

SOMMAIRE

"FONDS PROPRES, RENTABILITE ET EFFICACITE CHEZ LES P.M.I : METHODES D'ANALYSE ET APPRECIATION DES SITUATIONS FINANCIERES"

I - UN PLUS GRAND DYNAMISME DES P.M.I.....	1
A - Le constat : des P.M.I plus rentables mais plus endettées que les grandes entreprises sur la fin des années 80.....	1
B - Le cycle d'exploitation des P.M.I est plus lourd que celui des grandes entreprises	4
C - Quels enseignements tirer de la comparaison sur l'autonomie avec leurs concurrentes étrangères ?	5
II- PEUT-ON ALORS DEFINIR UN NIVEAU PERTINENT DE FONDS PROPRES POUR LES P.M.I. ?.....	7
A - Leur justification et leur origine.....	7
B - La combinaison productive.....	9
C - la rentabilité financière.....	11
III - LA MESURE DE L'AUTONOMIE FINANCIERE : DES PREOCCUPATIONS DIFFERENTES QUI ABOUTISSENT A UNE CONFUSION DES METHODES	13
A - Situation individuelle et constat global.....	13
B - Autonomie financière ou performances économiques et financières ?	15
CONCLUSION	17

Le présent article a pour objet de montrer que les conditions du débat sur le niveau des fonds propres des P.M.I. méritent d'être précisées.

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 économiques et financières soient suffisamment élevées. 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.

Dès lors, si l'appréciation bilantielle de la situation financière des PMI 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 PMI 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.

L'insuffisante capitalisation souvent évoquée à propos des PMI ne serait alors qu'apparente et pourrait provenir d'un effort d'investissement relatif plus fort que celui de leurs concurrentes de plus grande taille. Celui-ci se traduit par des charges de maintien du potentiel productif plus élevées (dotations aux amortissements) grevant leur résultat.

Il ne faut pas alors confondre les besoins de financement des P.M.I avec les difficultés qu'elles peuvent rencontrer dans l'accès aux ressources et dans les négociations du coût de celles-ci.

I - UN PLUS GRAND DYNAMISME DES P.M.I

A - LE CONSTAT : DES P.M.I PLUS RENTABLES MAIS PLUS ENDETTEES QUE LES GRANDES ENTREPRISES SUR LA FIN DES ANNEES 80

Tout au long de la décennie 80, 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 insuffisantes et que des

actions plus structurelles devraient être entreprises¹. 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 formation²).

Les comportements des entreprises diffèrent selon leur taille³ comme le révèle l'évolution des taux de marge⁴, des taux d'endettement ou un examen du coût du crédit. A compter de 1984, les plans de restructuration industrielle et de restauration de la rentabilité se multiplient. Ils conjuguent maîtrise des coûts salariaux et désendettement.

Ce sont les grandes entreprises qui ont le mieux réussi à restaurer leur taux de marge -suite à une évolution favorable de la répartition de la valeur ajoutée- et à réorganiser leurs actifs en lien avec une réduction du poids de la dépendance financière. C'est ainsi qu'à partir de 1986, et jusqu'en 1989, si l'ensemble des firmes françaises ont amélioré leurs performances et reconstitué leur autonomie financière, le redressement des grandes entreprises a été plus rapide.

On a pu cependant constater qu'en 1990/1991 les P.M.I. **résistaient** mieux au renversement de conjoncture, mais, simultanément, qu'elles étaient plus **fragiles**⁵, comme le montrent les faillites nombreuses survenues depuis. Cet apparent paradoxe s'explique par la combinaison de trois facteurs : les P.M.I. 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 leur permet, à organisation de la production et combinaison productive constantes et toutes choses égales par ailleurs, 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 positif⁶. Toutefois, l'importance de l'endettement et les taux d'intérêt plus élevés que supportent les P.M.I., 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 solvabilité⁷. Cette dernière est plus facilement maîtrisable par les grandes entreprises car, outre des taux d'intérêt apparents plus favorables et, sur la décennie, un moindre effort de renouvellement de leur potentiel productif, elles peuvent plus

¹Voir Revue Banque "Dossier Entreprises", octobre 1991 et "Epargne, Innovations financières et croissance" Michel AGLIETTA, Revue d'Economie Financière 1991 ainsi que "Analyse financière du premier trimestre 92, "Mode de croissance et financement des principaux groupes français 83-90" Jean Noël VIELLE.

