, à partir de 1989 leur importance relative diminue pour redevenir comparable à celles de 1985-1986. Ce sont alors les entreprises à croissance interne, combinée ou non avec de la croissance externe, qui deviennent plus nombreuses.

Plus la taille croît, plus la proportion d'entreprises qui ne font ni croissance interne ni croissance externe (ou qui le font mais plus faiblement que les autres) décroît. Ainsi en 1990, le pourcentage des firmes appartenant à cette classe est de 65,6 % dans les entreprises employant moins de 100 salariés et de 34,6 chez les plus grandes, soit un écart de 30 points. Cet écart n'était que de 20 points en 1985.

Quelle que soit l'année, la croissance externe, combinée ou non avec l'investissement productif, concerne d'autant plus d'entreprises que celles-ci sont de taille importante.

De même, les firmes productives se retrouvent dans une proportion comparable à leur poids dans la population totale chez les entreprises de moins de 1000 salariés ; en revanche, on y rencontre moins de très grandes entreprises en 1987, 1988 et 1989.

Les entreprises de l'agro-alimentaire et des biens intermédiaires, pour ces dernières particulièrement en fin de période, privilégient la croissance interne ou la complémentarité entre investissement productif et financier. Dans le secteur des biens d'équipement professionnels, les firmes investissent peu. Toutefois, à partir de 1988, elles acquièrent davantage de titres de participation. La croissance externe est importante dans la construction automobile jusqu'en 1987. Les firmes des biens d'équipement ménagers investissent jusqu'en 1988, soit en croissance externe, soit en croissance interne, pour, à partir de 1989, privilégier l'investissement financier. Causes ou conséquences des difficultés des industries de biens de consommation, dans ce secteur les entreprises investissent peu.

Les cas de défaillances d'entreprises se concentrent dans la classe des firmes investissant peu tandis que les restructurations sont très nombreuses chez les firmes qui font de la croissance externe, simultanément ou non à de la croissance interne.

La persistance d'un comportement donné deux années de suite détermine largement le devenir ultérieur des firmes :

* Un investissement productif intense et prolongé deux ans, sans croissance externe importante, se poursuivra les années ultérieures dans 2/3 des cas.

* Une croissance externe soutenue deux ans de suite, concomitante avec un investissement productif modéré ou faible, se prolongera dans six cas sur dix.

* Chez les firmes qui développent simultanément croissances interne et externe, le comportement ultérieur sera plus orienté vers l'investissement productif et les restructurations.

Quand les firmes investissent peu, elles ne font pas pour autant de croissance externe pour la presque totalité d'entre elles. Représentant plus de la moitié de l'échantillon, elles sont généralement de petite taille³² et produisent dans la plupart des cas des biens de consommation courante ou des biens d'équipement. Il est probable que certaines de ces entreprises ont une gestion de trésorerie active comme le suggèrent les rendements financiers élevés d'un quart d'entre elles. Le sens de la causalité est néanmoins difficile à cerner, la faiblesse de l'investissement pouvant venir, par exemple, de contrainte sur les débouchés indépendamment de tout lien avec la gestion de la trésorerie. S'il y a effet d'éviction pour certaines de ces firmes, il serait alors plus subi que choisi.

Les entreprises dénommées " financières " se sont clairement orientées vers la sphère financière tant en termes de croissance externe que de placements financiers. Leur taux d'investissement productif reste, sur toute la période, proche de celui des " peu investisseuses ". C'est seulement chez ces firmes qu'un effet d'éviction semble pouvoir être constaté.

³²La contradiction apparente avec les analyses faites précédemment provient essentiellement de l'indicateur retenu qui est le taux d'investissement et non le taux d'accumulation.

Ainsi, étudié sur des comportements différenciés d'entreprises, l'effet d'éviction **direct** apparaît parfois plausible. Il concerne en particulier un nombre limité de firmes néanmoins importantes économiquement: il s'agit de très grandes sociétés situées principalement dans les biens d'équipement. La croissance externe augmente donc avec la taille et ce constat peut être rapproché du fait que l'accès aux marchés financiers est plus difficile pour les PME.

Par contre, deux catégories importantes par leur dynamisme économique ne semblent pas avoir privilégié l'investissement financier au détriment de l'investissement productif. Il s'agit :

- d'une part, des firmes, de plus en plus nombreuses, qui renouvellent leurs équipements productifs de façon importante sans se lancer dans la croissance externe, ni augmenter leurs valeurs mobilières de placement,

- d'autre part, des firmes qui développent simultanément investissement productif et croissance externe ; elles sont les moins nombreuses et les plus capitalistiques. Si leurs titres et participations sont très importants, leurs valeurs mobilières de placements restent à un niveau plus modéré. Elles se sont également davantage restructurées que les autres. Ce constat ne répond pas, bien sûr, à la question de savoir si un moindre investissement financier de leur part les aurait conduites à plus d'investissement productif.

Toutefois l'étude des indicateurs de rentabilité incite à penser que l'effet d'éviction du financier sur le réel, qui est le fait d'un nombre limité d'entreprises, n'est pas sans influence sur le comportement des autres et jouerait de manière **indirecte**. Il interviendrait au travers des choix d'investissement productif. La relative convergence des rentabilités brutes globales observées entre les classes serait l'indice d'un rapprochement entre “ les horizons ” de la finance et du réel.

c) À propos de l'effet d'éviction

Comme le souligne un récent rapport de la Commission des Communautés Européennes (1992) “ ... le système financier n'est pas neutre dans le choix des investissements à financer ” du fait de l'influence que “ la sphère financière exerce sur la nature et la localisation de l'investissement productif... ”. Cela signifie alors que l'appréciation de l'existence ou non d'un éventuel effet d'éviction de l'investissement financier sur l'investissement productif au travers des comptes d'entreprise renvoie aux exigences de rentabilité des capitaux engagés dans l'activité des firmes (Aglietta M., 1995, 1991, 1990). Ainsi, l'interrogation sur l'effet d'éviction du financier sur le réel se situe dans un cadre général où il peut y avoir un effet d'éviction entre types d'investissement productif (en lien avec le degré de substitution capital-travail, d'intensité capitalistique, le type d'organisation de la production, les besoins de qualification, etc...) en faveur de celui offrant, au regard d'un investissement financier, une rentabilité comparable . Cette attitude correspondrait à ce que Claude Pottier (1988) appelle la stratégie financière d'entreprise: “ la croissance externe permet un redéploiement du capital pour

renouveler les bases de sa rentabilité face à la crise et, dans le contexte de mondialisation de l'économie, face à l'affaiblissement des positions privilégiées que les groupes ont longtemps tenu en France ". La stratégie financière est alors, pour la sphère productive, " *l'engagement du capital non seulement dans les activités financières (placements et prêts) mais aussi dans les activités productives les plus diverses, sans qu'il y ait une cohérence technologique entre elles* " .

Au total, dans l'industrie, la poursuite d'un certain renouvellement du potentiel productif infirme l'existence d'un effet d'éviction direct du financier sur le réel. En effet, la période 1986-1989 a été caractérisée par des efforts d'investissement importants tant productifs que financiers. En revanche, cet effet peut jouer **indirectement** sur les modalités de la substitution capital/travail. Celle-ci s'opérerait en faveur des investissements productifs et des organisations du travail susceptibles d'accélérer les délais de retour sur investissement (c'est-à-dire le temps qui sépare la dépense du moment où on la récupère sous forme de profit pour un capital donné) et d'offrir des rentabilités suffisantes pour satisfaire les apporteurs de fonds (actionnaires et prêteurs) dans un contexte de fort développement des marchés financiers ³³. Par ailleurs, la contrainte de financement a été, et continue à être, d'autant plus forte que, malgré une phase de croissance, les incertitudes sur l'avenir étaient, et sont, élevées. Elles renforcent par conséquent la propension, déjà grande, à accélérer le retour des investissements. Cependant,

“ cet effort d'investissement est typé par trois caractéristiques :

- il est coûteux en capital matériel et en biens d'équipement importés (...),
- il crée peu de capacités nouvelles, en raison d'une orientation rationalisatrice coûteuse en déclassé et d'une efficacité limitée des nouveaux équipements,
- il contribue fortement à économiser l'emploi et, par cette pression sur la masse salariale, à redresser la rentabilité des opérations productives.

