“ Financement, investissement et performances des entreprises industrielles ”

Mémoire pour l’obtention du diplôme national d’habilitation à diriger les recherches

Bernard Paranque

Économiste à la direction des Entreprises
de la Banque de France [1]

“ 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 PIAGER, La Pléiade 1967.

Lyon, le 21 novembre 1995

M. Jacot, Professeur, Université Lumière Lyon 2
M. Cohen, Professeur, Université de Paris Dauphine
Mme Renverset, Professeur, Université d’Orléans
M. Courbis, Professeur, Université Lumière Lyon 2
M. Goux, Professeur, Université Lumière Lyon 2
M. Enfrun, Directeur des Études et Statistiques Monétaires à la Banque de France

[1] Je tiens à remercier la Banque de France pour les conditions de travail qui sont les miennes et qui me permettent aujourd’hui de valoriser mon expérience professionnelle. Il est bien évident que les propos et analyses développés dans ce rapport n’engagent que leur auteur et nullement la Banque de France.

SOMMAIRE

INTRODUCTION **1**

I - DonnÉes comptables et dynamisme Économique **3**

II - SPHÈRE FINANCIÈRE ET SPHÈRE RÉELLE **6**

III - PERSPECTIVES ET AXES DE RECHERCHE **8**

I - DE LA RECHERCHE DE CRITÈRES DE DÉCOUPAGE DU SYSTÈME PRODUCTIF AUX TRAJECTOIRES D'ENTREPRISES DANS LA TRANSFORMATION DU TISSU INDUSTRIEL NATIONAL **11**

A - L'intensité capitalistique comme critère de découpage 11

B - Des trajectoires d'entreprises 14

II - DES LOGIQUES ÉCONOMIQUE ET FINANCIÈRE DIFFÉRENTES ENTRE PMI ET GRANDES ENTREPRISES **16**

A - La nécessité des fonds propres 16

B - La recherche de rendements d'échelle croissants bute sur une efficacité du capital décroissant avec la taille 19

C - La rentabilité financière. 24

D - Le constat : des PMI plus rentables mais plus endettées que les grandes entreprises sur la fin des années 80 28

E - Quels enseignements tirer de la comparaison sur l'autonomie avec leurs concurrentes étrangères ? 30

F - Autonomie financière ou performances économiques et financières ? 34

III - LES MODES DE CROISSANCE DES ENTREPRISES INDUSTRIELLES **36**

A - Une accumulation soumise à la contrainte financière. 37

B - Une typologie de la croissance selon l'évolution de l'emploi et de la valeur ajoutée 45

C - Quelques réflexions sur la croissance 50

IV - PRODUCTIVITÉ, COMPÉTITIVITÉ ET RENTABILITÉ **52**

A - Évaluation et mesure 53

B - De la productivité à la rentabilité : la compétitivité 58

C - Une diversité de comportements face à la récession en 1993 69

D - L'intensité de la compétitivité évaluée à partir des données qualitatives 75

CONCLUSION **81**

I - LA FORMATION DE LA RENTABILITÉ FINANCIÈRE **85**

II - LES CONTRAINTES DE LA CROISSANCE **86**

III - INVESTISSEMENT DE CAPACITÉ ET INVESTISSEMENT DE RATIONALISATION ÉVALUÉS À PARTIR DU TAUX DE DÉCLASSEMENT **88**

BIBLIOGRAPHIE **90**

INTRODUCTION

Le travail de recherche engagé il y a maintenant 12 ans concerne les effets du financement des entreprises sur leur situation et leurs performances économique et financière.

Ma participation au rapport réalisé, en 1982, pour les Hospices Civils de Lyon sous la direction de Jean Saglio du Groupe Lyonnais de Sociologie Industrielle, sur les relations Hôpital - industrie et les réseaux d'acteurs ; la conduite au sein de l'équipe associée au CNRS « Économie des Changements Technologiques », en 1983, pour le compte du Pôle Rhône-Alpes de Génie Biomédicale, de l'évaluation des effets d'entraînement économique de l'aide à l'innovation, m'ont permis de mener une première réflexion à propos des effets structurant, sur l'activité économique, de logiques sociales différentes mais convergentes : une logique industrielle fondée sur la maîtrise technologique de l'activité ; une logique de recherche à l'origine de projets innovants susceptibles d'être industrialisés ; une logique de santé destinée à répondre à un certain type de demande, celle de soins.

L'opportunité que j'ai alors eu de rentrer dans une société d'expertise comptable m'a permis d'acquérir une connaissance des situations concrètes des entreprises à l'occasion d'interventions lors de restructurations, d'introduction de nouvelles technologies ou encore de diagnostics économique et financier. Il en ressort que la fonction financière est bien au coeur des arbitrages de gestion, particulièrement concernant les politiques d'investissement et d'emploi.

En 1990, j'ai été recruté, sur la base de ma formation et de l'expérience acquise des entreprises, par la Banque de France qui recherchait, pour son Service d'Études et de Recherche sur les Comptes des Entreprises relevant de la Centrale de Bilans, un économiste d'entreprise. Ce service, devenu depuis l'Observatoire des Entreprises [2] dirigé par Michel Delbreil, a pour mission de réaliser des études sur le système productif et de répondre aux demandes du gouvernement de la Banque.

Depuis, je mène une activité de recherche et effectue des interventions dans différents colloques ou à l'occasion de manifestations organisées par les succursales de la Banque de France. L'axe générique de mon travail est l'étude des liens entre les structures financières et les performances des entreprises industrielles françaises [3]. Ma participation au

[2] qui appartient à la direction des Entreprises, elle-même relevant de la direction générale du Crédit.

[3] sauf exception, tous les travaux mentionnés dans ce document ont été réalisés à partir de la base de données de la Centrale de Bilans de la Banque de France. Qu'ici Claude TRUY, informaticien, trouve l'expression de toute ma gratitude pour l'aide qu'il m'a apporté dans l'utilisation de l'informatique d'étude, ainsi que Roseline LAUNAY pour la frappe de ce document.

Comité Européen des Centrales de Bilans me permet d'élargir mes travaux au niveau international [4].

Outre les articles et ouvrages signalés en bibliographie et dans mon curriculum-vitae, 5 publications permettent plus particulièrement de présenter mon activité de recherche [5] :

- « Quel critère de découpage du système productif » ;

- « Contraintes économiques des PMI et des grandes entreprises » ;

- « Des trajectoires d'entreprises dans la transformation du tissu industriel », avec M. Bardos, présentée aux 16e Journées des Centrales de Bilans (1991) ;

- « Investissement productif et croissance externe », avec M. Bardos, présentée aux 17e journées des Centrales de Bilans (1992) ;

- « Emploi, accumulation et rentabilité financière », présentée à l'occasion des 18e journées des Centrales de Bilans (1993).

Afin d'éclairer les membres du jury sur mon activité de recherche, on retient une présentation en deux temps. La première partie situe la problématique générale de l'activité de recherche ainsi que les champs d'investigations envisagés, en particulier en collaboration avec le Centre de Recherche « Monnaie, Finance et Banque » dirigé par B. Courbis de l'Université Lyon 2. Dans un deuxième temps, un travail spécifique pour mon mémoire est réalisé. Une synthèse élargie des principales publications de ces 5 dernières années permet d'apprécier le contenu des travaux réalisés et la problématique retenue, particulièrement quant à l'analyse comparée des performances des PMI et des grandes entreprises.

[4] actuellement est en cours une étude comparative sur les fonds propres des entreprises allemandes, italiennes, espagnoles et françaises.
[5] Publiées dans la « Collection entreprise » de la Banque de France

PREMIÈRE PARTIE
MÉTHODOLOGIE ET PROBLÉMATIQUE DE L'ACTIVITÉ DE RECHERCHE

I - DONNÉES COMPTABLES ET DYNAMISME ÉCONOMIQUE

La spécificité des travaux effectués au sein de l'Observatoire des entreprises de la Banque de France tient à la nature des informations disponibles. Il s'agit de données comptables individuelles issues de la collecte des liasses fiscales d'entreprises volontaires pour transmettre cette information à la Centrale de Bilans de la Banque de France.

La Centrale de Bilans a été créée en 1967 à l'occasion de la préparation du 6e Plan, par convention avec l'Insee. Elle a pour mission de développer les études sur le système productif et de favoriser une meilleure connaissance de la situation économique et financière des entreprises.

En conséquence de quoi, les études et le programme de recherche doivent s'inscrire dans cette double perspective. Méthodologiquement, le travail sur données comptables nécessite la mise en oeuvre d'outils spécifiques : d'une part la méthodologie d'analyse financière de la Centrale de Bilans, d'autre part les techniques statistiques adéquates. La mission confiée à la Centrale de Bilans conduit à privilégier quasi-exclusivement le traitement de la base comptable et à produire des travaux utiles au gouvernement de la Banque, aux Pouvoirs publics, aux différents acteurs économiques. Les résultats sont présentés lors de colloques, de séminaires ou publiés soit dans la « Collection Entreprise » de la Banque de France, soit dans des revues telles la Revue d'Économie Industrielle, la Revue Internationale PME, Économie et Statistiques...

Enfin, ayant une formation en économie de la production et une expérience approfondie du fonctionnement des entreprises, j'ai choisi de privilégier la recherche de comportements économiques et financiers spécifiques à l'aide d'outils statistiques d'analyse de données, plutôt que la modélisation économétrique. 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. De ce

point de vue, les travaux engagés se situe dans le prolongement de ma thèse 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.

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 externe.

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.

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 ?

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 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 de marchandise vendue sur un marché.

Toutefois, à la différence du risque de transformation, le risque de non-réalisation est déterminé par l'identification des conditions de rupture dans le cycle du capital engagé dans une activité productive. Ces conditions 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 solvabilité sont celles qui ont pour origine (Bardos, Paranque, 1992) :

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

- 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 (cf. les travaux en cours du Conseil National du Crédit sur le risque de crédit), elle peut entraîner un effet pervers de *credit crunch* et de rationnement/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 (Ch. De Boissieu) mais aussi pour favoriser l’investissement productif et justifier d’éventuels écarts de rendement par rapport aux marchés financiers.

Si, jusqu’à présent, l’étude des comportements a été favorisée, la réflexion doit s’élargir à cette problématique. À cette fin, une convention de programme de recherche est en cours d’établissement sur le thème de « politique monétaire et relations banque-entreprises ». Elle associe l’Observatoire des entreprises de la Banque de France et le Centre de recherche « Monnaie, finance et banque » dirigé par B. Courbis.

II - 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 autonomisation 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. Tout d'abord, la rentabilité économique des PMI est supérieure à celle des grandes entreprises alors que l'effort d'accumulation y est supérieur. Cet écart résulte d'une efficacité de la combinaison productive plus forte. Ensuite, on relève un recul de l'efficacité, celle-ci étant décroissante avec la taille, qui pèse sur la rentabilité. Enfin, si Gilbert Cette (1993) peut dire que « l'efficacité du capital n'a pas connu de dégradation structurelle susceptible d'altérer la rentabilité des entreprises », c'est en évitant de rapporter l'évolution de ces deux indicateurs au taux de marge des entreprises qui s'est fortement redressé 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 que j'ai pu conduire 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 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 PMI sont doublement contraintes, d'une part du fait de leur insertion spécifique dans le système productif, 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 réalisation, particulièrement dans les grandes entreprises, et fragilisent les PMI. Une inversion de la problématique est alors envisageable. Dans une perspective historique, on pourrait étudier

comment 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. L'axe central des travaux à venir a comme ambition d'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 PMI tout particulièrement, la contrainte de débouchés.

III - PERSPECTIVES ET AXES DE RECHERCHE

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 ou des réflexions sur l'asymétrie d'informations que dans la perspective des travaux engagés sur les interactions entre sphère financière et sphère réelle. 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 60 et 70. 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 ?

À partir des résultats comptables des entreprises industrielles en 1993, un accroissement de 0,005 point du taux d'intérêt apparent moyen, qui passerait ainsi de 9,71 % à 10,2 % en 1994, se traduirait :

- sous H1, (poursuite du recul en 1994 de la rentabilité et du taux d'endettement de même ampleur que celui relevé en 1993), par un alourdissement de la **contrainte de solvabilité** qui passerait de 25,54 % à 30,1 % soit + 0,0456 point d'EBG et d'une détérioration de **l'effet de levier** de 0,0079 point.

- sous H2, (stabilisation de la rentabilité et du taux d'endettement 1994 à leur niveau de 1993), par un léger accroissement de la **contrainte de solvabilité** à 26,93 % soit 0,0139 point et d'un petit recul de **l'effet de levier** de 0,0017 point.

Cette simulation, très fruste, définit les contraintes auxquelles devra satisfaire un investissement. Autrement dit, 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-Daset D. et Salais R., 1992). La simulation, sur des indicateurs adéquats, des conséquences d'une variation des taux d'intérêt en lien avec les objectifs de politique monétaire montre alors quels sont les arbitrages auxquels sont contraintes les entreprises pour alléger leurs diverses contraintes (de débouchés, de rentabilité, de solvabilité,..).

Cette voie de recherche est particulièrement intéressante pour les PMI 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.

DEUXIÈME PARTIE
SYNTHÈSE AUGMENTÉE
DE L'ACTIVITÉ DE RECHERCHE

Les travaux, qui sont ici présentés, explicitent la problématique exposée précédemment, particulièrement en ce qui concerne l'état des performances des PMI par rapport aux grandes entreprises et la diversité des modes de gestion de la contrainte de rentabilité.

I - DE LA RECHERCHE DE CRITÈRES DE DÉCOUPAGE DU SYSTÈME PRODUCTIF AUX TRAJECTOIRES D'ENTREPRISES DANS LA TRANSFORMATION DU TISSU INDUSTRIEL NATIONAL

La première étape de mes travaux m'a conduit à dresser une segmentation des entreprises industrielles françaises indépendantes du découpage retenu par la nomenclature d'activités et de produits de l'Insee. Ce dernier présente, certes, l'avantage de permettre une identification du marché et des produits de l'entreprise mais il occulte les dynamiques sous-jacentes à la contrainte d'accumulation. Dans une seconde approche, en collaboration avec Mireille Bardos, nous avons dressé une typologie du système productif sur la décennie 1980.

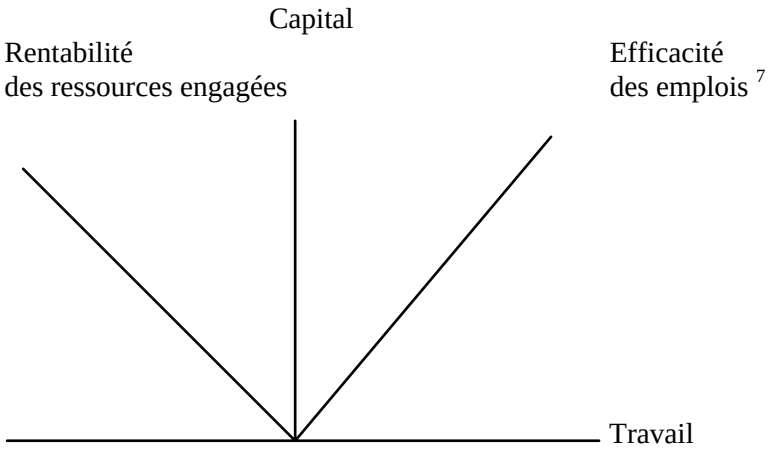
A - L'intensité capitalistique comme critère de découpage

La nomenclature d'activités et de produits regroupe les entreprises sur la base de leur activité principale, identifiée d'après le montant de chiffre d'affaires réalisé. Toutefois, cette définition introduit un biais considérable, puisqu'elle n'intègre qu'une dimension quantitative pour classer les entreprises. Ainsi peut-on opposer deux sociétés classées dans une même famille selon que l'une est fortement intégrée alors que l'autre a fortement recours à la sous-traitance. Or, leur structure de production, leurs modalités de financement sont très différentes. Autrement dit, l'homogénéité des activités occulte une diversité d'équilibre financier et de mode d'organisation de la production. À l'inverse, reprenant une analyse développée dans ma thèse (Paranque B., 1984), une différence de marché, d'activité peut cacher une similitude de conditions d'accumulation, de financement et de performances (Dallerac H. et Micha B., 1982; Delattre M. et Eymard-Duverney F., 1983.)

a) La méthode suivie

À la base de la démarche, une première segmentation a été effectuée afin de mettre en évidence des traits économiques et financiers dominants [6]. Pour ce faire, on a choisi des ratios caractéristiques de diverses fonctions de l'entreprise identifiée par la méthodologie d'analyse financière de la Centrale de Bilans de la Banque de France (Paranque B., 1991). À l'issue de cette étape, le critère d'intensité capitalistique, mesuré par le rapport du capital productif (équipement + besoins en fonds de roulement) aux frais de personnel (y compris le personnel extérieur), est apparu comme un indicateur synthétique pertinent des contraintes de l'entreprise. En effet, c'est à la fois une donnée technologique et le résultat de la maîtrise de l'activité et des arbitrages qui conditionnent la rentabilité.