²Economie et statistique, septembre-octobre 1991, "France-Allemagne".

³Voir, par exemple, "L'évolution des charges financières des entreprises financières françaises entre 1985 et 1989", Mireille BARDOS, Denis BEAU, Centrale de Bilans, Banque de France, B 91/21.

⁴Calculés comme le rapport de l'excédent brut d'exploitation soit à la valeur ajoutée, soit au chiffre d'affaires.

⁵Voir Bernard PARANQUE, "Contraintes économiques des PMI et des grandes entreprises", Banque de France, Direction des Entreprises, 1992.

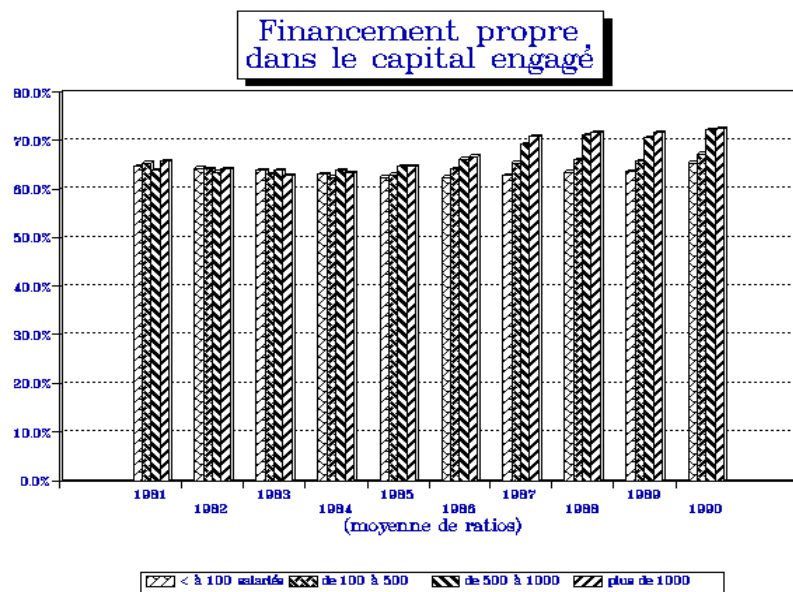
⁶A savoir le produit du taux d'endettement par l'écart de rémunération obtenue par l'activité productive par rapport à celle demandée pour les capitaux empruntés (profitabilité).

⁷Rapport des frais financiers à l'excédent brut global.

aisément jouer sur les rémunérations salariales, à la faveur d'éventuelles réorganisations de leurs actifs⁸. Or, cette variable d'ajustement n'existe pratiquement pas chez les P.M.I. dont l'efficacité réside souvent dans les compétences et le savoir-faire des salariés comparables à ceux des grandes entreprises, même si les qualifications (savoir-faire reconnu) peuvent différer.

De cette fragilité, d'aucun ont conclu à une insuffisance de fonds propres des P.M.I. Or s'il existe sur la décennie 80 un écart avec les grandes entreprises il est difficile d'en tirer des conclusions tranchées. En effet, l'écart est plutôt en faveur des P.M.I. en début de période, des secondes en fin. Toutefois, cela est à nuancer car sur les dix années écoulées, l'autonomie financière des P.M.I. a été relativement stable.

Autrement dit la comparaison P.M.I./ 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 PMI n'aient pas de problèmes. Mais ces derniers sont peut être d'une autre nature, liée notamment aux conditions de financement.



