



DOSSIERS



La situation financière des entreprises : vue d'ensemble et situation relative des PME

Pauline Givord, Claude Picart, Fabien Toutlemonde *

Sur la période récente, l'épargne des sociétés non-financières françaises accuse une baisse sensible. Dans un contexte de stabilité du taux de marge des entreprises, ce repli s'explique surtout par une politique généreuse de distribution de dividendes et marginalement par la hausse des charges d'intérêt liée à un endettement croissant. La faiblesse des ratios d'insolvabilité suggère toutefois que ces charges d'endettement restent contenues. De plus, les arbitrages ne se sont pas opérés au détriment de l'investissement, dynamique depuis 2004.

Les entreprises italiennes et espagnoles connaissent une situation économique et financière comparable à celle de la France. À l'opposé, les entreprises anglo-saxonnes ou allemandes auraient davantage cherché ces dernières années à se désendetter et à améliorer leur autofinancement mais en faisant preuve d'un comportement d'investissement plus timide.

Contrairement à une idée répandue, les petites et moyennes entreprises (PME) françaises présentent en général une meilleure rentabilité que les entreprises de taille plus importante. Cette plus grande profitabilité est essentiellement le reflet de leur âge car les jeunes entreprises sont en moyenne plus rentables. Dans l'ensemble, la situation financière des PME paraît plutôt favorable : leur taux d'endettement global est stable et leur solvabilité s'améliore, avec néanmoins comme contrepartie un investissement peu dynamique. Les PME privilégieraient l'assainissement de leur situation financière ainsi que la constitution d'une réserve de trésorerie pour mieux amortir d'éventuels chocs temporaires plutôt que de recourir, dans des conditions parfois difficiles, à de l'endettement de court terme.

Des investissements financés par l'endettement

Stabilité du taux de marge des entreprises depuis 2000

Pendant les années 1990, l'activité des entreprises a connu des cycles assez marqués, les « pics » de croissance pouvant atteindre + 8 % par an, tandis que les « creux » étaient caractérisés par une activité stagnante voire en recul en 1993. Depuis 2000, la richesse directement produite par les sociétés non-financières¹ progresse cependant à un rythme relativement régulier, suivant un « sentier » plus étroit compris entre + 2 % et + 6 % (figure 1). Les entreprises ont dû faire face au ralentissement des économies européennes et absorber un certain nombre de chocs depuis 2002 : le renchérissement du coût des matières premières, tiré par la flambée des cours du pétrole, ainsi que l'appréciation de l'euro qui a dégradé la compétitivité européenne et freiné les exportations.

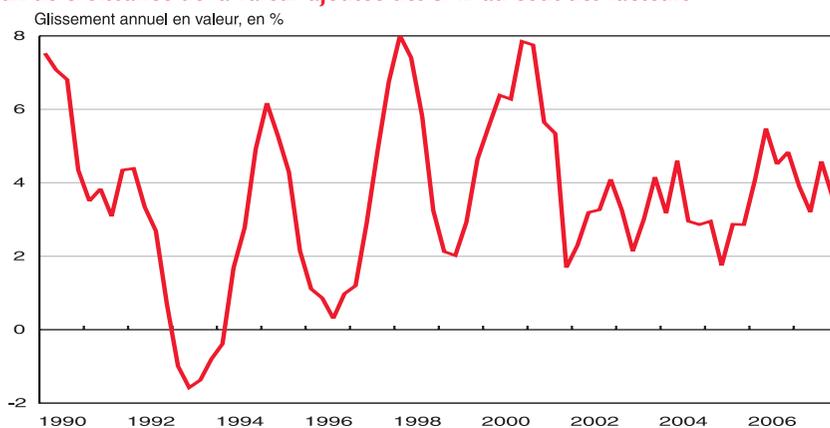
Pour s'adapter à ce type de contraintes, les entreprises jouent usuellement sur la rémunération de leurs facteurs de production (capital et travail). Ce comportement se répercute sur le

1. Mesurée par la valeur ajoutée au coût des facteurs (méthodologie en annexe).

* Pauline Givord et Fabien Toutlemonde appartiennent à la Division marchés et stratégies d'entreprise de l'Insee, Claude Picart à la Division statistiques régionales, locales et urbaines de l'Insee.

partage de la valeur ajoutée entre capital (excédent brut d'exploitation ou EBE) et travail (ensemble des rémunérations et cotisations sociales versées). En principe, les évolutions du taux de marge des sociétés non-financières (SNF), qui rapporte leur EBE à la valeur ajoutée, suivent de manière atténuée celles de la conjoncture : lors de phases de ralentissement économique, les entrepreneurs compriment leurs marges, qu'ils reconstituent lors des phases d'expansion. Ils cherchent cependant à limiter la compression de leurs marges en réduisant leurs dépenses de fonctionnement (consommations intermédiaires et rémunération du travail).

1. Taux de croissance de la valeur ajoutée des SNF au coût des facteurs



Source : Insee, comptes nationaux trimestriels.