Il permet d'analyser l'entreprise dans un espace à 4 dimensions :



Les axes capital-travail sont les deux premières dimensions exprimant les conditions de mise en oeuvre des moyens. Les performances économiques et financières sont les dimensions résultantes de cette mise en oeuvre. Elles peuvent se définir soit du point de vue des ressources créées (l'efficacité), soit du point de vue de la rémunération obtenue (la rentabilité).

Le critère d'intensité capitalistique peut alors se développer comme suit :

$$C/FP = C/VA * VA/FP = [\ EBE/VA * (EBE/C)^{-1}] * [\ VA/Eff * (FP/Eff)^{-1}]$$

avec :

C = capital y compris les besoins en fonds de roulement ;
FP = frais de personnel qui intègrent l'effet de la structure de l'emploi, ce qui est plus cohérent avec le numérateur ;
VA = valeur ajoutée ;
EBE = excédent brut d'exploitation ;
Eff = effectifs.

[6] à l'aide du logiciel d'analyse des données ADDAD.
[7] au sens du tableau de flux.

Ce développement permet de mettre en évidence :

- d'une part les arbitrages possibles entre la recherche d'un taux de marge et la réalisation d'une rentabilité compatible avec les engagements financiers de l'entreprise, qu'on peut définir comme la contrainte de rentabilité : ce qui est gagné sur les marges pouvant être « perdu » par une croissance mal maîtrisée du capital, en particulier dans sa mise en oeuvre. Ce qui revient à mettre en lumière une logique de court terme par rapport à une logique de plus long terme ;

- d'autre part, les effets de ces arbitrages sur l'efficacité de la combinaison productive, du fait d'une rupture entre les possibilités escomptées de valorisation des capitaux et la réalisation concrètes de cette valorisation.

Cette contrainte de rentabilité peut alors s'exprimer sous la forme suivante :

$$EBE/C = EBE/VA * VA/FP* (C/FP)^{-1.}$$

Trois groupes d'intensité capitalistique ont alors été définis à partir de la distribution du ratio [8] après qu'une classification ait été effectuée sur les entreprises :

* le première réunit les classes d'entreprises dont la distribution (Q1 - Q3) est comprise entre 2,5 F et 9 F ;
* le second regroupe celles pour lesquelles la distribution est comprise dans l'intervalle 1 F et 4 F ;
* le troisième rassemble celle dont la distribution est strictement supérieure à 0 mais inférieure à 1 F.

b) les résultats obtenus.

Le premier groupe permet de distinguer les entreprises dont la combinaison productive se structure à partir de la recherche de gains de productivité du travail de celles mettant l'accent sur une productivité d'ensemble de la combinaison productive. On y retrouve des firmes du textile-habillement, de la chimie de base, du bois.

Le deuxième groupe réunit des entreprises des biens intermédiaires et des biens de consommation courante autour d'un noyau dur composé, d'une part de sociétés de la fonderie et, d'autre part, du textile-habillement.

Le troisième rassemble des sociétés, généralement sous-traitantes, de la mécanique et du textile-habillement.

[8] Q1 = premier quartile, Q3 = troisième quartile.

Ainsi, il a pu être montré que la seule prise en compte du chiffre d'affaires réalisé sur un marché occulte à la fois la convergence de structure économique entre entreprises de secteurs d'activité différents et interdit de prendre en compte les contraintes de natures différentes pouvant exister entre firmes de même secteur.

Ce souci de compréhension du système de contraintes régissant les choix de gestion des entreprises a conduit à une étude plus fine du tissu industriel.

B - Des trajectoires d'entreprises [9]

Une typologie [10] du tissu industriel a été réalisée afin de mettre en évidence des comportements forts et d'autoriser une lecture structurelle de la décennie 80. Celle-ci se caractérise, en effet, par quatre périodes particulières.

La première correspond à l'année 1981 avec la chute de la production industrielle et le point bas des taux de marge ; la seconde est celle de la restauration des taux de marge à compter de 1983 ; en 1986, on assiste à un développement des politiques de croissance externe et de la reprise de la production industrielle ; enfin, la fin de cette décennie entérine l'amélioration de la situation financière des entreprises avec, en particulier, un certain allégement de la contrainte de solvabilité et correspond à la fin de la phase de croissance antérieure.

Cette transformation du système productif se réalise à travers des itinéraires d'entreprises où surviennent différents événements subis ou choisis (Bardos M., Paranque B., 1992a).

a) Les traits marquants identifiés par une typologie

À chacune des quatre dates retenues, des profils économiques et financiers d'entreprises similaires sont apparus. Ils révèlent une stabilité du système productif au delà du développement propre des entreprises.

* « Les rentables » : entreprises dont les caractéristiques productives les situent dans la moyenne de l'échantillon mais à forte rentabilité ; en 1981, elles sont toutefois soit très rentables mais peu investisseuses, soit un peu moins rentables car investissant un peu plus.

* « Les besoins en fonds de roulements forts », sociétés particulièrement contraintes par le poids du cycle d'exploitation.

[9] étude présentée lors de la XVI° Journée des Centrales de Bilans, Paris 1991.
[10] réalisée à l'aide du logiciel SPADN du CISIA.

* « Les peu capitalistiques », PMI rentables, avec un taux d'équipement par salarié et des besoins en fonds de roulement faibles.

* « Les en difficulté », entreprises dont la contrainte de solvabilité est extrêmement élevée.

* « Les investisseuses » avec, en 1986, une distinction entre celles orientées vers la croissance externe et celles réalisant des investissements productifs importants.

À chacun de ces profils correspondent des modalités spécifiques de gestion de la contrainte de rentabilité.

Si on reprend le critère d'intensité capitalistique utilisé précédemment, on constate que la rentabilité des « rentables » a pour origine une forte productivité du travail et une faible efficacité du capital. Les « en difficulté » subissent une contrainte de solvabilité élevée dont l'origine structurelle est à rechercher dans une intensité capitalistique importante et une efficacité du capital insuffisante. Pour chaque classe, il est ainsi possible d'analyser la formation du profil général. L'étude des trajectoires permet alors de préciser les situations constatées.

b) Les trajectoires.

Si plus de 60 % des entreprises « rentables » en 1981 et en 1983 le seront encore en, respectivement, 1983 et 1986, il apparaît une rupture sur la deuxième moitié de la décennie 80 coïncidant avec la croissance de l'économie : moins de 20 % des « rentables » de 1986 le seront encore en 1989. Dans leur grande majorité, elles subiront une hausse de leurs besoins en fonds de roulement, conséquence peut-être de la faiblesse de l'investissement antérieur.

Les entreprises à « BFRE forts » restent généralement dans cette situation. Certaines peuvent se retrouver « investisseuses », soulignant une politique de rationalisation du cycle de production, mais le plus souvent elles sont en « difficulté », surtout celles de 1986 en 1989.

Les « peu capitalistiques » ont autant de chances de le rester que de devenir « rentables », sauf pour celles de 1986 qui peuvent aussi connaître en 1989 une hausse du poids de leurs BFRE.

Les « en difficulté » sortent le plus souvent de l'échantillon ou restent avec ce profil. Certaines toutefois peuvent retrouver leur rentabilité, voire engager une politique d'investissement.

Les « investisseuses » ont un comportement relativement stable mais certaines perdent la maîtrise de leur contrainte de solvabilité ou bénéficient, parfois, des délais de retour sur investissements et deviennent « rentables ».

L'origine des trajectoires est aussi intéressante dans la mesure où elle met l'accent sur la maîtrise des contraintes. Ainsi, les « rentables » sont rarement d'anciennes investisseuses alors que plus du quart des firmes « en difficulté » en 1986 sont des « rentables » de 1983 et près de 7 % de celles de 1986 en 1989.

Ce travail a permis de mettre en évidence deux comportements intéressants pour comprendre la dynamique du système productif : celui des PMI (en particulier les « faiblement capitalistiques ») et celui lié à l'investissement. Il a alors débouché sur deux recherches.

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

Le deuxième champ de mes recherches part du constat que les interrogations sur la situation des PMI 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 proviennent de performances insuffisantes par rapport aux entreprises de plus grande 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 (Belletante B., 1991). Il confirme aussi que si ces entreprises sont plus endettées, l'interprétation de ce résultat diverge de celle faite couramment.

A - La nécessité des fonds propres

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. 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).

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.

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.

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 ?

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 (Bardos, Paranque, 1992a).

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-Miller [11] 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).

Or les marchés ne sont pas parfaits, comme le montre l'existence d'asymétrie d'information [12] et de risques (entre autres de faillite) liés à la perte de maîtrise de la charge de la

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

[12] **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. 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".

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 PMI.

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.

Pour chaque firme, la rentabilité financière [13] est elle-même la résultante de deux effets [14].

Le premier concerne **les effets multiplicateurs d'une modification de la répartition de la valeur ajoutée** sur la rentabilité économique [15], 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 [16].

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 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.

[13] Rapporte la capacité d'autofinancement au financement propre.
[14] cf. annexe 1.
[15] Qui rapporte l'excédent brut global au capital engagé.
[16] Avec 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) x (EBG/VAG).

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 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 désirant 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 PMI 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 [17].

*	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	122,1	206,3	243,7	217,8	258,3	232,0	280,6	244,4	298,1
Coût unitaire de la main - d'oeuvre	140,2	163,7	148,4	174,5	155,5	182,2	162,1	191,2	170,0	200,9
VAG/Cg	279,6	761,5	677,9	460,2	476,2	259,6	974,9	259,0	373,3	957,1

*	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	331,0	259,2	322,2
Coût unitaire de la main-d'oeuvre	178,0	211,5	184,4	222,1

[17] Les traitements statistiques ont été faits à l'aide du logiciel SAS sous informatique d'étude.

VAG/Cg	73,4	54,4	71,4	53,0

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

L'intensité capitalistique supérieure dans les grandes entreprises à celle des PMI 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 PMI, 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 PMI [18].

Toutefois, sur la période étudiée, l'efficacité du capital engagé poursuit sa baisse, mais son recul 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 [19]. Il apparaît un problème d'ensemble mais qui a sans doute des causes spécifiques selon la taille des entreprises. Les PMI 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 rapide 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 provoque.

	1985	1986	1987	1988	1989	1990	1991

[18]Cf. "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.

[19]La 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, 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.

%	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	14,013,5	78,5771	**14,613,4**	76,3755,4	**15,713,5**	**75,873,8**	**16,213,8**	**75,072,6**	**16,414,3**	**75,472,6**	**17,115,1**	**73,470,6**	**15,013,5**	**75,471,7**
GE														

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 PMI 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 PMI, les conclusions qu'on doit en tirer sont trompeuses [20]. 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.

	1985	1986	1987	1988	1989	1990	1991

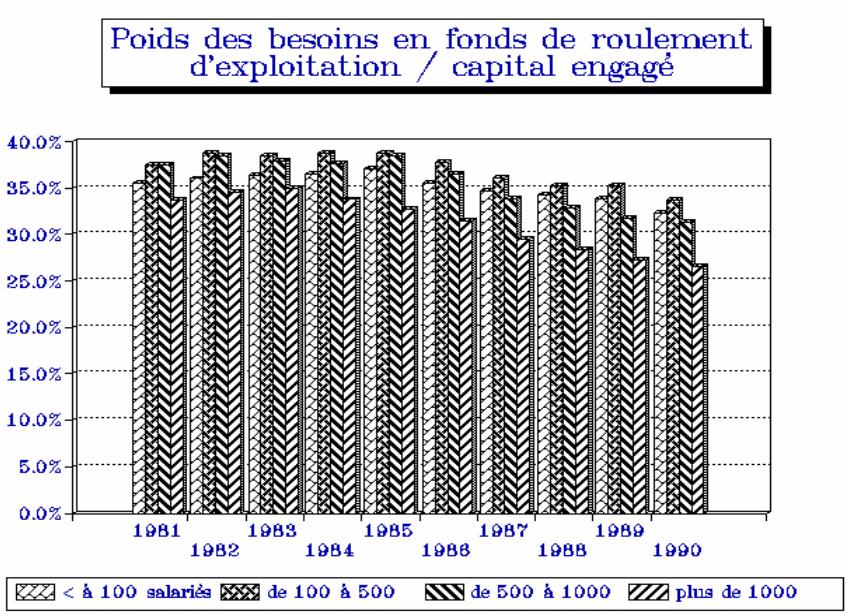
[20] Comptablement $I/VA = I/C \times (VA/C)^{-1} = I/C \times C/FP \times (VA/FP)^{-1} = I/C \times C/FP \times FP/Eff \times (VA/Eff)^{-1}$, avec respectivement le taux d'investissement, le taux d'accumulation, l'efficacité du capital puis en outre l'intensité capitalistique, la productivité apparente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

Moyenne*(%)*	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	13,014	23,319	14,114	24,720	15,015	26,020	16,516	27,522	17,317	28,523	17,518	28,423	15,216	27,421
BE	0,013	4,217	9,141	12,225	6,148	7,228	7,158	1,230	1,154	1,237	1,162	0,239	0,137	4,233
BCC	9	7	1	5	8	8	8	0	4	7	2	9	7	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 PMI **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 [21]. L'importance du crédit inter-entreprises en France illustre bien l'enjeu financier de cet aspect quand on sait que ce sont les PMI-PME qui sont plus particulièrement pénalisées (Boissonade D. et Palu J.C., 1991 ; Boissonade D. et Kremp E., 1993). 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 - La rentabilité financière.

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 (%)							
PMI*	79,16	73,86	74,85	75,74	74,95	73,52	69,24
GE	67,0	63,2	54,4	51,5	51,0	52,3	48,7
Taux d'intérêt apparent (%)							

[21] 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.

PMI	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 PMI et GE

Les besoins de financement, générés par la politique d'investissement plus soutenue, induisent, dans les PMI, 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 PMI est moindre comparée à celle de leurs concurrentes de plus grande taille, elle s'est améliorée depuis 1985. Le problème du financement des PMI 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
PMI**	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
BCC	11,7	12,9	13,1	13,4	14,1	13,8	12,3

* Ecart statistiquement discernable au seuil de 5 % entre PMI et GE
**PMI : 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 PMI 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 PMI. 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 [22] 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

[22]Mesurée ici par l'importance des dotations aux amortissements rapportées aux financement propre.

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 %

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 a 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 [23] (intérim, CDD, licenciements, FNE...).

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
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 net 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. En fin de période, on observe une

[23] Voir 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.

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, 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. 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.

(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 alors 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'accumulation [24]. 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.

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

[24]Ce 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.

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 :

« 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 » [25].

D - Le constat : des PMI plus rentables mais plus endettées que les grandes entreprises sur la fin des années 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 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 [26]).

Les comportements des entreprises diffèrent selon leur taille (Bardos M. et Beau D., 1991) comme le révèle l'évolution des taux de marge [27], 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 PMI **résistaient** mieux au renversement de conjoncture, mais, simultanément, qu'elles étaient plus **fragiles** (Paranque B., 1992**)**, comme le montrent les faillites nombreuses survenues depuis.