L'évolution apparemment moins favorable aux P.M.I., 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. 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, celle du pouvoir de décision dans

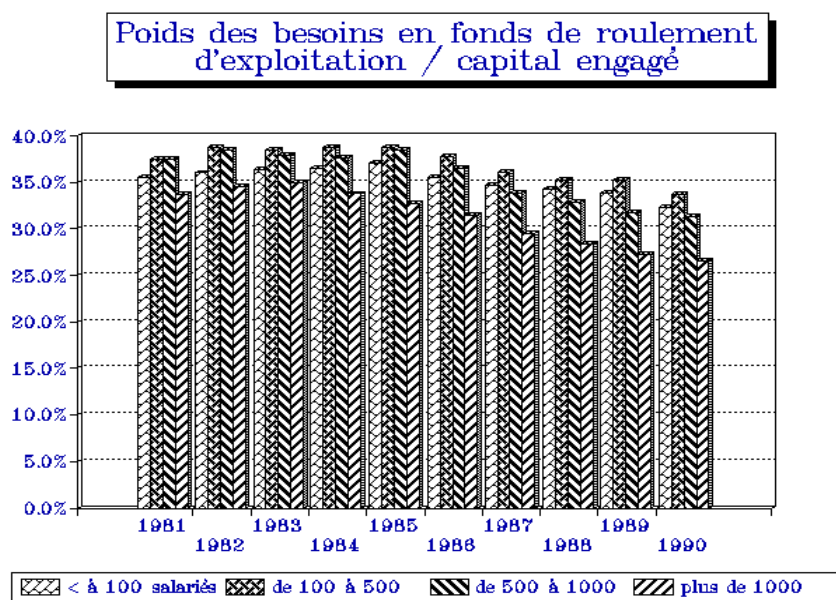
⁸L'exemple de la CGIP qui s'est désengagée totalement des secteurs manufacturiers traditionnels pour se réorganiser sur le tertiaire est exemplaire à cet égard.

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 P.M.I. 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 particulières⁹.

B - LE CYCLE D'EXPLOITATION DES P.M.I EST PLUS LOURD QUE CELUI DES GRANDES ENTREPRISES

L'analyse de la structure de l'endettement des P.M.I. met en évidence que ces entreprises ont plus recours au financement par crédit bancaire courant que leurs concurrentes de plus grande taille car **elles gèrent des besoins en fonds de roulement d'exploitation plus élevés**, 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.



⁹Toute 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 accessibles aux P.M.I. alors qu'il constitue une nécessité et un atout pour la compétitivité.

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 dépendance¹⁰.

Ainsi, il importe que les agents économiques définissent des règles de coopération pour lutter contre les effets de domination abusive ou de concurrence déloyale, tout en préservant l'intérêt de chacun. L'importance du crédit inter-entreprises en France illustre bien l'enjeu de cette coopération entre les P.M.I.-P.M.E et les grandes entreprises. Il peut être un handicap pour les entreprises qui en supportent le coût, et on sait que ce sont les P.M.I.-P.M.E qui sont plus particulièrement pénalisées¹¹. Autrement dit, une réduction des délais de règlement implique une modification d'ensemble des possibilités de financement, afin de permettre aux entreprises de bénéficier des effets positifs d'une réduction du crédit inter-entreprises sans pour autant qu'elles aient de difficultés à satisfaire leurs besoins de financement.

C - QUELS ENSEIGNEMENTS TIRER DE LA COMPARAISON SUR L'AUTONOMIE AVEC LEURS CONCURRENTES ETRANGERES ?

Il a été mis en évidence¹² 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 manufacturière¹³.

Le renforcement de leurs fonds propres 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"¹⁴ montre que nos firmes industrielles se situent dans une position intermédiaire au sein des principaux pays de l'O.C.D.E. qui ont servi de base à la comparaison.