L'ampleur et le contenu de cet effort d'investissement contribuent donc à reproduire la contrainte extérieure sans parvenir à lever la contrainte d'offre. Les deux contraintes se nourrissent réciproquement, d'autant que le redressement des rentabilités et les tensions sur la capacité de production confortent la poursuite de l'effort d'investissement ” ³⁴.

Le bilan des années quatre-vingts fait par l'OFCE permet alors de résumer les principaux traits de la dernière décennie ³⁵.

“ (...) la modération salariale a bien caractérisé en France les années quatre-vingts, ce qui a permis à la fois, comme le prédit l'analyse théorique, la désinflation et l'augmentation des marges des entreprises. Les modèles économétriques français, notamment le modèle trimestriel de l'O.F.C.E. montrent que l'abaissement des coûts salariaux est utilisé par les entreprises, pour moitié afin d'améliorer leur compétitivité et pour moitié afin d'augmenter leurs marges de profit. Nous avons cependant constaté que depuis 1986 les entreprises semblent avoir modifié leur comportement. Elles ont privilégié davantage leur profitabilité : leurs marges ont augmenté depuis cette date de 6 % de plus que si elles avaient continué d'observer la règle précédente. Sans cela la désinflation des dernières années eut été beaucoup plus rapide.

³³“Investissements productifs et financiers des entreprises se sont développés conjointement : les rendements attendus des seconds ont joué comme normes de rentabilité exigibles des premiers et la réalisation effective de profits plus rémunérateurs a nourri en retour ce développement” Lettre de l'OFCE n° 114 "Entreprises : une situation à double face", avril 1993

³⁴J. FAYOLLE, "La crise : vingt ans plus...?", novembre 1989, Issues.

³⁵Déjà cité.

Il ne semble pas non plus que l'amélioration de la rentabilité des entreprises ait suscité une accélération des investissements. Le taux d'investissement a certes augmenté dans la période 1986-1990, mais pareille évolution a caractérisé l'ensemble des pays européens et la France ne se distingue pas en ce domaine du comportement moyen. L'effet de la croissance sur l'investissement ne semble pas avoir été abondé par celui de la rentabilité.

Au total, (l')évaluation de la stratégie de désinflation compétitive est, au mieux, modérément optimiste. Elle semble produire les effets escomptés, même si les entreprises ont, dans la période récente, privilégié davantage la rentabilité que la compétitivité. Il se pourrait que le rétablissement de leur situation financière les incite à l'avenir à donner la priorité à la compétitivité. Mais, même en ce cas, nos calculs, pour approximatifs qu'ils soient, montrent que la réduction du chômage qu'il faut attendre de cette stratégie sera lente et que, s'il ne fallait compter que sur cela, les années quatre-vingt-dix seraient encore en France caractérisées par un taux de chômage élevé bien que décroissant ”.

Ainsi, la hausse du chômage peut s'expliquer, non seulement par l'effet du progrès technique et des conditions d'utilisation des nouvelles technologies, mais aussi par la contrainte qu'exerce l'évolution des débouchés solvables sur les choix d'investissement (et donc les capacités de production), c'est-à-dire les perspectives de rentabilités. Cela signifie que pour s'assurer d'une rentabilité suffisante, les entrepreneurs interviennent sur l'emploi et les salaires pour favoriser un partage de la valeur ajoutée qui leur permette d'assurer la rémunération des capitaux. Mais ceci a comme conséquence macro-économique de réduire les débouchés solvables (demande) et d'accroître la contrainte de rentabilité (moins de débouchés pour un capital donné) qu'on tend à compenser par une nouvelle modification du partage salaire/profit et d'une substitution accrue capital/travail afin d'assurer la compétitivité nécessaire pour rester concurrentiel. Ces choix sont opérés sous une contrainte de rentabilité qui n'est gérable qu'à une double condition : des taux de marge suffisamment importants (c'est-à-dire permettant de maîtriser la contrainte de solvabilité et de dégager une épargne) et une absence de fortes tensions sur les capacités de production (sans quoi il y aurait hausse des besoins de financement et donc pression sur le profit), ce qui implique une croissance contrôlée de la demande solvable ³⁶.

B - Une typologie de la croissance selon l'évolution de l'emploi et de la valeur ajoutée

Une typologie des comportements de croissance permet de distinguer différentes situations auxquelles les entreprises industrielles françaises ont été confrontées sur la période 1986 - 1991 ³⁷. Les choix et les modalités de la croissance, ainsi que son contenu, sont mis en évidence au travers des caractéristiques de la combinaison productive et de la contrainte de financement.

a) Moins de la moitié des entreprises industrielles embauche.

Un comportement de croissance est défini en fonction de l'évolution de l'activité et de l'emploi, la première pouvant (ou non) se réaliser avec (ou sans) accroissement des effectifs et donc influencer sur le taux de chômage. Des classes d'entreprises sont alors constituées, réunissant des firmes de même comportement de croissance.

³⁶Autrement dit, la substitution capital/travail doit autoriser une évolution du partage de la valeur ajoutée favorable au profit tout en s'accompagnant d'un taux de croissance du capital moindre que celui de l'excédent brut global, afin d'accroître le taux de profit (cf. annexe 2).

³⁷Étude présentée lors de la XVIIIe Journée des Centrales de Bilans, Paris, novembre 1993

Chaque classe est obtenue en croisant le taux de variation annuelle de la valeur ajoutée et le taux de variation annuelle des effectifs, en choisissant pour chacune un seuil.

Ainsi, quatre classes de “ comportement de croissance ” sont définies :

Classes de croissance	Taux de variation de la valeur ajoutée supérieur au taux de croissance du PIB marchand en valeur ³⁸	Taux de variation de la valeur ajoutée inférieur ou égal au taux de croissance du PIB marchand en valeur
Taux de variation des effectifs inférieur ou égal à "0"	classe 1: "hausse de la valeur ajoutée seule"	classe 4: "baisse de la valeur ajoutée et des effectifs"
Taux de variation des effectifs supérieur à "0"	classe 2: "hausse de la valeur ajoutée et des effectifs"	classe 3: "hausse des effectifs seuls"

Entre 1985 et 1991, la proportion d'entreprises industrielles ayant enregistré un **taux de croissance de la valeur ajoutée** supérieur à celle du PIB marchand en valeur **n'est supérieure** à celle de leurs concurrentes dont l'activité évolue moins vite que le PIB **qu'à deux reprises**, à savoir **1989 et 1990**.

Sur la même période, si la part des firmes ayant une **variation positive de l'emploi** s'accroît jusqu'en 1989, ce n'est qu'à **cette seule date** qu'elle est **plus importante** que celle des sociétés en situation de réduction des effectifs.

Les sociétés qui ont pu **accroître la valeur ajoutée et les effectifs** représentent **moins d'un tiers** de la population étudiée, sauf en 1989 et 1990 où elles atteignent environ 35 % du total de l'échantillon.

Limites de l'indicateur taux de variation de l'emploi

Il s'agit d'une variation nette des effectifs. Ceci pose un problème qui, en l'état de l'information disponible à la Centrale de bilans, n'a pas de solutions. En effet, une hausse nette de l'emploi va réunir des entreprises qui peuvent avoir des comportements différents : la première, par exemple, embauche sans réduction d'effectif (entrée > 0 et sortie = 0), alors qu'une autre embauche et licencie (entrée > sortie > 0), ce qui renvoie à des situations différentes. En outre, cet indicateur occulte les évolutions qualitatives ; ainsi, une baisse nette de l'emploi peut occulte une diminution des effectifs “ non qualifiés ” supérieure à l'embauche de personnels plus qualifiés, ce qui, là encore, correspond à des arbitrages spécifiques non appréhendables sur données comptables.