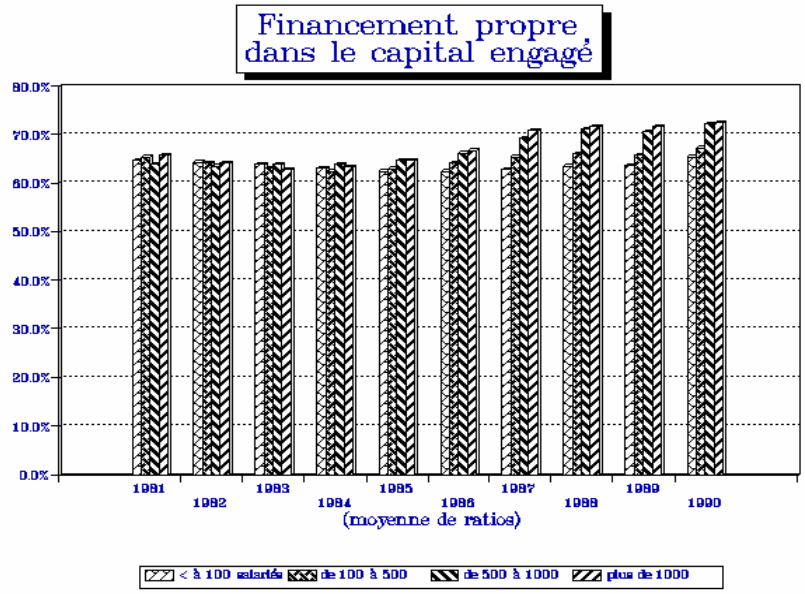
Cet apparent paradoxe s'explique par la combinaison de trois facteurs : les PMI supportent toujours un coût du crédit supérieur à celui de leurs concurrentes de plus grande taille, elles sont plus endettées que ces dernières mais elles sont moins capitalistiques que les grandes entreprises. C'est ce dernier facteur qui, pourvu que les débouchés existent, leur permet, à 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 [28].

[25] L'Expansion, 4/17 mars 1993, p. 98.
[26] Economie et statistique, septembre-octobre 1991, "France-Allemagne".
[27] Calculés comme le rapport de l'excédent brut d'exploitation soit à la valeur ajoutée, soit au chiffre d'affaires.
[28] A 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).

Toutefois, l'importance de l'endettement et les taux d'intérêt plus élevés que supportent les PMI, 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 [29]. 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 [30]. Or, cette variable d'ajustement n'existe pratiquement pas chez les PMI 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.

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

Autrement dit la comparaison PMI/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 relèvent plus des conditions de financement que d'une faiblesse intrinsèque des fonds propres (cf. supra).



[29]Rapport des frais financiers à l'excédent brut global.
[30]L'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'évolution apparemment moins favorable aux PMI, 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., Paranque 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), 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 PMI 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 [31] (Vieille J.N., 1993).

E - 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 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 » [32] montre que nos firmes industrielles se situent dans

[31]Toute 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.

[32]Capital financier : capitaux propres + provisions + emprunts + crédits bancaires à court terme.

une position intermédiaire au sein des principaux pays de l'O.C.D.E. qui ont servi de base à la comparaison.

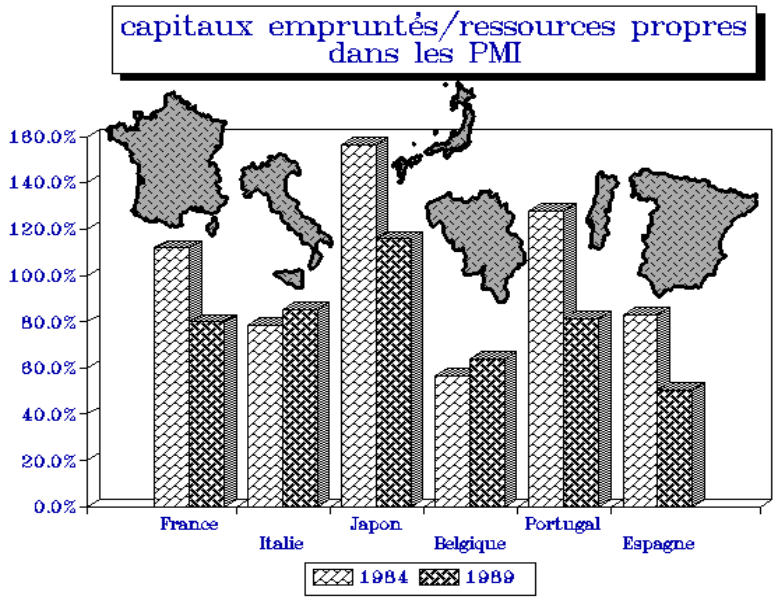
Un rapprochement France/Allemagne est, en ce domaine, difficile à réaliser en raison, notamment, de l'importance dans ce dernier pays des provisions pour retraites. Ainsi, en assimilant ces provisions à des fonds propres, nos entreprises apparaissent sous-capitalisées par rapport à leurs homologues allemandes (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.

(en %)

Capitaux propres/Capital financier	1981	1982	1983	1984	1985	1986	1987	1988	1989
R.F.A.	32,84	32,54	31,84	31,72	31,93	33,03	32,94	-	-
France	49,57	43,56	41,66	29,76	30,86	35,76	43,46	51,86	53,66
Royaume-Uni	72,63	67,73	66,37	66,34	67,44	64,44	66,42	65,94	61,04
Japon	35,84	37,38	38,77	40,40	40,41	41,25	42,85	44,56	46,15
Belgique	46,32	48,93	51,99	54,85	58,82	58,27	58,23	56,85	57,32
Portugal	24,65	30,75	22,85	24,36	19,96	15,39	23,66	50,27	52,76
Pays-Bas	56,22	56,07	57,60	60,61	62,45	62,61	61,45	62,76	62,29
Italie	-2,04	39,83	43,43	43,45	45,24	48,65	50,95	47,07	45,94
Espagne	-	40,39	43,43	43,47	47,10	51,06	56,31	63,21	65,11

Source BACH

Les capitaux empruntés par les PMI françaises [33], en pourcentage de l'ensemble de leurs ressources propres (79,7 %), sont proches de ceux des PMI italiennes (85 %), moindres que ceux des japonaises (115,8 %) et supérieurs à ceux des espagnoles (50,4 %) [34].



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

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 PMI), les relations sont jugées "versatiles", alors qu'en Allemagne et en Grande-Bretagne on considère les rapports plus équilibrés (CNC, 1991).

[33]pour 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.

[34]Source BACH (Banque de données Harmonisée gérée par la DGII de la Commission des Communautés Européenne):
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.

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 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.

F - 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 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'efficacité du capital, 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 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.

On l'a vu, la question de l'insuffisance des fonds propres des PMI 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 relativement aux PMI. Autrement dit, c'est la réorganisation de la structure de bilan des premières, autorisée par la libération et l'ouverture des marchés, en particulier financiers, 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.

En termes de rentabilité, selon que l'on raisonne avant ou après amortissements, les résultats des comparaisons peuvent diverger. En net, les PMI 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 comparables à celui des firmes de taille plus importante.

La situation financière des PMI 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 PMI 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 PMI 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 PMI 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 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 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** définissant le risque de réalisation (cf. première partie), 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 [35].

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..

Dans ces conditions le handicap des PMI en matière de financement serait de deux ordres. D'une part le risque PMI 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 PMI sont plus passives et supportent cette « régulation » par les marchés financiers. Il apparaît donc que la problématique « PMI » est une problématique de financement de la croissance [36] (sans que pour autant celle-ci rime avec hausse de la taille), intégrant leur contrainte première relative aux débouchés.

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 80 peut hypothéquer l'avenir** c'est-à-dire la croissance future.

[35] On notera cependant que quelque soit la taille, cette efficacité est déclinante et introduit une contrainte plus fondamentale liée au mode de croissance des années 80.
[36] cf. annexe 2, les contraintes de la croissance.

Cette configuration paraît perdurer en ce début des années 90 (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) [37] ».

Cette problématique a été 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.

Le développement 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. Le récent rapport du CNIS sur ce sujet montre la complexité du problème lié aux approches méthodologiques ou à la disponibilité des données, sans parler de la définition même de ces sphères. Une étude réalisée avec Mireille Bardos a tenté de faire le point sur cette question [38] (Bardos M., Paranque 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

[37] Jean-Noël VIEILLE "Mode de croissance et financement des principaux groupes français (1983-1990), Analyse Financière 1er trimestre 1992.
[38] Présentée lors de la XVIIe Journée des Centrales de Bilans, Paris, novembre 1992

d'intérêts réels élevés et 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 certaine complexité 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. Selon une formule de Ch. de BOISSIEU, « l'horizon court de la finance » contraste avec « l'horizon long de l'industrie ». Ceci rend difficilement appréciable le comportement spéculatif à partir des comptes des entreprises.

b) La définition des comportements

La relation investissement productif - croissance externe doit être appréhendée en tenant compte de la nature et des modalités de réalisation des performances obtenues sur tel ou tel type de croissance, notamment en examinant leurs effets sur les profils économiques et financiers des entreprises.

Quatre classes d'entreprises sont alors définies :

- La classe 1 est constituée des firmes dont le taux d'investissement productif est supérieur ou égal à 15 % et le taux d'investissement financier est inférieur à 2 %, dont l'appellation abrégée est « productives »,

- la classe 2 est constituée des firmes dont le taux d'investissement productif est inférieur à 15 % et le taux d'investissement financier est supérieur ou égal à 2 %, dont l'appellation abrégée est « financières »,

- la classe 3 est constituée des firmes dont les taux d'investissement sont respectivement supérieur ou égal à 15 % et à 2 %, dont l'appellation abrégée est "productives et financières" ou « mixtes »,

- la classe 4 est constituée des firmes dont les taux d'investissement sont respectivement inférieur à 15 % et à 2 %, dont l'appellation abrégée est « ni productives, ni financières » ou « peu investisseuses » .

CROISSANCE INTERNE ET CROISSANCE EXTERNE : DEFINITIONS ET MESURES

La notion de croissance renvoie à celle d'accroissement 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.

Une 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.

c) 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 (classe 4) 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. Il s'avère alors que ce sont les entreprises à croissance interne, combinée (classe 3) ou non (classe 1) avec de la croissance externe, qui deviennent plus nombreuses : en proportion, elles gagnent plus 10 points pour la classe 1 et près de 2 points pour la classe 3.

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 1.000 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 taille [39] 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.

[39]La 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.

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.

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 PMI.

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, incitent 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.

d) 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., 1991, 1990). Ainsi, le questionnement 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 n'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 de réduire plus que nécessaire, économiquement parlant, les délais de retour sur investissement (c'est-à-dire le temps qui sépare la dépense des moments 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 [40]. 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 rationnalisatrice coûteuse en déclassement 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

[40]"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

redressement des rentabilités et les tensions sur la capacité de production confortent la poursuite de l'effort d'investissement » [41].

Le bilan des années 80 fait par l'OFCE permet alors de résumer les principaux traits de la dernière décennie [42].

« (...), 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.

Il ne semble pas non plus que l'amélioration de la profitabilité 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 profitabilité.

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 profitabilité 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 [43]. Ces choix sont opérés sous une contrainte de profitabilité 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 [44].

[41] J. FAYOLLE, "La crise : vingt ans plus...?", novembre 1989, Issues.
[42] Déjà cité.
[43] 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.
[44] Autrement 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).

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 [45]. 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) Définition

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 influer sur le taux de chômage. Des classes d'entreprises sont alors constituées, réunissant des firmes de même comportement de croissance.

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 [46]	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.

[45] Étude présentée lors de la XVIIIe Journée des Centrales de Bilans, Paris, novembre 1993

[46] Evolution 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 %.

« 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 occulter une diminution des effectifs « non qualifiés » supérieure à l'embauche de personnels plus qualifiés, ce qui, là encore, correspond à des arbitrages spécifiques.

La situation des entreprises varie selon leur taille :

- les petites PMI (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 ;

- les grandes PMI (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), c'est-à-dire 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).

En 1992, quelle que soit la taille des entreprises c'est le secteur de l'agro-alimentaire comme en 1991 qui a le plus contribué à la création d'emplois, alors que la réduction des effectifs provient surtout des entreprises des biens de consommation courante et des biens d'équipement, contrairement aux années antérieures pour ces dernières.

Il apparaît alors que moins d'un tiers des entreprises a simultanément enregistré une croissance de la valeur ajoutée supérieure en moyenne sur 3 ans au taux de croissance moyen du PIB et une hausse des effectifs entre 1985 et 1987 (les « hausse de la valeur ajoutée et des effectifs »).

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 le maintien d'une stratégie de croissance de l'emploi ou de l'activité n'est pas un comportement durable dans la mesure où il 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 parait 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, 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.

Le taux de déclassement [47] reflète mieux que le taux d'investissement, ou même le taux d'accumulation, un des traits dominants de la période étudiée et 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 capacité [48], 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 de leur taux de déclassement 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.

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.

[47] différence entre le taux d'accumulation et le taux de croissance du capital, cf. annexe 3.
[48] Voir annexe 3, sous quelles conditions.

c) Au total, quatre constats sont à faire

- le premier, montre que la croissance de l'emploi va de pair avec une très forte progression de la valeur ajoutée ce qui souligne l'écart important entre les possibilités de résorber le chômage et les perspectives de croissance [49]. Toutefois il s'agit non seulement de la question du taux de croissance en tant que tel qui est posée, mais également celle concernant 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 ;

- le deuxième, plutôt évident, souligne que 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 , ainsi que des modes de financement de l'économie et des relations interentreprises.

- le troisième constat, complétant les analyses précédentes, indique que 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 aille de soit, particulièrement celui faisant dépendre l'emploi du profit ;

- le quatrième souligne que 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 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.

Le point commun à ces constats est que 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

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

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. Il s'avère, alors, que la moindre autonomie des PMI aurait comme contrepartie un moindre effort de renouvellement du potentiel productif dans les grandes firmes. Il est vrai que le coût du renouvellement du potentiel productif croît avec la taille des sociétés, en lien avec leur intensité capitalistique. Les plus grandes sont, par conséquent, plus contraintes par celui-ci que les PMI, ce qui pose la question de la taille optimale, de l'évolution des technologies et des coopérations interentreprises [50]. Néanmoins, il reste un véritable problème concernant la spécificité du financement des PMI, en particulier celui des conditions d'accès aux ressources externes, caractérisée par la nécessaire durée et stabilité de celui-ci.

C - Quelques réflexions sur la croissance

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. A cet égard, 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 ses richesses 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. Si un contexte conjoncturel dépressif peut réduire la demande qui leur est adressée, il n'en reste pas moins que, selon leur plus ou moins grande

[50] A ce propos, l'exemple de la sidérurgie est éclairant, le souci de réaliser des rendements d'échelle et la technologie disponible ont conduit à la mise en oeuvre de hauts fourneaux sans cesse plus grands. Or les coûts de production, les débouchés solvables et l'évolution des technologies font que les fours électriques sont plus compétitifs et de moindre taille. Cet exemple souligne la difficulté des reconversions tout en étayant notre raisonnement.

efficacité productive, elles peuvent accroître ou non leur part de marché. 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 80, 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 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 1991 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 [51] 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 [52]. 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. Tout d'abord, il apparaît une insuffisante efficacité du capital liée à la recherche quasi-exclusive de gains de productivité du travail au détriment de la productivité d'ensemble de la combinaison productive, insuffisance provoquée, pour partie au moins, par une exigence de rentabilité à court terme imposée 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 [53]. Or 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. Il 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 capitalistique). Ainsi seraient choisies les combinaisons productives (organisation de la production, nature des équipements productifs,

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

[52] Voir 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.

[53] "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.

mode de rémunération, gestion de la main-d'oeuvre,...) favorisant des délais de retour sur investissement rapides, susceptibles de rapprocher les « horizons » de la finance et du réel et, ce, 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 installés (Coriat B., Taddéï D., 1992) [54]. Cet effet d'éviction aboutirait à établir une norme de rentabilité définie par l'activité financière qui s'imposerait à l'activité réelle, norme d'autant plus subie par les PMI 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.

IV - PRODUCTIVITÉ, COMPÉTITIVITÉ ET RENTABILITÉ [55]

Cette dernière section présente une recherche en cours et constitue donc un travail spécifique pour le présent mémoire.

Autonomie financière, investissement, croissance, autant de thèmes d'études qui conduisent à s'interroger sur la compétitivité des entreprises et sur la pertinence de son évaluation au niveau micro-économique.