Un rapprochement France/Allemagne est, en ce domaine, difficile à réaliser, en raison notamment de l'importance dans ce dernier pays des provisions pour retraites. Ainsi, en assimilant ces

¹⁰Voir 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.

¹¹Voir "Délais de paiement : effets d'une réduction", D. BOISSONADE et J.C. PALU, Revue Banque, octobre 1991.

¹²"Les entreprises françaises sont-elles bien dimensionnées : comparaison avec des économies européennes", G. CETTE, D. SZPIRO, Banque de France, Centrale de Bilans, B 91/04.

¹³Voir à ce sujet "les prélèvements fiscaux et sociaux supportés par les sociétés de l'industrie manufacturière", D. BEAU, J. LAUDY, Centrale de Bilans, Banque de France.

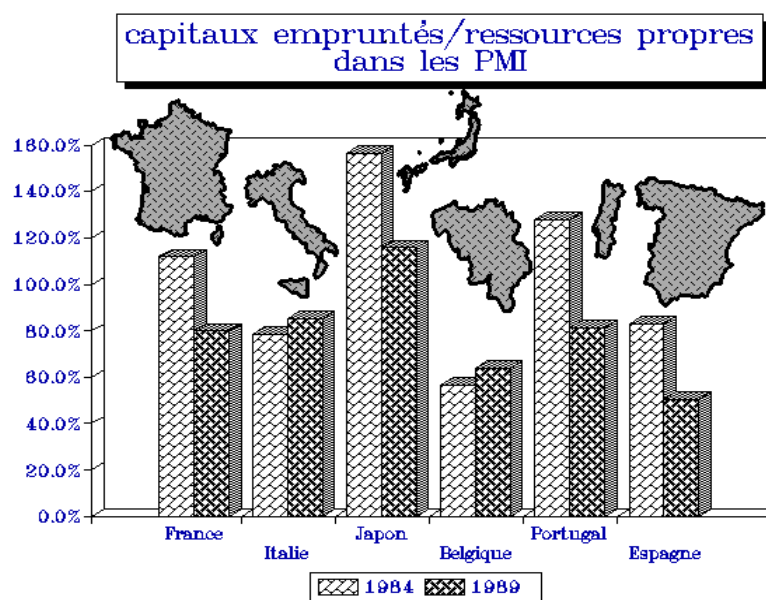
¹⁴Capital financier : capitaux propres + provisions + emprunts + crédits bancaires à court terme.

provisions à des fonds propres, nos entreprises apparaissent sous-capitalisées par rapport à leurs homologues allemandes¹⁵. En revanche, si on les exclut des fonds propres, les firmes françaises sont en meilleure situation que leurs concurrentes allemandes (voir tableau ci-dessous).

	(en %)									
Capitaux propres/Capital financier	1981	1982	1983	1984	1985	1986	1987	1988	1989	
R.F.A.	32,8	32,5	31,8	31,7	31,9	33,0	32,9	-	-	
France	49,5	43,5	41,6	29,7	30,8	35,7	43,4	51,8	53,6	
Royaume-Uni	72,6	67,7	67,8	66,3	67,4	64,4	66,4	65,9	61,0	
Japon	35,8	37,7	38,7	40,3	40,9	41,2	42,8	44,4	46,1	
Belgique	46,3	48,9	51,9	54,8	58,2	58,7	58,2	56,8	57,3	
Portugal	24,6	30,7	22,8	24,3	19,9	5,8	39,6	50,7	52,7	
Pays-Bas	56,2	56,0	57,0	60,0	61,2	62,0	61,4	62,0	62,9	
Italie	-	39,8	43,4	43,3	45,2	48,6	50,9	47,0	45,8	
Espagne	-	40,0	39,2	43,8	47,0	51,0	56,1	63,2	65,1	

Source BACH

Les capitaux empruntés par les P.M.I. françaises¹⁶, en pourcentage de l'ensemble de leurs ressources propres (79,7 %), sont proches de ceux des P.M.I. italiennes (85 %), moindres que ceux des japonaises (115,8 %) et supérieurs à ceux des espagnoles (50,4 %)¹⁷.