La situation des entreprises varie selon leur taille :

- les petites PME (moins de 100 salariés) se retrouvent en tout premier lieu dans les “ hausse de la valeur ajoutée seule ” et les “ baisse de la valeur ajoutée et des effectifs ” (classes 1 et 4), autrement dit, elles sont peu créatrices d'emplois, même quand le taux de croissance de la valeur ajoutée est supérieur à celui du PIB ;

³⁸Evolution annuelle du PIB marchand en valeur (source : Rapport sur les comptes de la Nation 1991) :

1985 : 8,1 %, 1986 : 8,2 %, 1987 : 5,7 %, 1988 : 8,0 %, 1989 : 7,7 %, 1990 : 5,4 %, 1991 : 3,9 %.

Pour mémoire, en volume, le taux de croissance du PIB marchand a été de :

1985 : 1,8 %, 1986 : 2,6 %, 1987 : 2,4 %, 1988 : 4,6 %, 1989 : 4,4 %, 1990 : 2,3 %, 1991 : 0,7 %.

- les grandes PME (100 à 500 salariés) et, dans une moindre mesure, les grandes entreprises (500 à 1000 salariés) sont, au contraire, particulièrement présentes parmi les “ hausse de la valeur ajoutée et des effectifs ” et les “ hausse des effectifs seuls ” (classes 2 et 3): elles sont donc créatrices nettes d'emplois même quand la valeur ajoutée croît moins vite que le PIB ;

- les très grandes entreprises (plus de 1 000 salariés), en revanche, sont peu créatrices d'emplois, sauf en 1990, y compris quand leur valeur ajoutée croît comme c'est le cas entre 1986 et 1988 et appartiennent surtout aux “ baisse de la valeur ajoutée et des effectifs ” et, plus faiblement, aux “ hausse de la valeur ajoutée seule ”.

En fonction du secteur d'activité :

- les firmes des biens intermédiaires (BI) et des biens d'équipement (BE) sont sur-représentées parmi celles ayant une croissance de la valeur ajoutée **et** des effectifs, y compris en 1991 pour les premières ;

- les entreprises des industries agricoles et alimentaires (IAA) se retrouvent plus particulièrement dans les “ hausse des effectifs seuls ” entre 1987 et 1989, puis parmi les “ hausses de la valeur ajoutée seule ” ou les “ hausse de la valeur ajoutée et des effectifs ” ;

- les entreprises des secteurs de biens de consommation courante (BCC), particulièrement représentées dans la classe 4 (“ baisse de la valeur ajoutée et des effectifs ”) sont peu créatrices d'emplois ; en 1987 et 1991, deux années de retournement conjoncturel, elles se trouvent aussi dans la classe 1 (hausse de la valeur ajoutée seule) alors que de 1988 à 1990, elles sont aussi dans la classe 3 (hausse des effectifs seuls).

Les entreprises “ hausse de la valeur ajoutée et des effectifs ” ou “ baisse de la valeur ajoutée et des effectifs ” ont un comportement plus stable que les “ hausse de la valeur ajoutée seule ” ou les “ hausse des effectifs seuls ”. Ainsi une stratégie de croissance de l'emploi ou de l'activité n'est pas un comportement durable dans la mesure où elle répond/génère des contraintes spécifiques : le premier faute de ressources pour financer son développement, le second par un risque de perte de maîtrise de la mise en oeuvre de la combinaison productive par insuffisance de l'emploi.

b) La possibilité de créer des emplois paraît être moins contrainte par le taux d'intérêt que par une faible efficacité du capital et une insuffisance des débouchés solvables

Compte tenu de sa plus ou moins grande efficacité, la mise en oeuvre d'une combinaison productive économe en emploi, malgré une activité soutenue, correspond à la nécessité de restaurer les structures financières et les comptes de résultats. Cet arbitrage a permis aux “ hausse de la valeur ajoutée seule ” de fortement réduire leur contrainte de solvabilité entre 1985 et 1987 (de 51,4 % à

24,8 %). L'arbitrage inverse effectué par leurs concurrentes, “ hausse des effectifs seuls ”, amène, au contraire, un renforcement de cette contrainte (de 38,8 % à 53,6 %).

Une variation de la valeur ajoutée supérieure à celle du PIB marchand en valeur de 1985 à 1987, du fait d'une croissance moins rapide des rémunérations salariales, aboutit, y compris en cas de hausse des effectifs, à un partage des richesses produites qui reste par la suite, plus favorable à la rémunération des capitaux. Toutefois il est intéressant de relever que le coût de la main d'oeuvre mais aussi sa productivité apparente sont supérieurs dans les “ hausse de la valeur ajoutée et des effectifs ” à ce qu'ils sont dans les “ baisse de la valeur ajoutée et des effectifs ”.

Le recul de l'efficacité (évaluée par le rapport de la valeur ajoutée au capital productif), malgré des différences selon le comportement des firmes, correspond à des écarts sur l'effort de renouvellement du potentiel productif dont les délais de retour sur investissements sont plus ou moins maîtrisés. Toutefois la contrainte de réalisation qu'exercent les débouchés renforce la contrainte de valorisation du capital ce qui conduit à adapter les capacités de production à la demande solvable.

Ainsi le taux de vieillissement du capital productif s'accroît sur la période, quel que soit le comportement d'origine, mais les entreprises “ hausse de la valeur ajoutée et des effectifs ” ont continûment l'équipement le plus jeune, les “ baisse de la valeur ajoutée et des effectifs ” le plus vieux. Ces écarts trouvent leur origine essentiellement dans les différences d'intensité de renouvellement du potentiel productif.

Mieux que le taux d'investissement, ou même le taux d'accumulation, un des traits dominants de la période étudiée, le taux de déclassement³⁹ permet de préciser l'appréciation des politiques d'investissement. Jusqu'en 1988, les entreprises “ hausse de la valeur ajoutée et des effectifs ” ont plutôt favorisé les investissements de capacité⁴⁰, alors que leurs concurrentes ont privilégié la rationalisation (investissements de productivité quand ils avaient lieu) et/ou la réduction des capacités de production pour alléger la contrainte de rentabilité. À partir de l'exercice 1989, on assiste à une hausse du taux de déclassement des entreprises de la classe 2 coïncidant avec le ralentissement conjoncturel.

Toutes les entreprises sont insérées dans les échanges internationaux à des degrés divers mais l'intensité de cette insertion peut être pénalisante pour l'emploi et les performances, puisqu'il s'agit d'activités et de firmes particulièrement soumises à la concurrence internationale et engagées dans des stratégies de délocalisation. Ainsi, les entreprises “ baisse de la valeur ajoutée et des effectifs ” qui sont plutôt de taille importante et relèvent principalement des industries des biens de consommation courante, ont un taux d'exportation plus fort que la moyenne.

³⁹différence entre le taux d'accumulation et le taux de croissance du capital, cf. annexe 3.

⁴⁰Voir annexe 3, sous quelles conditions.