Le mécanisme de reconstitution des marges ne s'est que partiellement vérifié lors de la reprise de l'activité engagée fin 2003. Celle-ci est apparue modeste, contrainte par des coûts salariaux dynamiques et par un contexte international fortement concurrentiel. La progression des coûts salariaux unitaires des entreprises (rapport du coût du travail à la valeur ajoutée) a toutefois été freinée par le redémarrage des gains de productivité par tête à partir de 2002. Au total, le taux de marge des SNF est resté stable depuis 2001 autour de 32 % mais a rebondi légèrement à partir de 2005 (figure 2). Les variations du taux de marge des SNF sur les quinze dernières années sont ainsi très faibles au regard de la progression de plus de 8 points observée entre 1980 et 1990.

Une accélération de la distribution de dividendes

Une des caractéristiques majeures de la situation financière des entreprises depuis 2000 est la tendance à l'accroissement des flux nets de revenus distribués sous forme de dividendes versés². La reprise de l'activité depuis 2004 n'explique que partiellement ce phénomène : proche de 18 % de l'excédent brut d'exploitation en moyenne entre 1995 et 2001, la distribution de dividendes s'amplifie depuis 2002, pour s'élever à plus de 25 % en moyenne sur les deux dernières années (figure 3).

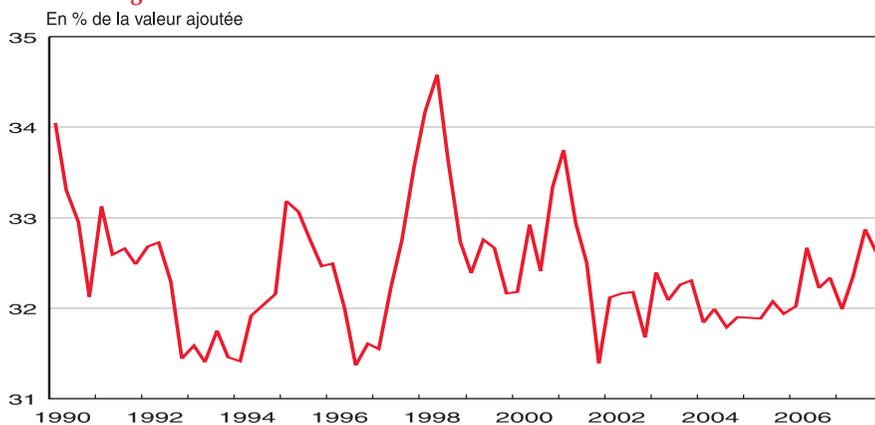
Cette progression notable³ des dividendes peut résulter des exigences accrues des actionnaires. Le poids croissant des investisseurs institutionnels (fonds de pension, compagnies

2. Les données disponibles dans les comptes trimestriels ne permettent pas d'isoler les dividendes, mais seulement le concept plus large de « revenu distribué », qui intègre également les prélèvements sur les revenus des quasi-sociétés (forme de rémunération des indépendants ayant ce statut). Les comptes annuels nous permettent cependant de savoir que les dividendes en représentent une part stable, de l'ordre de 65 % du solde des flux reçus moins versés sur les dix dernières années pour les SNF françaises. Ce concept présente l'avantage d'être disponible à la fois en rythme trimestriel et pour les principaux autres pays auxquels nous comparons les entreprises françaises.

3. La suppression de l'avois fiscal en 2005 peut modifier à la marge le profil des dividendes versés sur la période récente, sans toutefois remettre en cause les tendances évoquées ici. Pour plus de détails, voir l'encadré de la vue d'ensemble sur la question de l'autofinancement.

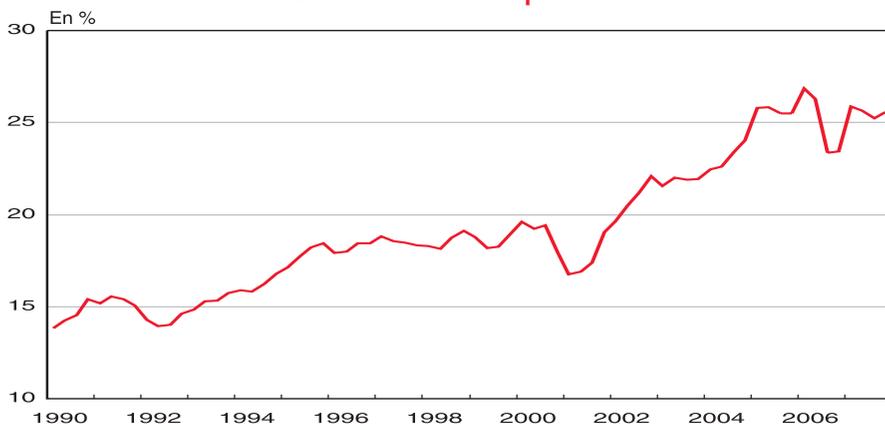
d'assurance, fonds communs de placement), dont les exigences de rendement sur fonds propres sont importantes (gage de performance vis-à-vis de leurs propres actionnaires ou de leurs investisseurs), constitue l'explication la plus communément admise.

2. Taux de marge des SNF



Source : Insee, comptes nationaux trimestriels.