L'enjeu du développement de la compétitivité des entreprises a fait l'objet de nombreux travaux (Coriat-Taddei, 1992 ; Commissariat Général du Plan, 1993 ; Commission des Communautés Européennes, 1994). Dans son Rapport économique annuel pour 1993, la Commission des Communautés Européennes étudie l'« *Évolution de la compétitivité aux États-Unis, au Japon et dans la Communauté* ». La compétitivité y est définie au niveau macro-économique comme la capacité d'un pays « *d'accroître sa part des marchés d'exportation ou de soutenir un taux de croissance plus élevé sans que son solde courant se détériore* ». Si alors l'indicateur « *de compétitivité le plus couramment utilisé est fondé sur les coûts salariaux unitaires...* » c'est qu'il permet de calculer un indice des coûts salariaux d'un pays par rapport aux indices de coûts salariaux de ses partenaires étrangers. « *L'hypothèse implicite sur laquelle est fondé cet indice est que, le prix des biens exportables étant lié par une forte concurrence internationale, l'évolution des coûts salariaux unitaires relatifs est représentative des variations de la rentabilité relative des secteurs exposés à la concurrence étrangère* ». Il est toutefois précisé que la rentabilité est influencée par d'autres facteurs et que, pour cette raison, « *on*

[54] Voir aussi la "Lettre de l'OFCE" n° 106, octobre 1992, page 3
[55] Étude en cours, à paraître en 1995

pouvait donc préférer, comme indicateur de compétitivité, le ratio coût salarial unitaire relatif / prix relatif de la valeur ajoutée, car il donne l'évolution de la part du travail (payé, B.P.) dans la valeur ajoutée dans le pays considéré par rapport à celle des concurrents étrangers ». Toutefois, cet indicateur a aussi des imperfections (influence de l'intensité capitalistique, coût du capital...).

Toutefois, dans une étude datant de 1993 « *Les PME : technologie et compétitivité* » l'OCDE précise que « *l'analyse micro économique met en relation les éléments de compétitivité d'une entreprise avec l'ensemble de ses fonctions et des décisions qui touchent à son activité, sa croissance (que traduisent son chiffre d'affaires, sa valeur ajoutée, son excédent brut d'exploitation, ses effectifs, etc.), sa rentabilité, son financement, son équilibre financier, sa gestion* ». Les auteurs précisent alors qu'« *à l'évidence, il n'existe pas, à l'heure actuelle, de modèle théorique mettant en relation ces variables et pouvant fournir une explication de la compétitivité des PME* ». Autrement dit, dans cette acception, c'est la cohérence des fonctions de l'entreprise qui détermine sa compétitivité, compétitivité qu'on peut décliner comme étant la résultante de leur mise en oeuvre et analyser au travers de plusieurs indicateurs.

Dans cette perspective, la compétitivité n'est alors rien d'autre que la capacité, pour une firme, à vendre ses produits. C'est ce qu'on appelle la contrainte de débouché ou de réalisation [56]. Cette vente doit se faire à un prix tel que l'entreprise puisse assumer ses engagements vis-à-vis des tiers et assurer son développement. C'est ce qu'on appelle la contrainte de rentabilité ou la contrainte d'accumulation sous contrainte de valorisation des capitaux engagés (Jacot, 1976). Cette double contrainte, de débouchés et de rentabilité, définit l'environnement économique et financier de l'entreprise dont l'objectif est alors, en minimisant chacune d'elles, de maximiser sa rentabilité [57] (Mesnard (de), 1992).

A - Évaluation et mesure

L'évaluation de la situation économique d'une entreprise implique, en partant des objectifs de référence fixés par le (ou les) dirigeant(s), de s'interroger sur les moyens mis en oeuvre par ceux-ci et de pouvoir **mesurer les effets obtenus** (Jacot, 1990). Sur le plan de l'analyse financière réalisée à partir de documents comptables, la mesure des effets obtenus

[56] La réalisation d'une marchandise signifie que l'opération de transformation monétaire est réalisée, c'est-à-dire qu'elle est vendue / payée à / par un client.

[57] Sa rentabilité c'est-à-dire son taux de profit et non le seul profit. En effet, ce qui importe c'est la rémunération de capitaux engagés et non celle-ci en tant que telle. Exprimé plus trivialement, pour être rentable il faut, certes, avoir produit mais encore faut-il pouvoir vendre. Autrement dit, la compétitivité d'une entreprise consiste en sa capacité à gérer la double contrainte de débouchés et de rentabilité afin de maximiser son taux de profit, maximiser et non forcément l'accroître : il s'agit d'un objectif sous contrainte. Cette gestion des contraintes se fait en valeur. C'est-à-dire qu'elle correspond à des arbitrages entre des prix unitaires et des quantités à vendre. L'entreprise peut choisir une politique de prix élevés sur de petites quantités à une politique plus offensive sur les prix dont elle attend des effets positifs sur les quantités à vendre. **De ce point de vue**, la dichotomie « compétitivité prix - compétitivité hors prix » ne se pose pas. Les informations comptables et financières dont on dispose sont un mixte des deux sans qu'on puisse les isoler individuellement.

pose peu de problèmes en posant l'hypothèse de maximisation de la rentabilité [58]. Si toutes les difficultés ne sont pas aplanies, elles sont moins nombreuses que pour l'appréciation des moyens mis en oeuvre. En effet, pour ces derniers, hormis des éléments quantitatifs concernant l'investissement, le financement et l'emploi, on ne dispose d'aucune information qualitative à propos de l'organisation de la production, de la politique commerciale suivie ou encore des technologies utilisées. Cette carence empêche alors de véritablement cerner les objectifs de référence, sauf à les réduire à l'hypothèse de maximisation déjà mentionnée.

Nonobstant cette difficulté qui réduit le champ de l'étude à la seule mesure, il apparaît nécessaire d'identifier trois étapes : *« à savoir la reconnaissance de niveaux trop souvent confondus dans l'évaluation économique : le niveau « physique », le niveau « marchand », le niveau « financier » »* (Jacot, 1990).

Au niveau « physique » correspond la productivité (ou rendement) du travail et du capital qui est **l'un des déterminants de la compétitivité. Cette dernière, au niveau « marchand », s'appréhende à l'aide du taux de marge**. Il résulte tout à la fois de la maîtrise des coûts, via la politique de prix suivi par l'entreprise et de la qualité du service rendu aux clients (fiabilité, délais, suivi, après-vente, etc.), et de la gestion de l'organisation de la production et des ressources humaines.

Le troisième niveau, « financier », fait alors intervenir la rentabilité [59]. Ce triptyque peut s'illustrer de la manière suivante sous le titre : *« Le « télescopage » des trois niveaux de productivité (du travail et du capital), de compétitivité (marge de profit) et de rentabilité (taux de profit) »* tiré de l'article cité de H. Jacot :

$$\frac{P}{K} = \frac{P}{Y} \cdot \frac{Y}{K} = \frac{Y/L - W/L}{Y/L} \cdot \frac{Y}{K}$$

avec :

P/K = taux de profit ou rentabilité économique, soit l'excédent global rapporté au capital engagé
P/Y = taux de marge, soit excédent brut global/valeur ajoutée globale
Y/L = productivité ou rendement apparent du travail
Y/K = productivité ou efficacité du capital , soit la valeur ajoutée ramenée au capital engagé
W/L = coût unitaire de la main-d'oeuvre

À partir de ces éléments de réflexion, **la compétitivité de l'entreprise** -le niveau « marchand »- **peut se définir aussi comme la maîtrise du passage de la productivité** (ou efficacité) **à la rentabilité** (ou taux de profit), c'est-à-dire du niveau « physique » de la production au niveau « financier ».

En suivant G. Granboulan, Chef du service de méthodologie de la direction des Entreprises de la Banque de France, la stratégie financière d'une entreprise est entendue comme

[58] ou d'optimisation, terme qui introduit la notion de relatif, c'est-à-dire compte tenu de l'environnement de l'entreprise.
[59] Il est possible de retenir la rentabilité financière en prenant en compte l'incidence de l'effet de levier sur la rentabilité économique.

la mise en oeuvre de la fonction financière, fonction qui est un élément de la stratégie globale de la firme, c'est-à-dire de la maîtrise des enchaînements susmentionnés compte tenu des objectifs fixés (bien qu'inconnus pour nous). « *Les objectifs de la stratégie financière visent à fournir les ressources nécessaires au développement de l'entreprise au moindre coût dans le respect des contraintes exogènes en minimisant les différents risques (de charge, de taux...)* ».

L'étude de la stratégie financière d'une société consiste donc en l'analyse de ses différents modes de financement et de leur incidence sur ses performances à partir de l'appréciation de sa « capacité à générer de la liquidité ». Cette capacité peut être calculée comme la différence entre la rentabilité de l'entreprise et ses besoins de financement consécutifs à sa politique d'investissement.

On peut ainsi définir un solde global (S.G.) qui est l'écart entre la rentabilité du capital (au sens large) et le taux d'accumulation élargi, à savoir l'ensemble des besoins de financement [60] rapportés au capital. Soit alors :

$$SG = \text{Rentabilité brute globale} - ((\Delta \text{ besoins en fonds de roulement} + \text{investissement total}) / \text{capital engagé})$$

Ce ratio peut s'interpréter comme la maîtrise (ou non) par l'entreprise de sa croissance. En effet, le taux d'accumulation élargi est un taux de croissance du capital (entendu dans son sens de potentiel productif) que l'on rapproche des ressources effectivement dégagées (rémunération obtenue) par la mise en oeuvre du-dit capital (entendu dans son sens patrimonial). De ce point de vue, on peut aussi calculer un solde avant répartition avec l'efficacité du capital ou décomposer la rentabilité afin d'isoler un effet répartition et un effet croissance (ou efficacité) [61].

L'analyse du solde global peut être alors complétée en rapprochant chacun de ses composants du taux de croissance de la valeur ajoutée, c'est-à-dire en faisant le lien avec l'environnement de l'entreprise. Ainsi, on analyse la capacité de l'entreprise à générer des ressources en identifiant plusieurs points possibles de rupture (sur l'activité, sur le financement, sur l'efficacité...). Cette approche rejoint alors l'analyse de la compétitivité comme facteur de la rentabilité (OCDE, 1993 ; Jacot 1990).

Cette approche permet de fonder le recours à certains indicateurs. *« La maximisation du taux de profit ne définit pas, par elle-même, une hiérarchie des choix entre*

[60] qu'on devrait plutôt qualifier de besoins de développement, compte tenu du fait qu'investissement et besoins en fonds de roulement dépendent de la situation concurrentielle de l'entreprise.

[61] Comptablement : $\frac{\text{Excédent brut global}}{\text{Capital engagé}} = \frac{\text{Excédent brut global}}{\text{Valeur ajoutée globale}} \times \frac{\text{Valeur ajoutée globale}}{\text{Capital engagé}}$

modèle de production. Tous les modèles de production sont, en effet, profitables s'ils sont mis en oeuvre de façon cohérente » (R. Salais, M. Storper, 1993 p. 74).

Par conséquent, il importe de s'attacher à cette « mise en oeuvre » à la fois dans le passage d'un niveau à l'autre (Jacot, 1990) mais aussi dans la réalisation de la profitabilité. Ceci est rendu possible en ayant recours à certaines décompositions : « *Ce ne sont pas de simples forces algébriques « formelles » ; ce sont des contradictions que la firme rencontre dans la réalité de son fonctionnement et entre lesquelles elle doit négocier une sorte « d'équilibre dynamique », dont la nature est particulière à chaque modèle de production, ainsi qu'aux différents compromis réalisables entre eux* » [62].

La rentabilité économique peut alors s'écrire :

$$\text{RBG} = \frac{\text{Excédent brut global}}{\text{Capital engagé}}, \text{ rentabilité brute globale.}$$

En s'inspirant de R. Salais et M. Storper, on a alors plusieurs déclinaisons possibles du ratio.

« La première formule met l'accent sur le marché, autrement dit sur les choix de produit et d'organisation compatibles avec une optimisation de la rentabilité économique guidée par le marché ».

$$(1)\ \text{RBG} = \frac{\text{EBG}}{\text{CA}} \times \frac{\dfrac{\text{CA}}{\text{Équipement productif}}}{\dfrac{\text{Capital avancé}}{\text{Équipement productif}} + \dfrac{\text{BFR}}{\text{CA}} \times \dfrac{\text{CA}}{\text{Équipement productif}}}$$ [63]

avec

CA = chiffre d'affaires
EBG = excédent brut global
BFR = besoins en fonds de roulement

On retrouve le taux de marge brute globale, les délais des rotations des besoins en fonds de roulement et le taux de rotation des équipements productifs (chiffre d'affaires par unité d'équipement productif) ; le dernier ratio, « capital avancé/équipement productif », est un indicateur de l'importance des capitaux mis en oeuvre relativement au seul capital productif.

En suivant les auteurs, on peut dire que les variables directives sont, dans ce cas, le taux de marge brute globale, le taux de rotation des équipements productifs (adaptation/sensibilité de l'entreprise à la demande à court terme) et les délais de rotation des

[62] Voir R. Salais et M. Storper 1993 pages 67 à 74.
[63] capital avancé, à savoir le capital engagé moins les besoins en fonds de roulement

BFR. « *Cette optimisation selon le marché donne la priorité au flux, c'est-à-dire à l'agencement du court terme* ».

« *Les secondes formules mettant l'accent sur l'organisation de la production, autrement dit sur une optimisation de la rentabilité guidée par la technologie. On en proposera deux selon que l'entreprise choisit comme critère l'accroissement de la productivité du travail ou celui de l'efficacité du capital. Cette optimisation selon la technologie donne la priorité aux fonds (autrement dit aux ressources immobilisées dans les équipements et la main-d'oeuvre), c'est-à-dire à l'agencement du moyen terme* ».

La première s'écrit :

$$(2a)\ RBG = \frac{(1 - \frac{FP}{VA})\frac{VA}{N}}{\frac{C}{N} + \frac{BFR}{N}},$$

avec :

VA = valeur ajoutée,
FP = frais de personnel (salaires plus charges sociales),
N = effectifs,
C = capital avancé.

« *L'orientation technologique sous-jacente est ici l'accroissement de la productivité du travail, VA/N, fondé sur la substitution du capital au travail, C/N, et sur l'économie relative de frais de personnel, FP/VA ; FP/VA diminue si la productivité du travail augmente plus vite que les frais de personnel par tête* ».

La seconde s'écrit :

$$(2b)\ RBG = \frac{(1 - \frac{FP}{VA})\frac{VA}{C}}{1 + \frac{BFR}{C}}.$$

« *L'orientation technologique sous-jacente est la progression de l'efficacité du capital, VA/C. Elle correspond à des combinaisons productives fondées sur des qualités spécifiques du travail ou des investissements à composante immatérielle destinés, en priorité, à valoriser les capacités de la main-d'oeuvre* ».

B - De la productivité à la rentabilité : la compétitivité

Le choix méthodologique retenu pour ce travail conduit à étudier les modalités de formation de la rentabiltié des entreprises du niveau « physique » au niveau « financier » via le niveau « marchand » de la compétitivité.

a) Des productivités [64] et compétitivités différentes selon la taille des entreprises

Durant la seconde moitié des années 80, le taux de croissance de la productivité apparente du travail a plus que doublé par rapport à celui de la période précédente (Péléraux, 1994). À cette évolution a correspondu une restauration importante des marges des entreprises, entraînant une amélioration de leur rentabilité [65].

Depuis, le ralentissement de la croissance puis la récession sont intervenus, comment les firmes ont-elles géré les modifications de leur environnement ?

Le rendement apparent de la main-d'oeuvre (valeur ajoutée/effectifs) est continûment inférieur dans les PMI à celui des grandes entreprises ; le constat est inverse sur l'efficacité du capital (valeur ajoutée/capital engagé). On retrouve là un effet des différences de combinaisons productives selon la taille des entreprises qui renvoient à des modes d'organisation et de gestion de la main-d'oeuvre, des relations inter-entreprises, des choix technologiques spécifiques [66].

RENDEMENT APPARENT DE LA MAIN-D'OEUVRE (valeur ajoutée / effectifs) (KF/P)

	1991			1992			1993		
	Ensemble	PMI	GE	Ensemble	PMI	GE	Ensemble	PMI	GE
Borne inférieure	262,7	257,6	314,6	266,4	260,1	263,6	263,6	257,9	326,7
Moy *	265,4	260,3	324,1	269,2	263,6	334,5	266,4	260,7	336,0
Borne supérieure	268,2	263,1	333,5	271,9	267,1	346,5	269,1	263,6	346,9

[64] Dans la suite de l'étude, les termes de productivité de la main d'oeuvre et de rendement apparent de la main d'oeuvre seront considérés comme synonymes et mesurés par le rapport valeur ajoutée / effectif. Le terme de productivité du travail est calculé par le ratio « valeur ajoutée / frais de personnel ».