¹⁵Cf. "France Allemagne : performances comparées" P. Ralle et alii, juillet 1991, document de travail, INSEE et "Structures financières et résultats des entreprises industrielles en France et en RFA (1984-1988)", D. BEAU, J.C. SANANES, Centrale de Bilans, Banque de France.

¹⁶pour la France, l'Italie, l'Espagne et le Portugal, entreprise de moins de 500 salariés, au Japon, entreprise avec un capital inférieur à 1 milliard de yens ; en Belgique total du bilan inférieur à 80 millions de francs belges ou moins de 100 salariés et CA inférieur à 145 millions de francs belges.

¹⁷Source BACH :

capitaux empruntés : dettes à long terme et dettes auprès des établissements de crédit,

ressources propres : capitaux propres + provisions pour risques et charges - capital souscrit non versé.

Une étude réalisée par la Communauté Economique Européenne, sur les dernières données comptables européennes disponibles, montre¹⁸ que, par ailleurs :

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

- les structures financières des grandes entreprises se sont **rapprochées** de celles des P.M.E.

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 P.M.I., les relations sont jugées "versatiles", alors qu'en Allemagne et en Grande-Bretagne on considère les rapports plus équilibrés¹⁹.

II- PEUT-ON ALORS DEFINIR UN NIVEAU PERTINENT DE FONDS PROPRES POUR LES P.M.I.?

A - LEUR JUSTIFICATION ET LEUR ORIGINE

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.

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.

¹⁸"Les stratégies financières", Joëlle LAUDY, Commission des Communautés Européennes, 1992.

¹⁹"Analyse de la perception de l'offre bancaire pour les PMI-PME en Grande-Bretagne, Allemagne et France", Rapport au Conseil National du Crédit, BOSSARD Consultants, mai 1991.

A 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-Miller²⁰ 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 retenue²¹.

Or les marchés ne sont pas parfaits, comme le montre l'existence d'asymétrie d'information²² 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 des PMI.

Dans ce contexte, les fonds propres des entreprises dépendent étroitement du montant de l'épargne à long terme en France²³. Pour une firme donnée, ils sont étroitement liés à sa rentabilité financière puisque les bénéfices dégagés peuvent être capitalisés et/ou permettre d'offrir une rémunération attractive à ses futurs associés. La rentabilité financière²⁴ est elle-même la résultante de deux effets. Le premier concerne **les effets multiplicateurs d'une modification de la**

²⁰"The cost of capital, corporate finance and the theory of investment" American Economic Review, May 1958.

²¹Voir "Le mode de financement des entreprises" O. DE BANDT et P. JACQUINOT, Banque de France, Direction Générale des Etudes, Bulletin Trimestriel troisième trimestre 1991.

²²**L'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. A 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". Voir "Le mode de financement des entreprises" O. DE BANDT et P. JACQUINOT, Banque de France, Direction Générale des Etudes, Bulletin Trimestriel troisième trimestre 1991 ; des mêmes auteurs voir aussi "Les choix de financement des entreprises françaises", Notes d'études et de recherche, octobre 1990.

²³Voir Bulletin Trimestriel de la Banque de France, décembre 1991, numéro 80, "L'épargne à long terme" A. ICARD.

²⁴Rapporte la capacité d'autofinancement au financement propre. Pour plus de détails voir "Contraintes économiques des PMI et des grandes entreprises, 1981-1990" Bernard PARANQUE - Centrale de Bilans - Banque de France 1992.

valeur ajoutée sur la rentabilité économique²⁵, 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 contraire²⁶.

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 groupes 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.

B - LA COMBINAISON PRODUCTIVE²⁷

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 :

- 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.