Sur la période, la rentabilité économique est supérieure dans les entreprises “ hausse de la valeur ajoutée et des effectifs ” (hausse de la valeur ajoutée et des effectifs de 1985 à 1987) à celle de leurs concurrentes des autres trajectoires. Une fois pris en compte l'effort de renouvellement du potentiel productif la position des trajectoires les unes par rapport aux autres n'est pas modifiée. La rentabilité financière nette recule à partir de 1989 quelle que soit la trajectoire, mouvement engagé dès 1988 pour les entreprises ayant connu de 1985 à 1987 une hausse de la valeur ajoutée, avec ou sans emplois. Cet indicateur reste cependant supérieur pour ces firmes à celui des autres trajectoires alors même qu'il se redresse pour ces dernières de 1987 à 1989 avant de se replier.

c) Au total, quatre constats sont à faire

- 1) La croissance de l'emploi va de pair avec une très forte progression de la valeur ajoutée ce qui souligne la difficulté de résorber le chômage en l'absence de perspectives de croissance⁴¹. Toutefois il s'agit non seulement de la question du taux de croissance en tant que tel qui est posée, mais également celle de la modification du mode de croissance compte tenu des coûts générés en termes d'emplois par la concentration des activités et la recherche de gains de productivité du travail ;

- 2) Les entreprises créent d'autant plus d'emploi que leur contrainte de solvabilité est faible. Cependant, les taux d'intérêt n'ont pas à eux seuls d'influence significative. De ce fait, l'évolution du poids des prélèvements financiers dépend en tout premier lieu de la demande adressée aux firmes, et donc des caractéristiques de leurs marchés . En outre, il sont déterminés par les modes de financement de l'économie (relations avec les banques, accès aux marchés financiers...) et des relations interentreprises, c'est à dire les éventuels transferts de charges entre clients et fournisseurs selon la position occupée sur le marché (grandes surfaces, monopole en approvisionnement, donneur d'ordre, sous-traitant...).

- 3) Les entreprises créant des emplois s'opposent à leurs concurrentes sur le degré de renouvellement et l'efficacité du potentiel productif. Leur taux de déclassement est plus faible, voire négatif, leur taux de marge, leur efficacité du capital et leur rentabilité tant économique que financière sont supérieurs, sans que pour autant le sens de la causalité soit évident, particulièrement celui de la dépendance de l'emploi par rapport au profit ou aux perspectives de profits ("théorème" de Schmidt) ;

- 4) Les combinaisons productives entre trajectoires tendent à devenir plus homogènes, alors qu'il apparaît une différenciation durable des performances économiques et financières entre, d'une part les “ hausse de la valeur ajoutée seule ” et les “ hausse de la valeur ajoutée et des effectifs ” et, d'autre part, les “ hausse des effectifs seuls ” et les “ baisse de la valeur ajoutée et des effectifs ”.Ceci indique peut être une péréquation des taux de profit, non pas par déplacement du

⁴¹Voir La Tribune du 30.9.93, l'article sur le chômage dans lequel G. Comilleau de l'OFCE évalue à 6 % l'an le taux de croissance pour réduire le taux de chômage

capital financier, comme tendrait à le penser une pensée trop “macro-économiste”, mais par adaptation des structures de production aux exigences de rentabilité de celui-ci.

Dans tous les cas, l'efficacité du capital engagé a été globalement insuffisante pour dégager les ressources nécessaires à la rémunération de la main-d'oeuvre, tout en permettant d'assumer le coût de la charge de la dette et accroître significativement le potentiel productif. Certaines entreprises ont alors choisi de privilégier le désendettement pour reconstituer leur situation financière ou/et les investissements de rationalisation afin de bénéficier des effets de la substitution capital/travail sur la répartition de la valeur ajoutée.

Enfin, il ressort une absence de relation positive entre importance des fonds propres et accroissement des effectifs. Dès lors, l'appréciation de l'autonomie financière des firmes doit être reliée à celle de la politique d'investissement puisque les entreprises dynamiques en emploi et/ou en valeur ajoutée sont celles qui sont les plus endettées avec un taux d'accumulation plus élevé. En effet, le renforcement de l'autonomie d'une société dépend, pour une large part, de l'importance des investissements réalisés qui influence le montant des amortissements à enregistrer et donc le niveau du résultat net.

CONCLUSION

Sur la période 1985 à 1991 la croissance enregistrée par les firmes industrielles a été insuffisante pour contribuer à résorber durablement le chômage. Conditionnée par l'évolution de la demande solvable, elle impliquait un rythme de renouvellement du potentiel productif et des délais de retour sur investissement cohérents avec la restauration de la rentabilité des capitaux engagés. Les entreprises qui ont créé des emplois sont celles, peu nombreuses, qui ont pu maîtriser ces conditions. Dans ce contexte, les sociétés paraissent plus contraintes par leurs débouchés que par le niveau des taux d'intérêt en tant que tel. La contrainte de financement qui pèse alors sur l'emploi est autant interne, dépendant de l'efficacité de la combinaison productive, qu'externe, selon la capacité de l'entreprise à vendre et à obtenir les ressources complémentaires afin de financer son développement.

La création d'emplois est d'autant plus probable que l'investissement productif et, plus précisément, l'accroissement des capacités de production est important et que les perspectives de débouchés solvables sont favorables. Toutefois, les entreprises ne sont pas passives par rapport à leurs débouchés. Même dans un contexte conjoncturel dépressif, elles peuvent réussir à accroître leur part de marché grâce à une plus grande efficacité productive. Par conséquent, s'il y a plus de créations d'emplois (ou une moindre destruction) en cas d'investissement, outre la question des montants à engager en la matière, se pose aussi celle de leur contenu. En effet, les firmes doivent maîtriser les délais de retour sur investissement ce qui, compte tenu de la situation économique générale et des contraintes de rentabilité caractérisant les années quatre-vingts, les incitent à anticiper ces délais en

adaptant l'emploi. Autrement dit, quand bien même l'activité et l'investissement sont favorables à l'emploi, le mode d'accumulation retenu ne permet pas forcément d'enrayer la baisse de l'efficacité de la combinaison productive qui pèse sur les rentabilités et renforce la recherche de gains de productivité du travail. Enfin, la baisse du taux d'accumulation et la hausse du taux de vieillissement en au début des années quatre-vingts-dix soulignent le recul des efforts d'investissement et augurent mal des perspectives de croissance ultérieure.

L'absence d'écart sur les taux d'intérêt d'un comportement de croissance à l'autre ⁴² laisse à penser que leur baisse nécessaire risque cependant de ne bénéficier à l'emploi que pour une minorité d'entreprises, celles en situation plus délicate choisissant une consolidation ou une restauration de leurs marges plutôt que de prendre le risque d'embaucher et d'investir en l'absence de perspectives et/ou d'opportunités de nouveaux marchés ⁴³. Ce risque est d'autant plus vraisemblable que le taux de profit net des amortissements est le plus souvent inférieur au taux d'intérêt apparent. La cause en est double. D'une part, la recherche quasi-exclusive de gains de productivité du travail au détriment de la productivité d'ensemble de la combinaison productive, conduit à une insuffisante efficacité du capital, provoquée, pour partie au moins, par une exigence de rentabilité à court terme imposée, pour partie au moins, par le développement des marchés financiers. Ensuite, la faiblesse de la demande solvable accroît les problèmes de solvabilité, solvabilité qui dépend autant des taux que des débouchés ⁴⁴.

Ces débouchés ne dépendent pas de la seule volonté des entreprises mais aussi des politiques publiques, ce qui révèle alors peut-être, compte tenu des mécanismes de croissance passés, une crise plus générale de l'offre. Cette crise exprimerait par certains aspects les limites d'un modèle global d'accumulation (Fayolle J., 1993) fondé sur une certaine substitution capital/travail, où l'emploi est la variable d'ajustement. Ce modèle correspondrait à des choix de productivité plutôt que de capacité, limitant la possibilité de croissance de l'emploi, mais aussi accentuant la tendance à la mise en place d'équipements plus coûteux (à plus forte intensité capitaliste). Ainsi seraient choisies les combinaisons productives (organisation de la production, nature des équipements productifs, mode de rémunération, gestion de la main-d'oeuvre,...) favorisant des délais de retour sur investissement rapides au détriment de l'emploi et, en particulier, des besoins de formation et des dépenses immatérielles. L'effet d'éviction du financier sur le réel correspondrait à une régulation macro-économique et micro-économique fondée quasi exclusivement sur la réduction des coûts salariaux comme moyen de la compétitivité prix, en lien avec une évolution de l'organisation du travail favorisant la flexibilité de la main-d'oeuvre pour compenser la rigidité et la complexité croissante des équipements productifs

⁴²à la réserve près qu'il subsiste néanmoins une situation généralement moins favorable en la matière pour les PMI

⁴³Voir à ce sujet Jean CORDIER, Bulletin Mensuel de la Banque de France, août 1993 "Effets économiques de la baisse des taux", en particulier à propos des conséquences d'une telle mesure sur les entreprises. "Ces marges financières supplémentaires pourraient être utilisées pour réduire les barèmes de prix plutôt que pour accroître les stocks de capital ou les effectifs, quand la demande se dérobe". En extrapolant, ce raisonnement s'applique aussi à l'éventualité d'une exonération des charges salariales pour certains emplois, sauf à lier cette mesure à des investissements de capacité afin d'accroître l'offre de travail, ce qui dépend de l'évolution de la contrainte de débouchés.