[65] Les statistiques ont été rapprochées des résultats obtenus à partir de la base SUSE « les entreprises à travers leurs comptes » Catherine Berthier, Économie et Statistique n° 271-272, 1994. Pour le rendement apparent de la main-d'oeuvre la médiane est de 238 KF/P dans les biens intermédiaires, de 240 KF/P dans les biens d'équipement et de 219 KF/P dans les biens de consommation courante en 1991, contre, pour l'échantillon de la présente étude 253,4 KF/P, 247,8 KF/P et 217,6 KF/P.

[66] Sauf mention contraire tous les ratios sont des moyennes de ratios individuels.

Q1	193,6	190,7	236,8	196,9	194,1	247,7	193,6	191,2	289,7
Q2	241,2	236,0	290,9	244,5	240,0	302,1	230,0	235,7	304,6
Q3	304,1	298,9	373,9	310,1	304,1	394,4	305,6	297,7	392,7

Source et réalisation : Banque de France - Observatoire des entreprises
Tél. : +33 (1) 42 92 56 58 Mise à jour octobre 1994

* Moy = moyenne et son intervalle de confiance au seuil de 5 % ; Q1 = 1er quartile ; Q2 = 2ème quartile ; Q3 = 3ème quartile

EFFICACITÉ DU CAPITAL (valeur ajoutée / capital engagé) (en %)

	1991			1992			1993		
	Ensemble	PMI	GE	Ensemble	PMI	GE	Ensemble	PMI	GE
Borne inférieure	71,2	72,7	49,2	66,5	67,9	46,6	62,0	63,4	42,4
Moy *	72,2	73,8	52,9	67,5	69,0	50,1	63,0	64,4	45,8
Borne supérieure	73,2	74,9	56,6	68,5	70,0	53,7	64,0	65,4	49,3
Q1	45,6	46,9	34,1	42,5	43,9	31,8	39,5	40,7	28,6
Q2	61,6	63,0	46,8	57,9	59,0	44,0	53,8	55,1	40,6
Q3	84,6	86,3	63,3	72,5	80,9	60,1	74,1	75,4	56,0

Source et réalisation : Banque de France - Observatoire des entreprises
Tél. : +33 (1) 42 92 56 58 Mise à jour octobre 1994

* Moy = moyenne et son intervalle de confiance au seuil de 5 % ; Q1 = 1er quartile ; Q2 = 2ème quartile ; Q3 = 3ème quartile

On constate un recul du rendement apparent de la main-d'oeuvre en 1993 par rapport à 1992, traduisant la récession subie par les entreprises à cette époque. Toutefois, on observe qu'il revient à son niveau de 1991 et que ce mouvement est plus atténué dans les grandes entreprises. Ainsi, il semblerait que cette évolution soit plus due au repli de l'activité qu'à une insuffisance des gains de productivité, puisque le taux de variation des effectifs a continûment été négatif ou nul, particulièrement dans les grandes entreprises, alors que le taux de croissance de la valeur ajoutée n'est négatif qu'en 1993, date du repli du rendement apparent de la main-d'oeuvre.

Simultanément, l'efficacité du capital a continué de reculer. L'érosion de l'efficacité du capital a été plus forte dans les PMI que dans les grandes entreprises (respectivement près de 10 points contre 7 points sur la moyenne et 10 points contre 4 points sur la médiane), même si elle y est restée plus élevée. Ainsi, outre les problèmes de maîtrise de la combinaison productive, la récession a pesé sur les délais de retour sur investissement d'autant plus fortement dans les PMI que leur effort de renouvellement du potentiel productif, mesuré par le taux d'accumulation élargi, a été jusqu'en 1991/1992 plus important que dans les grandes entreprises (Paranque B., 1994a et 1994b). Toutefois, sur la période celui-ci recule, particulièrement dans les entreprises de moins de 500 salariés.

TAUX D'ACCUMULATION ÉLARGI (investissement total+ Δ BFR / capital engagé) (en %)

	1991			1992			1993		
	Ensemble	PMI	GE	Ensemble	PMI	GE	Ensemble	PMI	GE
Borne inférieure	9,3	9,5	5,4	6,8	6,9	3,8	3,2	3,2	1,4
Moy	9,9	10,1	7,5	7,4	7,5	5,9	3,8	3,9	3,6
Borne supérieure	10,5	10,8	9,6	8,0	8,1	7,9	4,4	4,5	5,7
Q1	-5,2	-5,5	-2,5	-7,2	-7,6	-3,0	-10,5	-11,14	-5,7
Q2	9,0	9,3	7,3	6,8	7,0	5,8	4,1	4,2	3,3
Q3	24,3	24,9	15,7	21,4	22,2	14,1	18,3	18,8	12,3

Source et réalisation : Banque de France - Observatoire des entreprises
Observatoire des entreprise - Tél. : +33 (1) 42 92 56 58 Mise à jour octobre 1994

* Moy = moyenne ; Q1 = 1er quartile ; Q2 = 2ème quartile ; Q3 = 3ème quartile

Néanmoins, l'intensité capitalistique s'accroît, malgré le repli de l'investissement, dans un contexte de forte baisse de l'activité (le taux de variation de la valeur ajoutée passait de + 6,9 % en 1992 à - 3,7 % en médiane et de + 2 % à - 3,2 % en moyenne) et de recul de l'emploi.

INTENSITÉ CAPITALISTIQUE (capital engagé / effectif) (KF/P)

1991	1992	1993

	Ensemble	PMI	GE	Ensemble	PMI	GE	Ensemble	PMI	GE
Borne inférieure	493,9	468,2	772,5	537,3	508,2	847,8	570,3	538,9	922,8
Moy *	504,7	478,4	807,2	548,1	519,3	885,8	581,1	550,5	963,6
Borne supérieure	515,4	488,6	841,9	558,8	530,3	923,7	591,9	562,0	1004,4
Q1	256,4	248,2381	424,561	279,8	269,4412	458,6677	293,6	285,0434	515,7725
Q2	348,3	457,6	599,8	429,2	562,5	810,44	454,5	666,6	911,65
Q3	607,0		938,4	657,1			699,6		

Source et réalisation : Banque de France - Observatoire des entreprises
Tél. : +33 (1) 42 92 56 58 Mise à jour octobre 1994

* Moy = moyenne ; Q1 = 1er quartile ; Q2 = 2ème quartile ; Q3 = 3ème quartile

En ce qui concerne le niveau « physique », le bilan doit être conduit avec prudence. En effet, l'absence de ratio de productivité globale amène à prendre des précautions . A strictement suivre la décomposition fonctionnelle de la rentabilité proposée par J.H. Jacot, la productivité du capital (ou efficacité) est l'indicateur pertinent. Un autre argument plaide en sa faveur. Si comptablement, et par construction, le capital est obtenu par sommation de postes du passif du bilan (financement propre et apports externes), pour autant d'un point de vue économique, son affectation à tel ou tel poste, à tel ou tel financement, n'est pas donnée. Autrement dit, le capital ainsi défini est l'ensemble des ressources mobilisées afin de financer la combinaison productive, c'est-à-dire le capital (physique) et le travail. On pourrait ainsi considérer, en faisant l'hypothèse que les salaires sont payés en une fois après la date d'arrêté des comptes, que les dettes à l'égard des salariés, enregistrées au passif, ont comme contrepartie, à l'actif, le travail réalisé au cours de l'exercice. De ce point de vue, simplificateur, on a bien une répartition fonctionnelle du capital engagé entre les facteurs de production.

Ces deux arguments permettent de relever un avantage pour les PMI au niveau « physique », l'efficacité du capital engagé y étant supérieure à celle des grandes entreprises. En

revanche, si l'on ignore cette argumentation, le bilan est moins facile à faire puisque la productivité de la main d'oeuvre est plus faible dans les PMI que dans les grandes entreprises. Il doit être complété par l'analyse d'autres indicateurs.

Le taux de marge [67] est défini comme le rapport de l'excédent brut global à la valeur ajoutée globale [68] (pour rester cohérent avec les indicateurs précédents faisant intervenir cette dernière).

TAUX DE MARGE (excédent brut global / valeur ajoutée globale) (en %)

	1991			1992			1993		
	Ensemble	PMI	GE	Ensemble	PMI	GE	Ensemble	PMI	GE
Borne inférieure	24,7	24,5	25,5	22,9	22,8	24,1	20,1	19,9	20,9
Moy *	25,1	24,9	26,8	23,3	23,2	25,5	20,5	20,4	22,5
Borne supérieure	25,5	25,3	28,1	23,7	23,6	26,8	20,9	20,8	24,0
Q1	15,9	15,7	17,8	14,2	14,0	16,4	11,2	11,1	12,7
Q2	24,4	24,3	25,8	23,3	23,1	25,9	20,9	20,6	24,7
Q3	34,2	33,4	36,1	33,0	32,4	36,0	31,3	30,9	34,5

Source et réalisation : Banque de France - Observatoire des entreprises
Tél. : +33 (1) 42 92 56 58 Mise à jour octobre 1994

* Moy = moyenne ; Q1 = 1er quartile ; Q2 = 2ème quartile ; Q3 = 3ème quartile

Le taux de marge est plus faible dans les PMI que dans les grandes entreprises. Les gains de productivité de la main d'oeuvre y étant donc plus faibles, ce qui induit une moindre compétitivité de ce type d'entreprises. Il recule sur la période, et ce mouvement a été d'une ampleur plus importante dans les PMI que dans les grandes entreprises (en médiane respectivement à peine moins de 5 points contre 1 point) [69].

En résumé, les PMI semblent plus performantes au niveau « physique » si on retient l'efficacité du capital engagé comme indicateur pertinent. Au niveau « marchand », elles paraissent dans une position moins favorable que les grandes entreprises. Cette appréciation doit

[67] Cf. annexe 2.
[68] Excédent brut d'exploitation + produits et charges exceptionnelles.
[69] relativement au fichier SUSE déjà cité en 1991, 23,7 % dans les biens intermédiaires, 21,5 % pour les biens d'équipement et 22,4 % dans les biens de consommation courante contre respectivement sur l'échantillon de la présente étude 27,4 %, 21,8 % et 23,7 %.

être faite avec prudence dans la mesure où cette situation peut résulter d'une politique de prix destinée à gagner des parts de marché. Mais faute d'informations à ce propos il n'est pas possible de se prononcer de manière définitive. Une baisse de la compétitivité apparaît donc, en particulier dans les PMI, dont la principale cause réside dans le recul de l'activité qui a freiné la réalisation de gains de productivité du travail tout en renforçant les effets déprimants de la baisse de l'efficacité du capital.

Il importe maintenant d'en apprécier les effets au niveau « financier » pour préciser le diagnostic.

b) Repli des rentabilités, mais des PMI toujours plus rentables

Dégradation de l'efficacité du capital et recul des marges ont produit une baisse de la rentabilité.

RENTABILITÉ BRUTE GLOBALE (excédent brut global / capital engagé) (%)

	1991			1992			1993		
	Ensemble	PMI	GE	Ensemble	PMI	GE	Ensemble	PMI	GE
Borne inférieure	16,0	16,2	12,6	13,8	13,9	11,3	11,2	11,3	9,4
Moy *	16,2	16,5	13,5	14,0	14,2	12,2	11,5	11,6	10,3
Borne supérieure	16,5	16,7	14,4	14,3	14,4	13,1	11,7	11,8	11,3
Q1	10,2	10,5	7,8	8,6	8,8	7,0	6,4	6,5	4,7
Q2	15,2	15,5	12,5	15,6	13,8	11,4	11,5	11,6	10,0
Q3	27,4	27,6	17,5	19,2	19,4	16,9	17,0	17,1	15,8

Source et réalisation : Banque de France - Observatoire des entreprises
Tél. : +33 (1) 42 92 56 58 Mise à jour octobre 1994

* Moy = moyenne ; Q1 = 1er quartile ; Q2 = 2ème quartile ; Q3 = 3ème quartile

La rentabilité économique brut recule fortement sur la période, plus particulièrement dans les PMI bien qu'elle y reste plus forte que dans les grandes entreprises. Par conséquent, malgré son renforcement, la contrainte de rentabilité reste plus faible dans les PMI, bien que la répartition de la valeur ajoutée y soit moins favorable à la rémunération des capitaux que dans les entreprises de plus grande taille.

On peut approfondir l'analyse de niveau « financier » en étudiant la formation de la rentabilité financière. Ainsi la rentabilité économique plus élevée dans les PMI leur permet d'obtenir un différentiel « rentabilité-coût » généralement plus favorable [70] en 1991, après quoi il est similaire à celui des grandes entreprises.

DIFFÉRENTIEL « RENTABILITÉ BRUTE GLOBALE - TAUX D'INTÉRÊT APPARENT » (points)

	1991			1992			1993		
	Ensemble	PMI	GE	Ensemble	PMI	GE	Ensemble	PMI	GE
Borne inférieure	4,3	4,4	1,9	1,9	2,0	0,3	-0,7	-0,7	-1,6
Moy *	4,6	4,7	2,9	2,2	2,3	1,3	-0,4	-0,4	-0,5
Borne supérieure	4,9	5,0	3,9	2,5	2,6	2,3	-0,1	-0,1	0,6
Q1	-1,3	-1,14	-2,22	-3,0	-3,02	-3,61	-5,6	-5,50	-5,59
Q2	4,1	4,3	2,0	2,4	2,6	1,2	0,4	0,5	-0,75
Q3	10,5	10,8	7,5	8,2	8,4	6,8	6,2	6,3	5,4

Source et réalisation : Banque de France - Observatoire des entreprises
Tél. : +33 (1) 42 92 56 58 Mise à jour octobre 1994

* Moy = moyenne ; Q1 = 1er quartile ; Q2 = 2ème quartile ; Q3 = 3ème quartile

Consécutif à des besoins de financement élevés (voir le taux d'accumulation élargi ci-avant), le taux d'apports externes est plus fort dans les PMI.

TAUX APPORTS EXTERNES (apports externes / financement propre) (%)

	1991			1992			1993		
	Ensemble	PMI	GE	Ensemble	PMI	GE	Ensemble	PMI	GE
Borne inférieure	60,9	61,9	42,3	55,3	56,5	37,5	50,1	51,2	32,3
Moy *	62,4	63,6	48,3	56,9	58,1	42,8	51,6	52,7	37,7

[70] Il s'agit de la différence entre la rémunération dégagée par le capital engagé et la rémunération des capitaux empruntés

Borne supérieure	64,0	65,4	54,2	58,4	59,6	48,1	53,2	54,2	43,1
Q1	20,2	20,5	17,8	17,8	18,0	15,6	15,2	15,4	12,9
Q2	42,8	43,8	34,4	39,5	40,0	31,0	34,2	34,8	27,0
Q3	79,1	81,3	58,2	73,2	75,4	55,3	65,6	66,9	49,6

Source et réalisation : Banque de France - Observatoire des entreprises
Tél. : +33 (1) 42 92 56 58 Mise à jour octobre 1994

* Moy = moyenne ; Q1 = 1er quartile ; Q2 = 2ème quartile ; Q3 = 3ème quartile

L'effort d'accumulation plus élevé dans les PMI que dans les grandes entreprises génère des charges de maintien du potentiel productif grèvant plus fortement leur rentabilité économique. De ce fait le différentiel, de plus favorable qu'il est en brut leur devient défavorable en net. En conséquence de quoi l'effet de levier net y est plus fortement négatif et explique que leur rentabilité financière nette soit similaire, voire moindre, à celles des firmes de plus grande taille.