*	1985		1986		1987		1988		1989	
	PME	GE	PME	GE	PME	GE	PME	GE	PME	GE
Intensité capitalisque	247,3	284,1	251,7	291,6	256,8	296,7	262,3	307,3	270,5	323,7
Rendement apparent de la main -d'oeuvre	193,5	221,5	206,7	243,2	217,7	258,3	232,3	280,6	244,1	298,5
Coût unitaire de la main -d'oeuvre	140,2	163,7	148,6	174,4	155,4	182,2	162,9	191,2	170,3	200,9
VAG/Cg	79,6	61,5	77,9	60,2	76,2	59,6	74,9	59,0	73,7	57,1

*	1990		1991	
	PME	GE	PME	GE
Intensité capitalistique	272,7	346,3	277,4	352,6
Rendement apparent de la main -d'oeuvre	253,7	310,6	259,2	322,3
Coût unitaire de la main -d'oeuvre	178,0	211,5	184,4	222,1
VAG/Cg	73,4	54,4	71,4	53,0

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

²⁵Qui rapporte l'excédent brut global au capital engagé.

²⁶Avec VAG/C_g 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 : $EBG/C_g = (VAG/C_g) \times (EBG/VAG)$.

²⁷Les chiffres présentés dans cet article sont tirés d'une étude à paraître "Emploi, accumulation et rentabilité financière" de B. PARANQUE qui sera présentée à l'occasion des XVIIIème journées des Centrales de Bilans le 23 novembre 1993 à Paris.

L'intensité capitalistique supérieure dans les grandes entreprises à celle des P.M.I se traduit par une moindre efficacité du capital, mais 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 P.M.I, 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 P.M.I²⁸.

Sur la période qui nous intéresse, on assiste à une certaine diminution de l'efficacité du capital engagé plus que compensée par une restauration du partage de la valeur ajoutée favorable aux profits²⁹.

	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
PMI	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 %

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

L'effort d'accroissement du potentiel productif, mesuré par le taux d'accumulation, a été plus élevé chez les P.M.I. que chez les grandes entreprises et, en outre, il 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 supérieur dans les entreprises de plus de 500 salariés à celui des P.M.I, les conclusions qu'on doit en tirer sont trompeuses. Le taux

²⁸Cf. "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.

²⁹La mesure de l'efficacité du capital est délicate. Dans un récent 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 et non sur celui utilisé effectivement, d'autre part il reste à démontrer que cette exigence ne dépend pas de la durée de vie des équipements (à savoir du délai de retour sur investissement) et qu'elle ne lui est pas proportionnelle. Compte tenu du développement des marchés financiers et de la pression court-termiste que ces marchés exercent sur l'activité réelle, on peut s'interroger sur la pertinence des corrections apportées à la mesure de l'efficacité du capital.. 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.

d'investissement paraît d'autant plus fort³⁰ que l'intensité capitalistique et la productivité apparente du travail sont élevés, alors même que le taux d'accumulation peut être faible³¹.

C - LA RENTABILITE FINANCIERE.

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.

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'oeuvre³² (flexibilité, CDD, licenciements, FNE...).

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 productif³³ est ainsi plus important dans les PMI que dans les grandes entreprises.

Au seuil de 5 %	1985		1986		1987		1988		1989		1990		1991	
	PMI	GE	PMI	GE	PMI	GE	PMI	GE	PMI	GE	PMI	GE	PMI	GE
Dot. amort./fi prop*	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 %

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"³⁴ particulièrement pour les grandes entreprises. Pour la seule industrie manufacturière, IAA incluses, le même constat peut être effectué.

³⁰Comptablement $I/VA = I/C \times (VA/C)^{-1} = I/C \times C/FP \times FP/VA = I/C \times C/FP \times FP/Eff \times (VA/Eff)^{-1}$, avec respectivement le taux d'investissement, le taux d'accumulation, le coefficient de capital puis en outre l'intensité capitalistique, la productivité apparente du travail, le rendement apparent de la main-d'oeuvre et son coût unitaire.