⁴⁴"Pour la France, lorsqu'on prend en compte simultanément l'évolution des débouchés et de la situation financière des entreprises telle qu'elle apparaît dans les comptes nationaux, le premier facteur reste déterminant dans la chute de l'investissement. De ce fait, sans reprise de la demande, la baisse des taux d'intérêt ne suffirait pas à relancer l'investissement" Département d'économétrie de l'OFCE, Lettre de l'OFCE n° 116, juin 1993.

installés (Coriat B., Taddéi D., 1992)⁴⁵. Cet effet d'éviction aboutirait à établir une norme de rentabilité définie par l'activité financière qui s'imposerait à l'activité réelle. Cette norme est d'autant plus subie par les PME que la maîtrise des conditions de financement obtenues pour leur nécessaire développement leur échappe largement, contrairement aux grandes entreprises qui ont une plus grande capacité de gestion de leur trésorerie et un accès direct aux marchés financiers.

La diversité de situation économique et financière correspond à des logiques économiques spécifiques et non à de simples comportements différents face à un environnement similaire. En effet selon le positionnement sur des produits standards et la recherche d'économie d'échelle ou une activité fondée sur l'innovation et la réponse à des besoins spécifiques, les contraintes et les modalités de gestion de celles-ci diffèrent, reposant selon le cas sur une intensification du travail ou au contraire une amélioration de l'efficacité globale de l'utilisation du capital, en particulier humain.

La question qui se pose alors est de savoir si la capacité d'endettement des entreprises industrielles qui s'est fortement améliorée ne s'est pas opérée au détriment de l'investissement et donc de la compétitivité future. Il semblerait qu'on se trouve devant le paradoxe suivant. Le retournement du cycle en 1989/1990 pourrait s'analyser comme traduisant une situation de sur-accumulation compte tenu des possibilités attendues de valorisation des capitaux (au niveau réel et financier) compte tenu de l'évolution de la demande solvable et du chômage⁴⁶. La situation à la fin 1993-début 1994 serait caractérisée, quant à elle par une sous-accumulation relativement à la reprise de l'activité, susceptible de créer des tensions sur les capacités de production et/ou produire des pertes de compétitivité annulant les gains déjà obtenus jusqu'ici.

En cela, cette crise traduirait les limites d'un mode de régulation dont on peut craindre que le débat sur le coût du travail n'occulte celui des coûts générés par la productivité déclinante du capital, la faiblesse de la demande solvable et la contrainte élevée de rentabilité issue du développement des marchés financiers.

Les recherches à venir devront porter, par conséquent, sur l'approfondissement des interactions entre sphère réelle et sphère financière, en particulier sur la contrainte que font peser les taux d'intérêt sur les choix d'investissement. A ces choix correspondent des gestions spécifiques de la combinaison productive, susceptibles de réduire la contrainte de rentabilité à court terme en accélérant les délais de retour afin de contrôler au mieux l'évolution de la contrainte de solvabilité. Si les taux d'intérêt définis par les marchés financiers imposent une norme de rentabilité à la sphère réelle, pour autant, cette dernière n'est pas passive dans la définition de cette norme.

⁴⁵Voir aussi la "Lettre de l'OFCE" n° 106, octobre 1992, page 3

⁴⁶ Voir l'article la " Crise " dans le Monde au Présent, Encyclopédie Universalis 1994, l'encadre rédigé par Paul Fabra où il est écrit " ... le taux d'intérêt, variable essentielle d'une économie d'échange, n'est plus gouverné par des facteurs économiques (au premier rang desquels la rentabilité moyenne du capital). Il est sous dépendance de facteurs financiers étrangers à l'activité productive. C'est là une cause majeure du sous-emploi permanent de l'économie ...".²

BIBLIOGRAPHIE

AGLIETTA M., “ Épargne, innovation financière et croissance ”, Revue d'Economie Financière, décembre 1991.

AGLIETTA M., “ Le risque de système ”, Revue d'Économie Financière, n 17, août 1991.

AGLIETTA M., “ Globalisation financière et risques systémiques internationaux ”, Cahiers Economiques et Monétaires n° 36 Banque de France, 1990.

AGLIETTA M. : « Macro-économie financière », La Découverte, Repères, 1995 .

ALCHIAN A.A. et Demsetz H. : « Production, Information, Cost and Economic Organisation », American Economic Review, vol. 62, 1972 ;

ALLEGRET J.P. et GOUX J.F., “ Système financier et système productif ”, Cahiers Monnaie et Financement n° 23, 1994.

ARTUS P. : “ Dans quels cas, se financer à long terme est-il un avantage pour les entreprises et stimule-t-il la croissance ”, document de travail n° 1994-07/T, Caisse des Dépôts, 1994a.

ARTUS P. : “ Mode de financement de l'investissement et croissance ”, document de travail n° 1994-09/T, Caisse des Dépôts, 1994c.

ARTUS P., “ Les rachats d'entreprises avec endettement ”, Revue d'Economie Financière n°12-13.

ARTUS P., “ Politique salariale et taux d'intérêt en France dans les années 80 : peut-on envisager de poursuivre sur la lancée ”, Revue Economique, 1992 ;

ARTUS P., “ Amplification de la récession par les comportements des entreprises et taux d'intérêts réels : le cas de la France 1980-1993, document de travail n° 08/E, Caisse des Dépôts, 1994b.

ARTUS P., “Les théories des crises financières”, Revue Marchés et Techniques Financières, septembre 1990.

ARTUS P., SALOMON J.J., “ La situation de l'industrie est-elle préoccupante ? Rétrospective des années 80 et perspectives ”, Lettre économique de la Caisse des Dépôts et Consignations, mars 1991.

ARVISENET (d') PH. : “ Les facteurs internes de la reprise en France ”, Revue Banque n° 549, juin 1991.

BANDT (de) J., “ Le financement de l'industrie : différenciation ou homogénéisation ? ”, Revue d'Economie Financière n° 7, octobre 1988.

BANDT (de) O., JACQUINOT P., “ Le mode de financement des entreprises ”, Bulletin trimestriel de la Banque de France; 1991.

BARDOS M., CORDIER J., “ Eléments d'analyse de la situation financières des entreprises ” Conseil National du Crédit, 1991.

BARDOS M., LEFILLIATRE D., “ Le poids des frais financiers dans les résultats des sociétés ”, Bulletin de la Banque de France, 1er trimestre 1994, supplément “ études ”.

BARDOS M., PARANQUE B., “ Investissement productif et croissance externe ”, Banque de France, Direction des Entreprises, 1992b;

BARDOS M., PARANQUE B., “ Des trajectoires d'entreprises dans la transformation du tissu industriel ”, Centrale de bilans, Banque de France, 1992a

BAVAY F., BEAU D. “ L'efficacité des stratégies de croissance externe : l'expérience de l'industrie française ” Banque de France - Centrale de Bilans 1990

BEAU D., LAUDY J. “ Les prélèvements fiscaux et sociaux supportés par les sociétés de l'industrie manufacturière ”, Banque de France, B89/23, 1989.