RENTABILITÉ FINANCIÈRE NETTE (CAF nette/financement propre) (%)

	1991			1992			1993		
	Ensemble	PMI	GE	Ensemble	PMI	GE	Ensemble	PMI	GE
Borne inférieure	4,1	4,1	2,5	2,3	2,2	1,9	-0,2	-0,3	-0,1
Moy *	4,4	4,5	3,8	2,6	2,6	3,2	0,2	0,1	1,3
Borne supérieure	4,8	4,9	5,0	3,0	2,9	4,4	0,5	0,5	2,8
Q1	0,6	0,6	0,2	-0,3	-0,3	-0,7	-2,2	-2,2	-2,3
Q2	4,7	4,8	4,2	3,3	3,3	3,6	2,2	2,2	2,5
Q3	10,4	10,6	8,7	5,8	5,8	6,1	2,7	2,7	5,8

Source et réalisation : Banque de France - Observatoire des entreprises
Tél. : +33 (1) 42 92 56 58 Mise à jour octobre 1994

* Moy = moyenne ; Q1 = 1er quartile ; Q2 = 2ème quartile ; Q3 = 3ème quartile

En définitive, au niveau « physique » les PMI seraient plus performantes que les grandes entreprises dans la mise en oeuvre de la combinaison productive, malgré une moindre productivité de la main d'oeuvre, grâce à une efficacité du capital plus élevée, bien qu'en recul. Au niveau « marchand », elles sembleraient dans une situation moins favorable, particulièrement sur le taux de marge. Néanmoins, l'avantage initial acquis se traduit au niveau « financier » par une rentabilité économique plus importante que dans les grandes entreprises y compris en 1993 et par une situation similaire sur la rentabilité financière.

Par conséquent, l'appréciation du niveau « financier » doit être conduite en tenant compte de la politique d'investissement menée qui conditionne la maîtrise de la compétitivité présente et future via la qualité de la mise en oeuvre de la combinaison productive (niveau « marchand » et niveau « physique »). En effet, le constat statique ne préjuge en rien de la capacité d'une firme à promouvoir son développement : cette capacité dépend alors moins de la rentabilité instantanée que de la politique d'investissement menée pour assurer sa pérénnité. Cette politique doit être évaluée au regard des délais de retour sur-investissement, ces derniers pouvant s'apprécier au travers de la capacité de l'entreprise à générer des liquidités.

c) De 1991 à 1993, plus d'un tiers des entreprises a un solde global négatif

La capacité d'une entreprise à générer des liquidités, mesurée par l'écart entre sa rentabilité et son taux d'accumulation élargi, soit le solde global nécessite de tenir compte de l'évolution de sa valeur ajoutée, c'est-à-dire de son activité.

ÉCART ENTRE LE TAUX D'ACCUMULATION ÉLARGIE
ET LE TAUX DE VARIATION DE LA VALEUR AJOUTÉE (en %)

	1992	1993
Proportion d'entreprises dont l'écart est ...	≤ 0	≤ 0
Taux d'accumulation élargi - taux de variation de la valeur ajoutée	41,3	37,1
Source et réalisation : Banque de France - Observatoire des entreprises Tél. : +33 (1) 42 92 56.58 Mise à jour octobre 1994		

Le taux d'accumulation élargie peut s'apprécier comme une évaluation des besoins de développement qui traduit la politique d'investissement arrêtée par l'entreprise [71] et donc comme la rentabilité du capital engagé nécessaire pour préserver l'équilibre des flux de trésorerie avant appels aux financements externes (c'est-à-dire le taux de rémunération minimal attendu, ou rentabilité ex-anté, compte tenu de l'utilisation des fonds [72]). Le rapprochement avec le taux de variation de la valeur ajoutée sur plusieurs années permet d'identifier les entreprises pour lesquelles une rupture peut apparaître dans la création de ressources internes liée, à une accumulation trop intense relativement aux débouchés ou à une faiblesse de l'activité par

[71] ou comme besoins de financement consécutifs aux décisions d'investissement arrêtées par l'entreprise.

[72] En effet la rentabilité est un taux de croissance monétaire (en valeur) du capital. Elle résulte de la transformation en monnaie des marchandises fabriquées (par leur vente sur le marché), alors que le taux d'accumulation correspond au cycle symétrique de la transformation de la monnaie en capital physique (productif). Du point de vue du cycle des échanges, il s'agit donc bien d'un taux de croissance ex-post et d'un taux de croissance ex-ante.

rapport aux prévisions faites lors de la définition de la politique d'investissement ou encore à la maîtrise des délais de retour sur investissements.

En lien avec la récession qu'a connu l'économie française, la proportion d'entreprises pour lesquelles l'écart « taux d'accumulation élargi - taux de variation de la valeur ajoutée » est négatif ou nul est toujours supérieur au tiers de l'échantillon. Il est en recul en 1993 sur 1992 suite à la baisse de l'investissement observée sur la période, ce qui signifie une adaptation plus que proportionnelle à la diminution de la valeur ajoutée et souligne le caractère dépressif de la récession sur l'investissement.

Le solde global rapproche la rentabilité du taux d'accumulation élargi, autrement dit le taux de rémunération des capitaux engagés du taux de croissance de ceux-ci. Il s'agit donc d'une évaluation du retour sur investissement (à savoir si la rémunération obtenue coïncide avec la rémunération attendue minimale).

LE SOLDE GLOBAL (en %)

	1991	1992	1993
Proportion d'entreprises dont l'écart est ...	≤ 0	≤ 0	≤ 0
RBG - Taux d'accumulation élargi	36,5	36,1	34,2
Source et réalisation : Banque de France - Observatoire des entreprises Tél. : +33 (1) 42 92 56 58 Mise à jour octobre 1994			

Le retour sur investissement est négatif ou nul pour plus du 1/3 des firmes particulièrement les petites PMI (plus de 36 %), la proportion se réduisant quelque peu en 1993 sous le double effet du repli de l'effort d'investissement et du recul de l'emploi salarié qui a autorisé une moindre baisse des marges.

RENTABILITÉ BRUTE GLOBALE - TAUX DE VARIATION DE LA VALEUR AJOUTÉE (en %)

	1992	1993
Proportion d'entreprises dont l'écart est ...	> 0	> 0
RBG - Taux de variation VAG	84,2	87,8
Source et réalisation : Banque de France - Observatoire des entreprises Tél. : +33 (1) 42 92 56 58 Mise à jour octobre 1994		

Plus de 80 % des entreprises ont réalisé une rentabilité supérieure au taux de croissance de leur valeur ajoutée. De ce fait, le taux de croissance ex-post du capital a pu se maintenir à un niveau supérieur à celui de l'activité. En 1993, ce phénomène a été accentué.

Ainsi, les entreprises ont pu/su maîtriser leur contrainte de rentabilité dans un contexte de recul de l'activité d'une part en révisant à la baisse ou en reportant dans le temps leurs investissements, d'autre part en réduisant leurs effectifs (Artus P., 1994b).

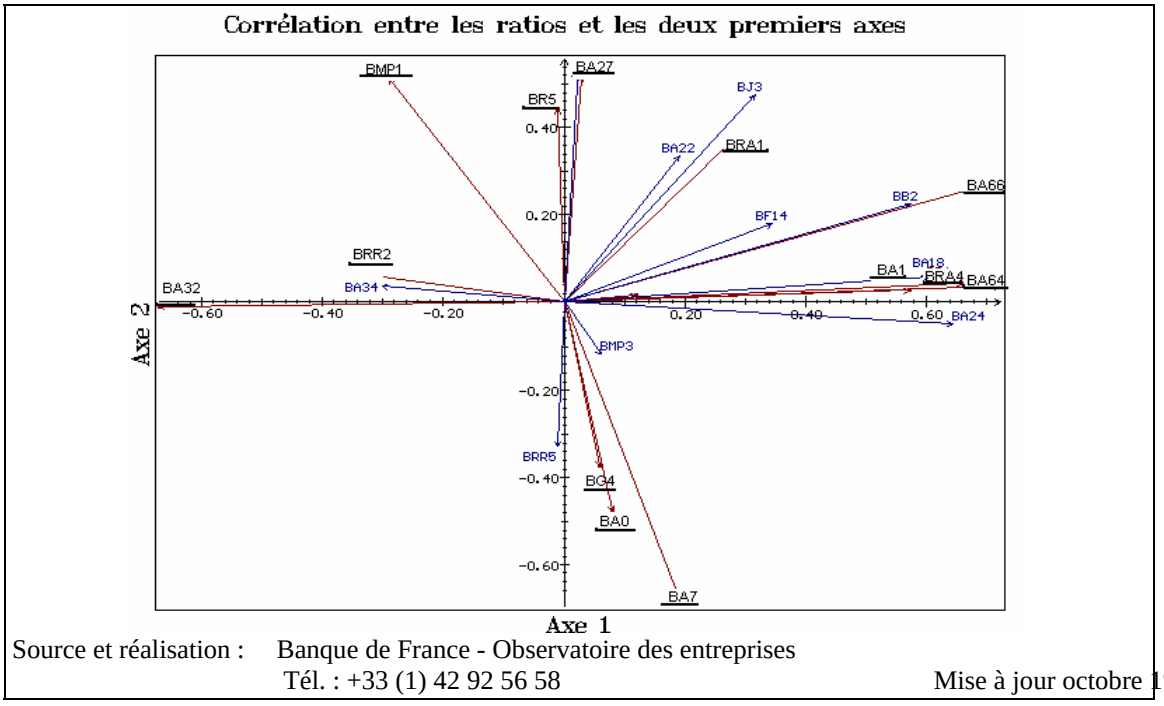
On relève que, parmi les entreprises dont la rentabilité est strictement supérieure au taux de variation de la valeur ajoutée (84,2 % en 1992 et 87,8 % en 1993), 36,5 % d'entre elles en 1992 et 33,8 % en 1993 ont un solde global négatif, c'est-à-dire une rentabilité moindre que leur taux d'accumulation, donc un taux de croissance ex-post inférieur au taux de croissance ex-ante. Autrement dit, ces firmes subissent une forte contrainte de rentabilité consécutive à leur effort d'accumulation, malgré une certaine maîtrise de la contrainte de débouchés.

Au total, on observe un recul concomitant de l'endettement et de l'investissement. Si celui-ci peut s'expliquer par la nécessité d'atténuer, autant que faire se pouvait, l'alourdissement de la contrainte de rentabilité, on peut aussi s'interroger avec P. Artus sur l'efficacité d'une telle politique « *Effectivement, réduire l'investissement, limite l'endettement à court terme dans une période de récession, mais si on croit à l'irreversibilité (du moins partielle) de cette chute du capital installé, cette décision conduit à un stock de capital sous-optimal, insuffisant et peut être réducteur des profits à long terme* » (Artus P., 1994b). Autrement dit, les améliorations de compétitivité pourraient buter sur l'incapacité, partielle ou non, à profiter d'une reprise de l'économie et faire face à la concurrence.

C - Une diversité de comportements face à la récession en 1993

Le constat global fait jusqu'ici, s'est attaché à souligner l'évolution d'ensemble des déterminants de la rentabilité, du niveau « physique » au niveau « financier », en distinguant les entreprises selon leur taille. Toutefois ce critère de segmentation est trop grossier pour rendre compte de la diversité des comportements existants dans la gestion de la contrainte de rentabilité et de ses composants.

La dispersion des situations des entreprises [73] peut être représentée au travers d'indicateurs significatifs présentés ci-après (cf. encadré ci-après). Il est alors possible d'expliciter les principales oppositions entre entreprises en calculant des axes à partir des ratios de base choisis [74]. On constate alors une forte différenciation des entreprises de part et d'autre des axes que l'on étudie à partir de leurs corrélations avec les ratios [75].



Source et réalisation : Banque de France - Observatoire des entreprises
Tél. : +33 (1) 42 92 56 58 Mise à jour octobre 1994

[73] voir Lebart, Morineau, Fenelon « Traitement des données statistiques » Dunod, 2ème édition 1982.
[74] analyse en composante principale
[75] Le premier axe en facteur est obtenu par un algorithme qui calcule la droite des moindres carrés puis un deuxième axe est calculé orthogonalement au premier et ainsi de suite...

VARIABLES RETENUES POUR LA DÉFINITION DES COMPORTEMENTS

14 ratios actifs (soulignés sur le graphique) :

- BA32 : charge de la dette
- BA7 : VAG/capital engagé (efficacité ou productivité du capital)
- BA64 : taux d'accumulation élargi
- BRA4 : taux de variation VAG
- BA1 : var. effectifs en %
- BA66 : taux de croissance du capital financier
- BMP1 : délai des besoins en fonds de roulement
- BR5 : taux d'exportation
- BRA1 : taux d'investissement productif/VAG
- BG1 : taux de rémunération associés
- BG4 : taux de rémunération des prêteurs
- BRR2 : taux d'apports externes
- BA0 : effectif productif/effectif total
- BA27 : coût unitaire de la main d'oeuvre

10 ratios illustratifs

- BA18 : rentabilité financière
- BA22 : taux d'investissement total
- BA24 : rentabilité brute globale
- BB2 : EBG/VAG
- BB15 : Capital engagé/frais de personnel (intensité capitalistique)
- BJ3 : productivité (rendement) apparente de la main d'oeuvre
- BMP3 : taux de rotation de l'équipement productif
- BF14 : capitaux propres/bilan net
- BRR5 : coût moyen des apports externes
- BA34 : part des CBC dans apports externes

DESCRIPTION DES CINQ PREMIERS AXES

	Valeur propre	Inertie (%)	Corrélation ratios - facteurs	
			négative	positive
Axe 1	2,5	18,1	Charge de la dette (0,7)	Taux d'accumulation élargi (0,7) Taux de variation de la VA (0,7) Taux de croissance du capital financier (0,7) Taux de variation des effectifs (0,6)
Axe 2	1,8	12,7	Efficacité du capital (0,7)	Délais de rotation des BFR (0,5) Coût unitaire de la main-d'oeuvre (0,5)
Axe 3	1,6	11,4	Coût unit. de la main d'oeuvre (0,6)	Part des effectifs de production dans l'effectif total (0,5)
Axe 4	1,3	9,0	Taux d'apports externes (0,6)	
Axe 5	1,1	7,8	Délais de rotation des BFR (0,5)	Taux d'investissement productif (0,5)

Source et réalisation : Banque de France - Observatoire des entreprises
Tél. : +33 (1) 42 92 56 58 Mise à jour octobre 1994

Les 5 premiers axes retenus représentent 59 % de l'inertie totale, les trois premiers à eux seuls en expriment 42 %.

Le premier axe (inertie : 18,1 %), correspond à la contrainte de financement de l'accumulation. En effet, lui sont fortement corrélés (de gauche à droite du graphique) :

- d'une part la charge de la dette (BA32)

- d'autre part le taux d'accumulation élargi (BA64), le taux de croissance du capital financier (BA66), le taux de variation de la valeur ajoutée (BRA4) et le taux de variation des effectifs (BA1).

Ainsi, on trouve d'un côté les firmes pour lesquelles la charge de la dette, par exemple, est importante **et/ou** dont le taux d'accumulation est très faible, de l'autre des entreprises en situation symétrique [76].

Les entreprises s'opposent donc sur la politique d'investissement et son financement compte tenu de l'évolution de leur activité. Cette dernière dépend tout à la fois de la conjoncture générale mais aussi de la propre capacité des firmes à améliorer leur compétitivité, y compris dans un contexte dépressif.

Le deuxième axe (inertie : 12,7 %) caractérise la maîtrise de la combinaison productive, au travers de corrélations importantes (de haut en bas du graphique) :

- d'une part des délais de rotation des besoins en fonds de roulement (BMP1) et du coût unitaire de la main-d'oeuvre (BA27) ;

- d'autre part de l'efficacité du capital (BA7).

Sur cet axe la différenciation des firmes s'opère en fait sur la nature de la combinaison productive et son efficacité. On relève que les petites PMI s'opposent aux grandes entreprises de moins de 2.000 salariés.

À partir de cette première approche, il est possible alors d'identifier 6 classes de comportement [77] :

DÉCOMPOSITION DE L'INERTIE CALCULÉE SUR LES 10 AXES APRÈS CONSOLIDATION

	Inerties	Effectifs	Poids	Distances
Inertie inter classes	4.0214			
Inerties intra-classe				
Classe 1/6	1.8950	3161	3161.00	0.5649

[76] Une proximité plus ou moins grande entre deux ratios traduit la plus ou moins grande corrélation entre ces deux ratios. En revanche, une proximité entre un ratio et une entreprise signifie, en moyenne, que ce ratio a une valeur élevée pour cette entreprise. En moyenne, car la position de l'entreprise (qui est un espace à deux dimensions) ne dépend pas d'un ratio mais de l'ensemble des ratios. Voir à ce sujet : Lebart, Morineau, Fenelon, « Traitement des données statistiques », Dunod 2ème édition 1982.