³¹Le taux d'accumulation est similaire selon les secteurs jusqu'en 1987 et dès 1988 il devient continûment plus élevé chez les sociétés des 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 des frais de personnel dans la valeur ajoutée : plus élevés dans les biens d'équipement et les biens de consommation courante que dans les autres secteurs, même si sur la période leur part se réduit.

³²Voir 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.

³³Mesurée ici par l'importance des dotations aux amortissements rapportées aux financement propre.

³⁴"Éléments d'analyse de la situation financière des entreprises"(fiche thématique n° 1), in Conseil National du Crédit 1991, Mireille BARDOS (Centrale de Bilans) et Jean CORDIER (SEMEF). Ainsi que "Politique salariale et taux d'intérêt en France dans les années 80 : peut-on envisager de poursuivre sur la lancée ?" Patrick ARTUS, Revue économique, 1992.

	(moyenne)						
Effet de levier net	1985	1986	1987	1988	1989	1990	1991
PMI**	- 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 %,

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

Jusqu'en 1989, l'effet de levier s'améliore, sans que les écarts selon la taille soient très significatifs, même si les PMI apparaissent dans une situation globalement moins favorable que leurs concurrentes de plus grande taille. Cet indicateur est toutefois très sensible aux variations de la rentabilité économique et aux taux d'intérêt. Le recul de la rentabilité financière à partir de 1990 est là pour le montrer.

	(moyenne)						
Rentabilité financière nette*	1985	1986	1987	1988	1989	1990	1991
PMI**	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 %,

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

La rentabilité financière nette est alors généralement plus favorable aux grandes entreprises qu'aux P.M.E., 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'accumulation³⁵.

*

* *

Ainsi, il apparaît que le niveau pertinent de fonds propres est à évaluer quasiment au cas par cas, à l'aune du dynamisme des PMI et de leurs capacités à répondre à la demande qui leur est adressé. 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.

³⁵Ce 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.

III - LA MESURE DE L'AUTONOMIE FINANCIERE : DES PREOCCUPATIONS DIFFERENTES QUI ABOUTISSENT A UNE CONFUSION DES METHODES

S'intéresser à l'autonomie financière d'une entreprise relève aussi d'un souci d'anticiper le mieux possible les difficultés, sources de défaillance.

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

Economiquement, 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 ?

Une étude de la Centrale de Bilans³⁶ montre une certaine complexité de la question. 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.

A - SITUATION INDIVIDUELLE ET CONSTAT GLOBAL

Nous avons recours à deux notions :

- capital, prime et réserves légales (noté "capital"),
 - financement propre, à savoir capital, primes, réserves légales et réserves d'autofinancement³⁷.
- Le financement propre est donc égal au "capital" plus les réserves d'autofinancement constituées par les amortissements et provisions.

La première notion est en net, puisque calculée hors amortissement, et sera rapportée au total du bilan³⁸, la seconde est en brut, pour être rapprochée du capital engagé. Ce dernier est égal au financement propre plus l'endettement global (hors dettes non financières).

³⁶Des trajectoires d'entreprises dans la transformation du tissu industriel national 1980-1989", M. BARDOS et B. PARANQUE, Banque de France, 1991, XVIe Journée des Centrales de Bilans .

³⁷ Voir "La méthodologie d'analyse financière" de la Centrale de Bilans, Banque de France

³⁸Total du bilan actif, en brut, c'est-à-dire au coût historique hors dépréciation des immobilisations.

Des tests d'inégalité de moyenne selon la taille sont réalisés au seuil de 5 % avec une présentation de l'intervalle de confiance de la moyenne.

En moyenne sur la période **1990-1992** les P.M.I. paraissent souffrir d'une sous-capitalisation par rapport à leurs concurrentes de plus grande taille quand on étudie le ratio "financement propre/capital engagé", en revanche le constat est moins tranché quand on se réfère à "capital/total du bilan"³⁹ : la borne supérieure de l'intervalle de confiance chez les P.M.I. ayant la valeur de la moyenne des grandes entreprises.