BEAU D., SANANES J.C., “ Structures financières et résultats des entreprises industrielles en France et en R.F.A. (1984-1988) ” Banque de France, B90/06, 1990.

BELLETANTE B., “ Pour une approche des spécificités financières de la PME au travers du concept de territoire financier ”, Revue Internationale PME, 1991.

BELLETANTE B., DESROCHES J., “ L'opinion des chefs d'entreprises du second marché sur leur présence en bourse ”, ESC Lyon, 1993.

BERLES A. and MEANS G. : The modern corporation and private property, MacMillan, New York, 1932 ;

BERTHELEMY J.C. et VAROUDAKIS A., “ Intermédiation financière et croissance endogène ”, Revue Économique, vol. 45, n° 3, mai 1994.

BIAIS B., HILLIAN P., MALECOT J.F. : « La structure financière des entreprises : une investigation empirique sur données françaises », *Économie et Prévisions*, n° 120, 1995 ;

BICHOT J., “ La notion d’endettement excessif et son rôle dans l’organisation monétaire et financière ”, in *Système Financier et Système Productif, Cahiers Monnaie et Financement* n° 23, 1994.

BLOCH L. et LAUDY J. : « France, Allemagne et Belgique : des structures de bilans proches à la fin de la décennie quatre-vingt », *Économie et statistiques*, p. 268-269, 1993 ;

BLOCH L., COEURE B. : « Imperfections du marché du crédit, investissement des entreprises et cycle économique », *Économie et Prévisions*, n° 125, 1995 ;

BOISSONADE D., KREMP E., “ Caractéristiques des délais de paiements de 1988 à 1992 ”, Banque de France, 1993.

BOISSONADE D., PALU J.C., “ Délais de paiements: effets d'une réduction ” *Revue Banque*, octobre 1991.

BORIO C. : « Leverage and Financing of Non-Financial Companies : An International Perspective », *Economic Papers* 27 may, Bank of International Settlements, 1990 ;

BOURDIEU J., COLIN-SEDILLOT B. : « Structure du capital et coûts d’information : le cas des entreprises françaises à la fin des années quatre-vingt », *Économie et Statistiques*, n° 268-269, 1993 ;

BOYER R., “ Réflexion sur la crise actuelle ” I et II, *Revue Française d'Economie*, printemps et été 87 ; “ la désinflation compétitive, le mark et les politiques budgétaires en Europe ”, OFCE, 1991.

C.E.PME, “ La flexibilité des PME ”, *Etudes et statistiques*, 1993.

CALOMARIS C.W., HUBBARD R.G., “ Firm heterogeneity, internal finance, and credit rationing ”, in *The Economic Journal*, vol. 100, march., 1990.

CASTEL M., ULLMO Y., “ La nouvelle intermédiation : développement des marchés et financement des entreprises ”, *Revue d'Economie Financière* n° 16, Printemps 1991.

Centre d'Etude des Revenus et des Coûts (CERC), “ Croissance et répartition des revenus ” in *Les ressources financières des entreprises et leur utilisation depuis 1970*, 1991.

CETTE G., “ Mesures de l’efficacité du capital ”, *Économie Appliquée*, 1993.

CETTE G., SZPIRO D., “ Les entreprises françaises sont-elles bien dimensionnées : comparaison avec des économies européennes ”, Banque de France, Centrale de Bilans, B 91/04.

CETTE G., SZPIRO D., “ Une interprétation du ralentissement de la productivité industrielle au moment du second choc pétrolier ”, Economie et Prévision n° 87, 1989.

CHANEL-REYNAUD G.. “ Les conditions réelles de la nécessité de la réforme financière ”, in Système Financier et Système Productif, Cahiers Monnaie et Financement n° 23, 1994.

CHAUVET N., “ Instabilité financière : des fondements théoriques aux témoignages historiques ”, in Système Financier et Système Productif, Cahiers Monnaie et Financement n° 23, 1994.

CHEVALIER A., GUPTA J., “ Les opérations de concentration : quelques éléments de comparaisons européennes ”, Analyse Financière, 1er trimestre 1990/3.

CLEMENT-PITOT H., “ Intermédiation financière : incitation et coordination ”, in Système Financier et Système Productif, Cahiers Monnaie et Financement n° 23, 1994.

COASE R.H. : « The nature of firm », NSG, repris dans Readings in the price theory, Irwin, Homewood, IL, 3331-351, 1937 ;

COBBAUT R. : « Théorie financière » 3ème édition, Economica 1994 ;

COHEN E. : « Analyse financière » 3ème édition, Economica 1994 ;

COHENDET P. et LLERENA P., “ Réflexions sur les évolutions technologiques récentes des processus productifs : flexibilité, compaction et logistique ”, Communications aux journées d'études de Sophia-Antipolis, janvier 1985;

Commissariat Général du Plan : “ Recherche et innovation ”, groupe “ Recherche, technologie et compétitivité ”, La Documentation Française, 1993.

Commission des Communautés Européennes “ Économie européenne ”, rapport économique annuel pour 1993.

Conseil National du Crédit, “ Analyse de la perception de l'offre bancaires pour les PME en Grande Bretagne, Allemagne et France ” par Bossard Consultant, rapport annuel mai 1991.

CORIAT B., TADDEI D., Made in France ” Hachette 1992.

DADAS A., “ Le risque de déflation ”, Revue Banque n° 548, mai 1994.

EPAULARD A., Szpiro D., “ Investissement financier, investissement physique et désendettement des firmes : y-a-t-il un arbitrage ? ” Banque de France - Centrale de Bilans 1989.

FAYOLLE J., “ Cycles et trends d'épargne et investissement dans une économie moyenne et ouverte: le cas de la France ”, Revue de l'O.F.C.E. n° 45 juin 1993.

FAYOLLE J., “ La crise : vingt ans plus...? ”, Issues, novembre 1989.

FAYOLLE J., FLEURBAEY M., “ Accumulation, profitabilité et endettement des entreprises ”, documents de travail, INSEE # 9001, janvier 1990.

GONENC R., “ Les trois formes de gestion financière des risques industriels ”, Revue d'Economie Financière n° 18.

GORTON G. et SCHMID F.A. : « Universal Banking and the performance of German firms » NBER, Working paper 5453, february 1996 ;

GREENWALD B.C., STIGLITZ J.E., “ Financial market and business cycles ”, in The Quartely Journal of Economics, vol. 108, february 1993.

GROSSMAN S.J. et HART O.D. : « One share-one vote and the market for corporate control », Journal of Finance, vol. 20, 1988 ;

HARRIS M. et RAVIV A. : « The theory of capital structure », the Journal of Finance, Vol. XLVI, n° 1, mars 1991 ;

HAYECK F. (Von), “ L'ordre politique d'un peuple libre ” in Droit, législation et liberté, volume III, PUF, Paris, 1983.

HAYECK F. (Von), “ Règles et ordre ”, in Droit, législation et liberté, volume I, PUF, Paris, 1980.

HAYECK F. (Von), “ Prix et production ”, Calman Levy, 1975.

HENRY J., “ Croissance, accumulation et potentiel productif : quelles perspectives à moyen et à long terme ”, mars 1990, Banque de France, Direction Générale des Études.

HYAFIL A. : « Structure financière : des théories distinctes, des choix qui convergent », Revue Française de Gestion, novembre-décembre 1985 ;

ICARD A., “ L'épargne à long terme ”, Bulletin trimestriel de la Banque de France, 1991.

IRIBARNE (d') A., “ Nouvelles technologies, qualification, efficience productive et sortie de crise ”, in Recherches économiques et sociales, Nouvelles Séries n° 8, 1984 ;

JACOT J.H., “ À propos de l'évaluation économique des systèmes intégrés de production ” dans l'ouvrage “Gestion industrielle et mesure économique : approches et applications nouvelles ”, Economica 1990.