[77] La procédure utilisée pour définir ces classes est une classification ascendante hiérarchique. Elle est réalisée sur l'ensemble des entreprises repérées par leurs coordonnées factorielles.

Classe 2/6	0.9012	942	942.00	3.8816
Classe 3/6	1.4446	713	713.00	6.5824
Classe 4/6	1.1658	658	658.00	8.0677
Classe 5/6	1.3408	667	667.00	7.4938
Classe 6/6	1.5976	911	911.00	8.6902
Inertie totale	12.3665			
Source et réalisation : Banque de France - Observatoire des entreprises Tél. : +33 (1) 42 92 56 58			Mise à jour octobre 1994	

La première classe, dite « autonome » réunit 44,9 % des entreprises. Il s'agit essentiellement de petites PMI de moins de 100 salariés (68,8 % de ces PMI alors qu'elles représentent 64,4 % de l'ensemble de l'échantillon) et des firmes des biens intermédiaires (42,5 % contre 37,1 %). Ces sociétés supportent des délais de rotation des besoins en fonds de roulement importants (86 jours contre 81,8 jours en moyenne pour l'ensemble de l'échantillon) et occupent plus de salariés de production (80,4 % de l'effectif total contre 76,1 % en moyenne). Peu endettées (46,8 % contre 51,6 %), investissant peu (7,4 % contre 9,8 %), elles ont subi une baisse de l'activité et ont réduit leurs effectifs. Elles ont su, toutefois, maîtriser leur contrainte de rentabilité et leur taux de marge. **Elles sont un peu plus compétitives que la moyenne (23,3 % contre 20,5 %) mais souffrent d'un déficit du niveau «physique», ce qui peut hypothéquer l'avenir**. En outre leur taux de dépenses immatérielles en étant un des plus faibles (1,7 % contre 2,6 % en moyenne sur l'ensemble de l'échantillon) renforce cette hypothèque compte tenu de l'importance croissante de cette dimension de la compétitivité (Coriat, Taddeï, 1992).

La deuxième classe, qualifiée d'« exportatrice », rassemble 13,3 % des sociétés appartenant essentiellement au secteur des biens d'équipement professionnel (33,6 % contre 23,1 % de l'ensemble de l'échantillon). Il s'agit de firmes employant entre 100 et 2 000 salariés. La faible efficacité du capital (48 % contre 63 %) est la contrepartie d'une forte intensité capitalistique. Autonomes, elles ont peu investi mais supportent des délais de rotation des BFR élevés et sont fortement exportatrices. **Leur compétitivité (26,5 % contre 20,5 %) s'appuie sur une forte productivité de la main d'oeuvre malgré une efficacité du capital la plus faible de la typologie (48,8 % contre 63 %), ce qui pèse sur leur rentabilité économique**. Le taux de dépenses immatérielles est important (3,6 %) y compris les deux années antérieures et a ainsi dû contribuer à leurs performances.

La troisième classe regroupe 10,1 % des firmes, en particulier des entreprises employant entre 500 et 2 000 salariés, du secteur des biens d'équipement professionnel (31,3 %) et des biens de consommation courante (42,6 %).Elles ont embauché (1,6 % contre - 3,2 %), sont très rentables et investissent. Elle est dénommée « rentable » **car caractérisée par un**

enchaînement qu'on peut qualifier de «vertueux» : forte productivité de la main d'oeuvre et efficacité moyenne du capital vont de pair avec un taux de marge important. Cet enchainement s'appuie sur un taux de dépenses immatérielles très fort (5,2 %) et soutenu depuis 1991 (5,5 % et 5,3 % en 1992).

9,3 % des entreprises de l'échantillon forment la classe 4, dite « investisseuse ». Il s'agit surtout de petites PMI et de firmes appartenant principalement au secteur des biens intermédiaires. La charge de la dette est élevée tout en restant inférieure à la moyenne générale (96,9 % de l'excédent brut global contre 133,8 %). Elles ont connu une forte progression de l'activité (+ 12,5 % contre - 3,2 %) et ont pu embaucher (+ 8,2 % contre - 3,2 %). Fortement investisseuses (taux d'investissement net total 37,4 % contre 12,5 %), elles sont largement endettées ce qui ne les empêche pas de dégager une rentabilité économique importante (15,2 % contre 11,5 %). **Plus compétitives que la moyenne (29,4 % contre 20,5 %), elles souffrent toutefois d'un déficit d'efficacité du capital correspondant sans doute aux délais de retour sur investissement et à un effort d'investissements immatériels moyen** (2,3 % ; 2,4 % et 2,6 % contre 2,7 % ; 2,6 % et 2,6 % pour l'ensemble de l'échantillon).

TYPOLOGIE SUR LES ENTREPRISES EN 1993

Moyenne des ratios	Classe 1 Auto-nome	Classe 2 Exportatrice	Classe 3 Rentable	Classe 4 Investisseuse	Classe 5 Peu capitalistique	Classe 6 En difficulté	Ensemble
Part de la classe dans l'échantillon (%)	44,9	13,3	10,1	9,3	9,5	12,9	100,0
Ratios actifs							
Charge de la dette (%)	77,9	77,1	53,6	96,9	66,5	526,6	133,8
VAG / Capital engagé (%)	57,4	48,0	NS	55,7	130,5	54,9	63,0
Taux d'acc. élargi (%)	1,0	7,0	12,1	18,5	22,8	-20,3	3,8
Taux variation VA (%)	NS*	0,0	NS	12,5	2,3	-25,4	-3,2
Taux variation des effectifs (%)	-3,8	NS	1,6	8,2	-1,1	-11,6	-3,2
Taux variation du capital (%)	1,3	4,6	NS	27,3	5,1	-10,7	3,1
Délais BFR (j)	86,0	102,5	NS	71,1	28,3	96,6	81,8
Taux d'exportation (%)	7,5	55,4	NS	11,7	8,2	NS	16,4
Taux d'investissement productif (%)	7,4	NS	6,8	32,2	4,8	7,6	9,8
Taux rémunération des associés (%)	1,6	1,9	9,2	1,9	NS	1,2	2,5

Taux rémunération des prêteurs (%)	12,5		12,5		13,6		10,0		NS		NS		15,3	
Taux d'apports externes (%)	46,8		38,1		33,9		77,7		25,2		96,5		51,6	
Effectif prod. / effectif total (%)	8,0		NS		49,2		80,7		81,9		73,8		76,1	
Coût de la main d'oeuvre (KF/p)	18 1,2		21 0,4		27 8,2		19 0,2		17 9,6		NS		19 7,8	
Ratios illustratifs														
Rentabilité financière (%)	2,5		3,6		8,6		3,1		6,1		-24,4		0,2	
RBG (%)	12,3		NS		17,5		15,2		18,0		-4,4		11,5	
EBG/VAG (%)	23,3		26,5		30,6		29,4		17,6		-7,8		20,5	
Taux d'investissement total (%)	9,2		NS		10,4		38,4		5,8		NS		12,5	
Capital engagé/frais de personnel (%)	NS		35 7,7		31 7,6		33 6,9		14 0,3		24 6,7		28 0,8	
VA / effectif (KF/p)	24 4,0		30 1,0		43 6,1		28 9,6		22 7,7		18 7,0		26 6,4	
Taux de rotation des équip. prod. (%)	29 8,6		31 1,6		64 4,3		29 6,5		64 7,4		NS		37 6,5	
Cap. propre / bilan (%)	37,7		42,4		42,6		32,1		NS		16,9		35,4	
Coût moyen apports externes (%)	11,6		10,7		11,0		9,0		19,6		NS		11,9	
CBC / apports externes (%)	NS		24,7		23,0		23,1		16,0		37,4		26,9	
Taux de dépenses immatérielles	1,7		3,6		5,2		NS		1,3		1,7		2,6	
Proportion (%)														
Biens intermédiaires	42,5		NS		23,4		44,4		25,2		NS		37,1	
Biens de consommation courante	NS		27,2		42,6		NS		44,4		30,0		35,7	
Biens d'équipement professionnel	17,0		33,6		31,3		16,1		27,6		29,0		23,1	
Biens d'équipement ménager	NS		NS		NS		NS		NS		NS		0,6	
Construction automobile	NS		NS		1,7		NS		NS		NS		3,4	
Petites PMI	68,8		41,8		54,1		70,4		79,0		NS		64,4	
Grandes PMI	NS		39,1		NS		NS		18,4		NS		28,2	
Grandes entreprises	3,4		15,7		12,9		3,0		1,9		NS		6,2	
Très grandes entreprises	NS		NS		NS		NS		NS		NS		1,2	
Variables qualitatives (proportion dans la classe)	≤ 0	> 0	≤ 0	> 0	≤ 0	> 0	≤ 0	> 0	≤ 0	> 0	≤ 0	> 0	≤ 0	> 0
RBG - Tx acc. (Capa, SG)	-73,5		NS	NS	38,4	-56,7		-55,5		-75,4		34,2	65,8	
RBG - Tx var. VA (surent, SR)	-92,5		-84,6		NS	NS	32,7	-NS		NS	NS	NS	12,2	87,8
Tx acc. - Tx var.VA (acroit, SI)	41,8	-NS		NS	-67,9		NS	NS	-76,9		-92,0		37,1	62,9

Source et réalisation : Banque de France - Observatoire des entreprises
Tél. : +33 (1) 42 92 56 58 Mise à jour octobre 1994

* NS : non significatif relativement à la moyenne ou à la fréquence générale de l'échantillon.

La classe 5, avec 9,5 % des sociétés, réunit des petites PMI et des entreprises des secteurs des biens de consommation courante et des biens d'équipement professionnel. « peu

capitalistiques », elles ont bénéficié d'une hausse de la valeur ajoutée et ont connu une moindre baisse de l'emploi (- 1,1 %). Avec la plus forte proportion d'effectif de production et le plus faible coût unitaire de la main-d'oeuvre, elles sont rentables. Autonomes, les délais de rotation des BFR étant très faibles (28,3 j), elles exportent peu (8,2 %). **Elles sont peu compétitives (17,6 % contre 20,5 %) mais elles compensent ce handicap par une forte efficacité du capital qui leur procure un net avantage au niveau «financier»**. Leur taux de dépenses immatérielles est le plus faible (1,3 %) mais doit être relativisé au regard de la spécificité de ces entreprises et des limites de l'indicateur qui ne tient pas compte de l'immatériel « incorporé » comme le savoir-faire des salariés acquis « sur le tas ».

Les entreprises « en difficulté » sont réunies dans la classe 6 (12,9 % des sociétés). Aucune spécificité en terme de taille n'apparaît. Seules, les entreprises du secteur des biens d'équipement professionnel sont un peu plus nombreuses. **Il s'agit de sociétés dont la charge de la dette est dans un rapport de 5 à 1 par rapport au reste de l'échantillon**. Chute de l'activité et de l'emploi se conjugue avec des rentabilités négatives, une efficacité du capital et une productivité du travail insuffisantes, bien que leur taux de dépenses immatérielles soit néanmoins un peu plus élevé que la moyenne (3,5 % contre 2,6 %).

34,2 % des entreprises ont, en 1993, un solde global négatif ou nul. On les trouve parmi les « rentables », mais surtout les « investisseuses » et les « peu capitalistiques », ce qui peut être la contrepartie de leur effort de renouvellement du potentiel productif plus soutenu, bien qu'en recul sur la période. À l'inverse, il apparaît que deux classes définies précédemment réunissent des entreprises qui ont généralement pu dégager des liquidités. Il s'agit de la classe 1 (les « autonomes ») et, plus surprenant, de la classe 6 (les entreprises « en difficulté »). En fait, pour cette dernière, la politique d'investissement a été remise en cause, compte tenu de la charge de la dette, ce qui réduit d'autant plus le taux d'accumulation que, simultanément le poids des besoins en fonds de roulement s'est réduit (recours plus important au crédit fournisseurs).

Cette diversité de situation peut s'expliquer par des sensibilités différentes à la récession et au recul de l'activité. S'en tenir là serait sans aucun doute réducteur si on ne tenait pas compte des caractéristiques propres à chaque entreprise en matière de technologie, de politique commerciale, de stratégie et de modes d'organisation du travail. Autrement dit à la diversité des structures économiques correspond une diversité de positionnement sur les marchés et les processus de production.

D - L'intensité de la compétitivité évaluée à partir des données qualitatives

Compte tenu des limites de l'approche comptable, il est apparu intéressant d'apporter un éclairage sur ce sujet à partir de l'enquête réalisée par la Banque de France dans le

cadre de son projet SESAME. Cette enquête a permis de créer une nouvelle base de données qualitatives sur le comportement stratégique des entreprises françaises. L'objectif de cette initiative est de permettre à la Banque d'enrichir l'approche comptable et financière des entreprises par une analyse stratégique.

Cette base de données, en cours de construction à l'échelon national depuis 1993, est constituée à partir d'enquêtes nationales directes auprès de chefs d'entreprise volontaires, à l'aide d'un questionnaire spécifique assisté par ordinateur. Deux cents questions permettent de cerner, d'une part les caractéristiques de l'environnement au sens large (clients, fournisseurs, nouveaux entrants, produits de substitution, rivalité interne) et, d'autre part, les orientations stratégiques par activité (positionnement, objectifs, avantages concurrentiels recherchés et fonctions privilégiées dans la poursuite de ces objectifs).

En 1993, pour la première fois, 2 000 chefs d'entreprise **des secteurs des biens d'équipement professionnel et des biens intermédiaires** ont répondu à un questionnaire, au cours d'entretiens approfondis de durée moyenne de 2 h 30. Un échantillon complet d'entreprises couvrant la totalité de l'industrie sera établi à l'issue de la deuxième enquête nationale de 1994, couvrant les secteurs non enquêtés en 1993 (biens de consommation, biens d'équipement ménager, industries agro-alimentaires, autres matériels de transport terrestre).

On s'intéressera, en particulier, à **l'intensité** et à **la turbulence concurrentielle** auxquelles sont confrontées les entreprises (Porter M., 1986).

1 354 entreprises présentes dans l'échantillon en 1993 ont répondu à l'enquête SESAME. Ne sont retenues que les 819 dont le chiffre d'affaires est réalisé pour au moins 95 % sur l'activité principale.

a) L'intensité de la concurrence en 1993 selon l'appartenance aux classes de la typologie

Les 819 entreprises se répartissent dans les classes de la typologie de manière un peu différente de la répartition observée sur l'ensemble de l'échantillon.

RÉPARTITION DES ENTREPRISES DANS LES CLASSES

%	Autonomes	Exportatrices	Rentables	Investisseuses	Peu capitalistiques	En difficulté
échantillon Sesame	44,7	22,3	6,6	7,2	4,9	14,3
échantillon total	44,9	13,3	10,1	9,3	9,5	12,9
Source et réalisation : Banque de France - Observatoire des entreprises Tél. : +33 (1) 42 92 56 58 Mise à jour octobre 1994						

Ces 819 entreprises sont plus « exportatrices » que l'ensemble de l'échantillon mais aussi un peu moins « rentables ». Elles sont un peu moins souvent « investisseuses » mais

un peu plus fréquemment « en difficulté ». Par rapport à l'échantillon total, la proportion d'entreprises ayant entre 100 et 2000 salariés y est plus forte (52,8 % contre 35,4 %).

23,1 % de ces entreprises considèrent l'intensité concurrentielle (Porter M ; 1986) comme assez faible, 75,8 % comme étant moyenne et 1,1 % l'estime assez élevée.

INTENSITÉ CONCURRENTIELLE ET CLASSES

%	Autonomes	Exportatrices	Rentables	Investisseuses	Peu capitalistiques	En difficulté	Ensemble
assez faible	21,6	24,0	**25,9 ***	**25,4**	20,0	24,8	23,1
moyenne	77,0	76,0	74,1	74,6	75,0	73,9	75,8
assez élevée	1,4	0,0	0,0	0,0	**5,0**	1,7	1,1

Source et réalisation : Banque de France - Observatoire des entreprises
Tél. : +33 (1) 42 92 56 58 Mise à jour octobre 1994

* en gras proportion supérieure à celle relevée sur l'ensemble de l'échantillon.

Globalement, on constate une indépendance entre la classe et l'intensité concurrentielle, ce qui traduit une diversité de stratégie non liée à un profil économique et financier particulier. Néanmoins on peut relever quelques spécificités.