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
Capital / total du bilan brut	22,6	22,8	23,0	22,1	22,9	23,7

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

Pour 25 % des P.M.I. la valeur du ratio "Capital / total du bilan" est inférieure à 13,3 % contre 14,6 % pour un quart de leurs concurrentes de plus grande taille. De même, le taux d'apports externes⁴⁰ est supérieur à 100 % pour 1/4 des petites P.M.I contre 60 % pour un quart des grandes entreprises.

%	P M I			G. E.		
	Q1*	Q2	Q3	Q1	Q2	Q3
Financement propre / Capital engagé	55,6	69,9	83,2	64,7	75,5	86,6
Capital / total du bilan brut	13,3	20,9	31,1	14,6	21,8	29,9

* Q1 : 1er quartile, Q2 : médiane, Q3 : 3ème quartile.

La dispersion des ratios (Q3-Q1) est plus forte pour les P.M.I. que pour les grandes entreprises. Elle est, pour "capital/total du bilan", de respectivement 17,8 et 15,3. Sur "financement propre/capital engagé" l'écart est de 27,6 contre 21,9.

B - AUTONOMIE FINANCIERE OU PERFORMANCES ECONOMIQUES ET FINANCIERES ?

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'organisations industrielles,

³⁹L'explication de l'écart observée selon que l'on retient tel ou tel ratio dépasse le cadre de cet article. Toutefois, ce constat souligne la difficulté du diagnostic concernant cette question.

⁴⁰qui rapporte l'endettement (y compris les prêts des associés et des actionnaires) au financement propre.

- 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 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 équip 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 PMI, 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 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 PMI 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. En effet si celui-ci est supérieur chez les grandes entreprises, leur taux d'accumulation est plus faible. Autrement dit, en pondérant le taux d'investissement par l'intensité capitalistique, il apparaît que les PMI 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 PMI 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, 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 montré⁴¹ 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.

⁴¹"Endettement, rentabilité, débouchés et investissements" D. SZPIRO, Banque de France, Centrale de Bilans, B 91/18.

CONCLUSION

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.

On l'a vu, la question de l'insuffisance des fonds propres des P.M.I 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 des grandes entreprises correspond un moindre taux d'accumulation relativement aux P.M.I. Autrement dit, c'est la réorganisation de la structure de bilan des premières qui est le phénomène dominant, en lien avec les restructurations opérées, la délocalisation, le désengagement de certaines activités et le recentrage sur le métier traditionnel ou au contraire la diversification vers d'autres, autorisé par la libération et l'ouverture des marchés, en particulier financiers.

En termes de rentabilités, selon que l'on raisonne avant ou après amortissements, les résultats des comparaisons peuvent diverger. En net, les P.M.I paraissent handicapées par rapport aux grandes entreprises et, de ce fait, ont une plus faible capacité de capitalisation ; en brut, au contraire, les rentabilités sont supérieures, ou à tout le moins comparable à celui des firmes de taille plus importante.

La situation financière des P.M.I 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 effet, les exigences de rentabilité qui caractérisent les marchés financiers⁴² ne coïncident pas forcément avec les choix de développement des P.M.I dont l'axe est industriel, "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 P.M.I et ses propres besoins de rémunération. Cette distorsion est générée, quelle que soit la nature de l'apporteur, actionnaire ou prêteur. Les P.M.I vont gérer cette distorsion par une flexibilité importante⁴³, s'appuyant sur des efforts de modernisation élevés et une main-d'oeuvre au savoir-faire non négligeable. Se faisant, si elle n'attire pas de nouveaux actionnaires, elles peuvent maîtriser la contrainte de solvabilité, pour autant que leurs débouchés se maintiennent, à défaut de croître.

⁴²Cf lettre de l'OFCE, "Entreprises : une situation à double face", 21 avril 1993.

⁴³"La flexibilité des PME", Etudes et Statistiques, juin 1993, CEPME