JACOT J.H., “ Croissance économique et fluctuations conjoncturelles ” Presses Universitaires de Lyon, 1976.

JENSEN M.C. and RUBACK R. : « The market for corporate control : the evidence », Journal of Financial Economics, vol. 11, 1983 ;

JENSEN M.C. : « Agency cost of free cash flow, corporate finance and takeovers » American economic Review, 76, mai 1986 ;

JULLIEN H., PARANQUE B., “ Les fonds propres : ressources non nécessaires mais obligatoires ”, Communication aux 11e Journées Internationales d'Économie Monétaire et Bancaire, Nice, juin 1994.

KLEINPETER M.A., “ L'illusion patrimoniale après l'illusion monétaire ”, Revue d'Économie Financière n° 18, automne 1991.

KNEESHAW J.T. « A survey of non financial sector balance sheets in industrialised contries », Bank for International Settlements Working Paper n° 25, 1995 ;

LAUDY J. : « Utilisation des comptes annuels d'entreprises à des fins d'analyse économique », Commission des Communautés Européennes, DG2, 1992 ;

LAUDY J. et SZPIRO D. : « Des entreprises industrielles plus endettées en France que dans les autres pays européens », Économie et statistique n° 217/218, 1989 ;

LAUDY J., “ Les stratégies financières ”, Commission des Communautés Européennes, 1992.

LEBAS C., “ Changements techniques, sortie de crise et reformulation du rapport salarial ”, in Nouvelles Technologies et enjeux sociaux, PUL 1986.

LEBORGNE D., LIPIETZ A., “ L'après fordisme : idées fausses et questions ouvertes ”, Espace et Société 66/67, sur le thème “ Restructuration économique et territoire ”, 1991.

MANCEAU B., “Analyse financière normative ”, La Revue Banque Editeur 1992.

MAROIS T., YONCOURT B., “Le financement des PME par les banques ”, Revue d'Économie Financière n° 12-13.

Mc KINNON R.I., “ Money and capital in economic development ”, Washington DC, Brookings Institution, 1973.

MESNARD (de) L., “ La maximisation micro-économique du taux de profit ”, Économie Appliquée, tome XLV, 1992, n °4, p. 101-122.

MILLER M.H., MODIGLIANI F., “ Dividend policy, growth et valuation of schares ”, Journal of Business, vol 34, n° 4, octobre 1961.

MILLER M.H. : « Debt and taxes », Journal of Finance, vol. 32, n° 2, mai 1977 ;

Ministère de l'Économie et des Finances, “ La dichotomie entre sphère réelle et sphère financière. Problèmes de mesure et d'interprétation ”, Notes Bleues, 3 août 1992.

MINSKY H., “ Endettement, crédit et intérêt ”, in Keynes Aujourd'hui, Economica, 1985.

MODIGLIANI F., MILLER M.H., “ The cost of capital, corporate finance and the theory of investment ”, American Economic Review, may 1958.

MONFORT J., “ A la recherche des filières de production ”, Supplément aux Cahiers Français n° 212, 1983.

MYERS S.C. and MAJLUF N.S. : « Corporate financing and investment, decision when firms have information that do not have », Journal of Financial Economics, juillet 1984 ;

MYERS S.C. : « Determinants of corporate borrowing », Journal of Financial Economics, vol. n° 2, juillet 1977 ;

MYERS S.C. : « The capital structure puzzle », Journal of Finance, vol. 39, juillet 1984 ;

O.F.C.E., “ Entreprises : une situation à double face ”, avril 1993.

PARANQUE B., “ Contraintes économiques des PME et des grandes entreprises ”, 1981-1990, Direction des Entreprises, Banque de France, 1992 ;

PARANQUE B., “ Filière industrielle et système de santé ” thèse de Doctorat de 3° cycle de Sciences Economique en Economie de la production, sous la direction de D. Dufourt, Université Lyon 2, novembre 1984

PARANQUE B., “ Fonds propres, rentabilité et efficacité chez les PME ” Revue d'Economie Industrielle 1^o trimestre 1994, N^o 67

PARANQUE B., “ Emploi, accumulation, rentabilité financière ”, Observatoire des entreprises, Banque de France, 1994a.

PARANQUE B., “ Les PME sont-elles handicapées par leur dynamisme ? ”, Banque de France, supplément “étude ” Bulletin mensuel juin, 1994b.

PELERAUX H., “ Tendances de la productivité dans l'industrie française ”, Lettre de l'OFCE, n^o 128, vendredi 27 mai 1992.

PITIOT H., “ Intermédiation financière : incitation et coordination. Quelques réflexions théoriques issues d'études sur la transition financière russe ”, communication à un colloque Monnaie-Finance-Banque “ Système financier et évolution du système productif ”, Lyon, décembre 1993.

POTTIER C., “ Croissance externe et mobilité du capital ”, Revue d'Economie Industrielle, 1^o trimestre 1989, n^o47.

RAJAN R.G. et ZINGALES L. : « What do we know about capital structure ? Some evidence from international data », National Bureau of Economic Research, Working Paper, series n^o 4875, 1995 ;

RALLE P. et alii, “ France Allemagne: performances comparées ”, document de travail INSEE, juillet 1991.

Rapports Mensuels de la Deutsche Bundesbank : « Évolution à long terme des structures de financement des entreprises ouest-allemandes », 44^e année, n^o 10, octobre 1992, p. 50 seq.

Rapports Mensuels de la Deutsche Bundesbank : « Dotations en fonds propres des entreprises : comparaisons dans quelques pays membres de la Communauté Européenne », n^o 10, octobre 1994 (traduction Banque de France) ;

REMONOLA E.M. : « Understanding international differences in leverage trends », Quarterly Review, printemps 1990 ;

Revue d'Economie Financière, “ A propos de la crise financière, les relations entre finance et économie ”, n^o 5/6, juin-septembre 1988.

Revue Économique, “ Développements récents de l'analyse économique ”, Presse de la Fondation Nationale des Sciences Politiques, vol. 45, n^o 3, mai 1994

RIVAUD-DANSET D. et SALAIS R., “ Les conventions de financement des entreprises ”, Revue Française d’Économie, vol. VII, n° 4, automne 1992.

ROUX C., “ Technologie et Economie ” in Economie Industrielle Problématique et Méthodologie, ADEFI, Economica.

SALAIIS R., STORPER M., “ Les mondes de production ”, Ed. de l’École des Hautes Études en Sciences Sociales, Paris 1993.

SANDRETTO R., “ Le pouvoir et la monnaie ”, Economica, 1994.

SHAW E., “ Financial deepening in economic development ”, Oxford University Press, 1973.

SZPIRO D., “ Endettement, rentabilité , débouchés et investissements ”, Banque de France, B91/18, 1991.

VALLET D. : « Peut-on parler d’un handicap structurel pour les entreprises françaises ? »Crédit National, Direction du Développement, 1991 ;

VIEILLE J.N., “ Mode de croissance et financement des principaux groupes français (1983-1990) ”, Analyse Financière 1er trimestre 1992.

WILLIAMSON O.E. : Markets and Hierarchies, The Free Press, 1975.

ZARIFIAN P., “ La productivité : expression de l’adaptabilité et de la créativité de la firme ”, in ECOSIP “ Gestion industrielle et mesure économique. Approches et applications nouvelles ”, Economica, 1990.