Les entreprises « rentables » sont confrontées à une intensité concurrentielle « assez faible » et donc bénéficient d'un potentiel de profit assez élevé, ce qui est cohérent avec le profil financier obtenu. C'est aussi le cas des « investisseuses ».

b) Les 5 forces et les barrières à l'entrée

La décomposition de l'intensité concurrentielle selon les 5 forces de M. Porter et en isolant l'intensité des barrières à l'entrée permet de mettre en évidence des différences d'environnement selon la classe d'appartenance.

FRÉQUENCE DES RÉPONSES PAR CLASSES SELON L'INTENSITÉ DE LA FORCE ET DES BARRIÈRES ÀL'ENTRÉE
(de 1, « faible » à 5 « élevée ») [78]

Classes (%)	Rivalité					Clients			
	1	2	3	4	5	1	2	3	4
Autonomes	2,2	26,2	56,0	15,0	0,6	0,8	25,4	56,6	**17,2**
Exportatrices	3,3	**33,9***	51,9	10,9**	0,0	1,1	26,1	61,2	10,9

[78] Test d'indépendance du chi 2 ; toutefois l'insuffisance du nombre de réponses pour certaines modalités des forces ne permet pas d'obtenir des résultats fiables. C'est pourquoi nous procédons à une simple comparaison de fréquence.

Rentables	3,7	29,6	51,9	14,8	0,0	**5,6**	24,1	63,0	7,4
Investisseuses	3,4	30,5	57,6	8,5	0,0	1,7	25,4	57,6	15,3
Peu capitalistiques	2,5	32,5	42,5	**22,5**	0,0	0,0	22,5	65,0	12,5
En difficulté	0,0	23,9	56,4	**18,8**	0,9	1,7	22,2	59,0	17,1
Ensemble	2,3	28,5	54,3	14,5	0,4	1,3	25,0	58,9	14,8

Source et réalisation : Banque de France - Observatoire des entreprises
Tél. : +33 (1) 42 92 56 58 Mise à jour octobre 1994

* en gras, proportion de la classe supérieure à celle calculée sur l'ensemble de l'échantillon
** souligné, proportion de la classe inférieure à celle calculée sur l'ensemble de l'échantillon

Classes (%)	Fournisseurs				Produits de substitution				
	1	2	3	4	1	2	3	4	5
Autonomes	1,6	26,0	58,7	13,7	4,7	23,9	46,9	22,1	2,4
Exportatrices	0,6	34,4	53,0	12,0	2,2,2	19,6	54,4	21,7	2,2
Rentables	**3,7**	25,9	53,7	16,7	3,5	31,0	51,7	13,8,0	0,3,2
Investisseuses	1,7	18,6	**67,8**	11,9	19,4	**19,4**	32,2,3	25,8	3,2
Peu capitalistiques	0,0	22,5	**67,5**	10,0	0,0,5	42,1,8	36,1	21,1	0,0
En difficulté	0,0	29,9	61,5	8,6	5,1	18,6	49,2	25,4	1,7
Ensemble	1,2	27,7	58,6	12,5	5,0	23,3	47,6	22,1	2,0

Source et réalisation : Banque de France - Observatoire des entreprises
Tél. : +33 (1) 42 92 56 58 Mise à jour octobre 1994

* en gras, proportion de la classe supérieure à celle calculée sur l'ensemble de l'échantillon
** souligné, proportion de la classe inférieure à celle calculée sur l'ensemble de l'échantillon

Classes (%)	Nouveaux entrants					Barrière à l'entrée				
	1	2	3	4	5	1	2	3	4	5
Autonomes	0,3	1,1	29,0	56,3	13,4	1,1	16,9	53,6	26,8	1,6
Exportatrices	0,0	0,0	22,4	**68,9**	8,7	0,0	15,9	56,3	25,7	2,2
Rentables	0,0	1,9	29,6	51,9	**16,7**	**5,6**	16,7	48,2	25,9	3,7
Investisseuses	0,0	**3,4**	**39,0**	45,8	11,9	0,0	20,3	40,7	**33,9**	**5,1**
Peu capitalistiques	0,0	0,0	20,0	57,5	22,5	**5,0**	20,0	37,5	32,5	**5,0**
En difficulté	0,0	1,7	25,6	56,8	15,9	0,0	**22,2**	54,7	23,1	0,0
Ensemble	0,1	1,1	27,4	59,5	12,0	1,1	17,8	52,3	26,7	2,1

Source et réalisation : Banque de France - Observatoire des entreprises
Tél. : +33 (1) 42 92 56 58 Mise à jour octobre 1994

* en gras, proportion de la classe supérieure à celle calculée sur l'ensemble de l'échantillon
** souligné, proportion de la classe inférieure à celle calculée sur l'ensemble de l'échantillon

Les entreprises « autonomes » ont un faible endettement mais avec, en contrepartie, un effort d'investissement inférieur à la moyenne générale de l'échantillon, ce qui peut induire une perte de compétitivité à terme. Ce constat peut s'expliquer, au moins partiellement, par une intensité concurrentielle « moyenne » pour 77 % d'entre elles. On observe en effet l'absence de contrainte particulière sur les 5 forces , sauf sur la force client perçue comme « élevé » plus souvent que le reste de l'échantillon (17,2 % contre 14,8 %).

Les « exportatrices » sont confrontées, dans leur grande majorité, à un risque de nouveaux entrants « assez élevé » dont l'effet est atténué par une position moyenne sur les autres forces et la faiblesse de la rivalité.

Les entreprises « rentables » bénéficient d'une intensité concurrentielle « assez faible » du fait de forces le plus souvent faibles (clients, fournisseurs) malgré un risque de nouveaux entrants jugé comme élevé correspondant à des barrières à l'entrée perçues plus souvent comme faibles. Il s'agit d'entreprises dont l'activité est en recul mais qui ont su préserver leurs performances grâce à un environnement favorable leur permettant de « jouer » sur ses différentes composantes.

Les « investisseuses » bénéficient d'une intensité concurrentielle « assez faible » du fait de barrières à l'entrée assez «élevées» voire « élevées ». De ce fait, elles peuvent mieux

gérer les délais de retour sur investissement, en réduisant le risque lié à l'incertitude sur l'arrivée de nouveaux concurrents.

Les « peu capitalistiques » doivent faire face à une force rivalité et une force fournisseur « assez élevée » ce qui correspond bien à leur statut de petites entreprises avec de faibles capacités de négociation sur leurs approvisionnements. Les barrières à l'entrées sont considérées soit comme faibles soit comme élevées.

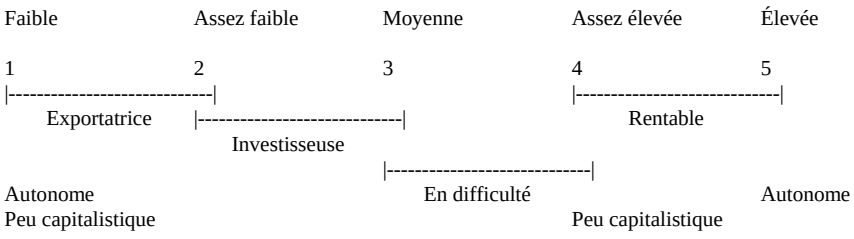
Les sociétés « en difficulté » paraissent souffrir plus souvent que les autres entreprises, d'une forte rivalité et d'assez «faibles» barrières à l'entrée. Elles disposent de ce fait de faibles marges de manoeuvre pour se développer, particulièrement en période de récession.

c) La turbulence concurrentielle

La turbulence concurrentielle, à savoir l'intensité de l'impact des changements stratégiques des concurrents sur l'activité, est perçue comme faible par 32,7 % des firmes, assez faible pour 15,5 %, assez élevée par 23,2 % et élevée par 11,7 %.

La turbulence concurrentielle peut être faible ou élevée pour la classe 1 « autonome »et la classe 5 « peu capitalistique » (assez élevée) ; faible ou assez faible pour la classe 2 « exportatrice », assez faible, assez élevée ou élevée pour la classe 3 « rentable » ; assez faible ou moyenne pour la classe 4 « investisseuse » et toujours assez élevée pour la classe 6 « en difficulté ».

TURBULENCE CONCURRENTIELLE ET TYPOLOGIE



La situation des « autonomes » exprime bien leur fragilité : si les concurrents ne changent pas de comportements stratégiques, ces entreprises présentent une certaine stabilité qui leur permet de « venir voir » ; mais si il y a un changement rapide et intense de la stratégie d'un concurrent, il y a un risque important de perte de compétitivité lié au retard de l'investissement. Le constat peut être le même pour les «peu capitalistiques» mais pour des raisons différentes : elles sont très dépendantes des orientations stratégiques de leurs fournisseurs. De même la situation des «rentables» est rendue précaire par les risques de changements stratégiques, leurs concurrentes anticipant ou des retournements conjoncturels ou des pertes de compétitivité, ce qui bouleverserait leur environnement et leurs perspectives de profit.

CONCLUSION

Trajectoires d'entreprises, financement, croissance et compétitivité, quatre thèmes qui définissent mon activité scientifique en économie et finance d'entreprises.

De ces travaux, quelques enseignements ressortent.

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 relativement aux probabilités attendues de valorisation de capitaux (au niveau réel et financier) compte tenu de l'évolution de la demande solvable et du chômage [79]. 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.

Cette crise traduirait en cela les limites d'un mode de régulation dont on peut craindre que le débat sur le coût du travail n'occulte celui des coût 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. En effet, à 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. En conséquence, 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.

[79] 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

ANNEXES

SOMMAIRE

I - LA FORMATION DE LA RENTABILITÉ FINANCIÈRE 73

II - LES CONTRAINTES DE LA CROISSANCE 74

III - INVESTISSEMENT DE CAPACITÉ ET INVESTISSEMENT DE RATIONALISATION ÉVALUÉS À PARTIR DU TAUX DE DÉCLASSEMENT 76

I - LA FORMATION DE LA RENTABILITÉ FINANCIÈRE [80]

Indicateur synthétique des performances d'une entreprise, la décomposition qui suit met en évidence les déterminants[81] de la rentabilité financière et ses liens avec la valeur ajoutée et les politiques d'emploi.

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

---------- ----------

multipli. de la répartition sur l'efficacité du capital

effet de levier des apports externes

Avec :

* rentabilité brute financière (RBFI) : 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.

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

[81] pour 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.

$$[1]\ \text{soit}\ \frac{FP_n}{FP_{n-1}} \leq \frac{EBGn}{EBG_{n-1}}\ \text{ce qui autorise}\ \frac{\frac{EBG_n}{VAG_n}}{\frac{EBG_{n-1}}{VAG_{n-1}}} \geq 1^{82}$$

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

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 :

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

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

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

[3] EBG/Cg = EBG/VAG x VAG/Cg

Or, ce n'est pas forcément le cas ni la tendance observée [83]. Par conséquent pour que [2] soit vérifié, il faut en outre satisfaire à la contrainte suivante, à savoir que [84] :

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

[82] Sous condition que toutes les grandeurs soient positives

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

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

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 capitalistique.

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

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

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

avec :

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

En développant cette expression, on obtient

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

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 :

$$D < 0 \leftrightarrow - I_n^{\ 2} + 2C_nI_n - C_n^2 + C_nK_{n-1} < 0.$$

On peut alors écrire :

$I_n^2 - 2C_nI_n + C_n^2 - C_nK_{n-1} > 0 \leftrightarrow (I_n - C_n)^2 - C_nK_{n-1} > 0$ [1]

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

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

BIBLIOGRAPHIE

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

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

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

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

AMABLE B. et LORDON, « La régulation et le changement technique : une analyse critique, pourquoi ? », Revue d'Economie F. Industrielle n° 60, 2e trimestre 1992.

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.

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. : « 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 ;

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.

BANDT (de) O., JACQUINOT P., « Les choix de financement des entreprises françaises », notes d'études et de recherche, Banque de France, 1990.

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., « Des trajectoires d'entreprises dans la transformation du tissu industriel », Centrale de bilans, Banque de France, 1992a

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

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.

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

BESSON P., « La production à l'heure des nouvelles technologies », Revue Française de Gestion, n° 3, juin/juillet/août 1987.

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.

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.

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.

CALOMARIS C.W., HUBBARD R.G., « Firm heterogeneity, internal finance, and credit ra-tioning », 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.

Centrale de Bilans, « Méthodologie d'analyse financière », 1988.

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.

C.E.PME, « La flexibilité des PMI », Etudes et statistiques, 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.

CETTE G., « Mesures de l'efficacité du capital », Économie Appliquée, 1993.

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-PITIOT H., « Intermédiation financière : incitation et coordination », in Système Financier et Système Productif, Cahiers Monnaie et Financement n° 23, 1994.

CLERC A., LE BAS C., « La PMI face au défi productique », Presses Universitaires de Lyon, 1989.

CLERC A., « Une nouvelle méthode d'évaluation économique des projets d'automatisation dans les PMI. Pour une articulation des aspects techniques et organisationnels », in Performances Humaines et Techniques, n° 56, janvier/février 1992.

CLERC A., « Mutations financières et changement dans l'entreprise », Université Lyon 2, 1994

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

COMBEMALE P., PARIENTY A., « La productivité ; analyse de la rentabilité, de l'efficacité et de la productivité », Nathan - Circah, 1994.

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

Commission des Communautés Européennes , direction Générale des Affaires Economiques et Financières, Rapport sur la situation financière dans la Communauté 1992.

Commission des Communautés Européennes « Économie européenne », rapport économique annuel pour 1993.

Commission des Communautés Européennes « Croissance, compétitivité, emploi », 1994.

Conseil National du Crédit, « Analyse de la perception de l'offre bancaires pour les PMI 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.

DALLERAC H., MICHA B., « Contribution à de nouvelles agrégations des secteurs de l'industrie », Cahiers Economiques et Monétaires, 1982.

DELATTRE D., EYMARD-DUVERNAY F., « Sept catégories d'entreprises pour analyser le tissu industriel », Economie et Statistique, 1983.

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.

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

HAYEK F. (Von), « Prix et production », Calman Levy, 1975.

HAYEK F. (Von), « Règles et ordre », in Droit, législation et liberté, volume I, PUF, Paris, 1980.

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

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

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., « Croissance économique et fluctuations conjoncturelles » Presses Universitaires de Lyon, 1976.

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.

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.

LAUDY J., « Les stratégies financières », Commission des Communautés Européennes, 1992.

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.

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

LEGENDRE F., « La distribution des rendements d'échelle dans l'industrie », Revue Economique n° 1, janvier 1992.

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

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

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.

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.

O.C.D.E., « Les PME : technologie et compétitivité » 1993.

O.F.C.E., « Entreprises : une situation à double face », avril 1993.

PARANQUE B., « Effets d'entraînement et spécificités de l'ingénierie biomédicale », EPR - Pôle Rhône Alpes de Génie Bio-Médical / E.C.T. - C.N.R.S., 1983.

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., « Comment découper le système productif: quel critère pour en apprécier les évolutions économiques, financières et technologiques » Direction des entreprises, Banque de France, 1991

PARANQUE B., « Contraintes économiques des PMI et des grandes entreprises », 1981-1990, Direction des Entreprises, Banque de France, 1992 ;

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

PARANQUE B., « Les PMI sont-elles handicapées par leur dynamisme ? », Banque de France, supplément «étude » Bulletin mensuel juin, 1994b.

PELERAUX H., « Tendance de la productivité dans l'industrie française », Lettre de l'OFCE, n° 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.

PORTER M., « L'avantage concurrentiel » Inter-Editions 5° tirage 1992.

POTTIER C., « Croissance externe et mobilité du capital », Revue d'Economie Industriel, 1° trimestre 1989, n°47.

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

Revue d'Economie Financière, « A propos de la crise financière, les relations entre finance et économie », n° 5/6, juin-septembre 1988.

Revue Économique, « Développements récents de l'analyse économique », Presse de la Fondation Nationale des Sciences Politiques, vol. 45, n° 3, mai 1994

Revue Économique de l'O.C.D.E. n° 10.

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.

SANDRETTO R., « Le pouvoir et la monnaie », Economica, 1994.

SALAIS R., STORPER M., « Les mondes de production », Ed. de l'École des Hautes Études en Sciences Sociales, Paris 1993.

SHAW E., « Financial deepening in economic development », Oxford University Press, 1973.

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

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

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.