ANNEXES

I - LA FORMATION DE LA RENTABILITÉ FINANCIÈRE ⁴⁷

Indicateur synthétique des performances d'une entreprise, la décomposition qui suit met en évidence les déterminants⁴⁸ de la rentabilité financière et ses liens avec la valeur ajoutée et les politiques d'emploi.

$$RBF = \frac{\text{Capaci. d'autofin.}}{\text{Financ. propre}} = \left\{ \frac{VAG}{C_g} (1-w) + tx \text{ d'ap. ext. (RBG-i)} \right\} (1-t) + t * \frac{\text{Charges de maintien}}{\text{financement propre}}$$

multipli. de la effet de levier
répartition sur des apports
l'efficacité externes
du capital

Avec :

- * rentabilité brute financière (RBF) : capacité d'autofinancement/ financement propre,
- * VAG/Cg : efficacité du capital engagé qui rapporte la valeur ajoutée globale au capital engagé,
- *w : frais de personnel dans la valeur ajoutée globale,
- * (1-w) : part de l'excédent brut global dans la valeur ajoutée globale qui est un taux de marge, EBG/VAG,
- * tx ap. ext. : taux d'apports externes, apports externes/financement propre,
- * RBG : rentabilité brute globale, rapporte l'excédent brut global au capital engagé, produit de VAG/Cg (1-w),
- *i : taux d'intérêt apparent
- * "RBG-i" : différentiel "rentabilité-coût"
- * t : taux d'imposition apparent : impôt sur les bénéfices/EBG - frais financiers - charges de maintien du potentiel productif,
- *Charges de maintien : charges de maintien du potentiel productif,

On passe de la rentabilité brute financière à la rentabilité nette financière en déduisant de la première les charges de maintien du potentiel productif.

- Le multiplicateur de la répartition de la valeur ajoutée sur l'efficacité du capital

Il s'agit de la décomposition de la rentabilité brute globale, soulignant ainsi que cette dernière résulte de la maîtrise de la combinaison productive et des modalités de gestion de la main-d'oeuvre.

- L'effet de levier des apports externes

Le deuxième déterminant révèle le poids de la structure du financement (apports externes/financement propre), son impact sur la rentabilité financière, compte tenu de l'écart existant entre la rentabilité issue de l'activité productive, et le coût des ressources externes. Cet effet de levier va accroître ou, au contraire, réduire les performances économiques de l'entreprise.

⁴⁷Tiré de "Emploi, accumulation et rentabilité financière", B. PARANQUE, XVIIIe Journée des Centrales de Bilans, 1993

⁴⁸pour la justification de cette décomposition, voir B. PARANQUE étude citée et Méthodologie d'Analyse Financière de la Centrale de Bilans.

II - LES CONTRAINTES DE LA CROISSANCE

Ces contraintes peuvent s'exprimer sous la forme des inégalités comptables suivantes à partir du constat d'une modération de la croissance des frais de personnel et de l'amélioration du taux de marge des entreprises, elles font intervenir le partage de la valeur ajoutée et l'efficacité du capital engagé.

$$[1] \text{ soit } \frac{FP_n}{FP_{n-1}} \leq \frac{EBG_n}{EBG_{n-1}} \text{ ce qui autorise } \frac{\frac{EBG_n}{VAG_n}}{\frac{EBG_{n-1}}{VAG_{n-1}}} \geq 1^{49}$$

$$\text{c'est-à-dire que } \frac{EBG_n}{VAG_n} \geq \frac{EBG_{n-1}}{VAG_{n-1}}$$

Avec:

*FP: frais de personnel;

*EBG: excédent brut global;

*VAG: valeur ajoutée globale;

*Cg: capital engagé.

Pour que cette évolution se traduise en termes de rentabilité, c'est-à-dire que :

$$[2] \frac{EBG_n}{Cg_n} \geq \frac{EBG_{n-1}}{Cg_{n-1}} \text{ il faut que } \frac{Cg_n}{Cg_{n-1}} \leq \frac{EBG_n}{EBG_{n-1}}$$

Mais, ceci ne produira ses effets sur la rentabilité que si :

$$\frac{VAG_n}{Cg_n} \geq \frac{VAG_{n-1}}{Cg_{n-1}}, \text{ puisque}$$

$$[3] EBG/Cg = EBG/VAG \times VAG/Cg$$

Or, ce n'est pas forcément le cas ni la tendance observée⁵⁰. Par conséquent pour que [2] soit vérifié, il faut en outre satisfaire à la contrainte suivante, à savoir que⁵¹ :

$$[4] (EBG_n/VAG_n) / (EBG_{n-1}/VAG_{n-1}) \geq (VAG_n/Cg_n) / (VAG_{n-1}/Cg_{n-1})$$

⁴⁹Sous condition que toutes les grandeurs soient positives

⁵⁰ Si $VAG_n/Cg_n \geq VAG_{n-1}/Cg_{n-1}$ est vérifiée, alors [3] peut augmenter à répartition de la VAG constante

⁵¹ Le même raisonnement pourrait être suivi en introduisant une autre dimension, à savoir les effets combinés, sur le partage de la valeur ajoutée, de l'évolution du coût unitaire de la main-d'oeuvre et du rendement apparent de celle-ci afin de rendre compte des modalités de répartition des gains de productivité du travail.

Sur la période étudiée, compte tenu de l'évolution à la baisse de l'efficacité du capital, l'amélioration de la rentabilité s'est traduite par la recherche d'un accroissement des gains de productivité du travail supérieur au rythme de substitution capital/travail, c'est-à-dire que :

$$[5] (VAG_n/FP_n) / (VAG_{n-1}/FP_{n-1}) \geq (Cg_n/FP_n) / (Cg_{n-1}/FP_{n-1})$$

Ainsi, vérifier [4] revient à maîtriser [5] ce qui tend à favoriser les investissements de rationalisation.

Si on veut alléger la contrainte sur la répartition de la valeur ajoutée et accroître la rentabilité, il faut alors améliorer l'évolution de l'efficacité du capital, c'est-à-dire contrôler la hausse de l'intensité capitaliste.

III - INVESTISSEMENT DE CAPACITÉ ET INVESTISSEMENT DE RATIONALISATION ÉVALUÉS À PARTIR DU TAUX DE DÉCLASSEMENT

Le taux de déclassement, noté D:

$$D = \frac{I_n}{K_n} - \left(\frac{K_n - K_{n-1}}{K_{n-1}} \right)$$

avec :

I_n : investissement de l'année n

K_n : équipements productifs de l'année n

K_{n-1} : équipements productifs de l'année n-1, K_n et K_{n-1} sont en valeur brute inscrite au bilan

$$\begin{aligned} D &= \frac{I_n}{K_n} - \left(\frac{(K_{n-1} + I_n - C_n) - K_{n-1}}{K_{n-1}} \right) \\ &= \frac{I_n}{K_n} - \left(\frac{I_n - C_n}{K_{n-1}} \right) = \frac{I_n}{(K_{n-1} + I_n - C_n)} - \left(\frac{I_n - C_n}{K_{n-1}} \right) \end{aligned}$$

avec :

C_n : cessions d'équipement productif de l'année n

En développant cette expression, on obtient

$$D = \frac{-I_n^2 + 2C_n I_n - C_n^2 + C_n K_{n-1}}{(K_{n-1})(K_{n-1} + I_n - C_n)}$$

Par hypothèse, le dénominateur est strictement supérieure à zéro sans quoi, économiquement, l'entreprise n'aurait pas d'équipement productif, ces derniers étant au moins égaux à I_n . Par conséquent, le taux de déclassement va dépendre de l'importance de l'investissement relativement aux cessions, compte tenu des équipements déjà installés.

Pour que l'entreprise réalise des investissements de capacité, il faut que le taux de déclassement soit négatif, soit :

$$D < 0 \Leftrightarrow -I_n^2 + 2C_n I_n - C_n^2 + C_n K_{n-1} < 0.$$

On peut alors écrire :

$$I_n^2 - 2C_n I_n + C_n^2 - C_n K_{n-1} > 0 \Leftrightarrow (I_n - C_n)^2 - C_n K_{n-1} > 0 \quad [1]$$

D'où , pour que $D < 0$ et qu'il y ait effectivement accroissement net des capacités de production :

$$\boxed{\frac{(I_n - C_n)^2}{C_n} > K_{n-1}}$$