3. Part du revenu distribué dans l'excédent brut d'exploitation des SNF



Source : Insee, comptes nationaux trimestriels.

L'essor des dividendes s'est accompagné d'une augmentation des rachats d'actions, qui constituent également un moyen indirect pour les sociétés cotées de rémunérer leurs actionnaires en favorisant la montée du cours des actions. Si l'ampleur de ce phénomène est difficile à évaluer, il semblerait toutefois que le mouvement s'accroisse depuis 2000, en particulier aux États-Unis (*FMI, 2006*). En France, les rachats d'actions par les sociétés du CAC 40 ont atteint un montant annuel proche de 8 milliards d'euros en moyenne entre 2003 et 2006, soit près de 1 % de la capitalisation boursière moyenne chaque année.

Au-delà de l'évolution du rapport de forces entre actionnaires, dirigeants d'entreprise et salariés, les flux de dividendes peuvent refléter le développement des groupes d'entreprises et l'apparition de « marchés de capitaux » internes aux groupes (*Picart, 2003*). Le développement spectaculaire des *leveraged buy out* (LBO) sur la dernière décennie constitue un exemple extrême de mécanisme venant accentuer les flux nets de dividendes versés par les SNF. Dans ces « acquisitions à effets de levier », une entreprise cible est achetée par le re-

cours à des emprunts auprès d'établissements de crédit. Cet endettement est porté par le biais d'une holding (voire dans certains montages par plusieurs holdings en cascade) créée pour l'occasion. L'emprunt est alors remboursé par les dividendes versés par l'entreprise ayant fait l'objet d'un rachat. Les intermédiaires financiers acquéreurs (sociétés de capital risque, fonds communs de placement à risque, holdings financières, fonds de pension), par lesquels transitent ces dividendes, sont comptabilisés parmi les sociétés financières. Le développement des LBO se traduit alors par une augmentation des flux nets de dividendes versés par les SNF en direction de ces sociétés financières.

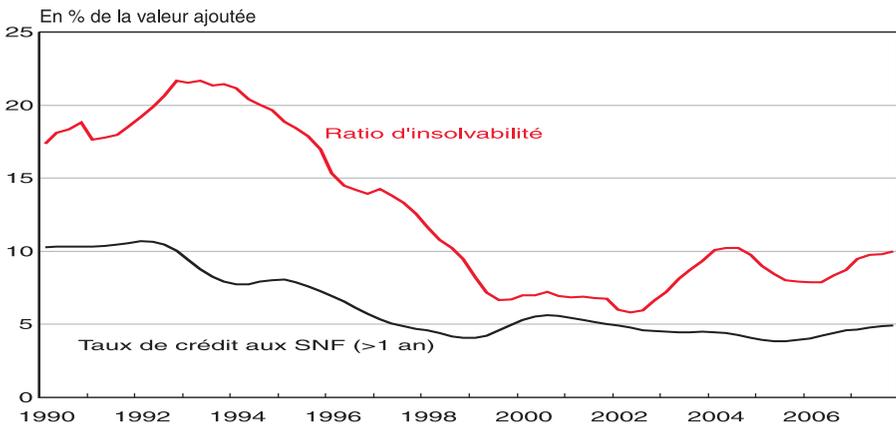
Le développement de marchés de capitaux internes au sein des groupes d'entreprises va au-delà du seul cas des LBO. Picart (2003) montre ainsi que les dettes bancaires sont contractées par le « pôle de contrôle » du groupe, qui centralise les activités financières. Ce phénomène peut constituer un moyen de répondre aux difficultés d'accès au crédit des petites entreprises. Au sein d'un groupe, ces dernières peuvent trouver à se financer auprès de leur maison mère ou d'autres entreprises du groupe. Les dividendes versés servent en partie à rembourser les emprunts du groupe (*annexe*), ce qui peut éventuellement générer des flux bruts de dividendes plus importants. Cependant, au final l'effet est en général neutre sur le solde agrégé (flux versés par les SNF nets des dividendes reçues par les SNF) retenu ici, la tête de groupe étant le plus souvent une SNF.

Un endettement des entreprises accru mais dont la charge reste contenue

Outre l'accroissement des dividendes distribués aux actionnaires, les entreprises françaises ont vu également augmenter ces dernières années les charges d'intérêt liées à l'endettement, mesurées ici par le ratio d'insolvabilité⁴ (*figure 4*). On observe en particulier depuis 2003 une reprise modérée des charges d'intérêt du fait de l'endettement financier. Les ratios d'insolvabilité se sont toutefois rapidement stabilisés autour de 9 % de l'excédent brut d'exploitation des SNF, nettement en deçà des niveaux qui prévalaient au début des années 1990, car ils ont bénéficié de taux d'intérêt particulièrement bas.

De 1998 à 2001, l'endettement⁵ des SNF a nettement progressé, dans un contexte d'expansion économique généralisée favorable aux investissements (*figure 5*). Le surcroît d'endettement a surtout été le fait des grands groupes engagés dans des opérations de fusions-acquisitions accompagnant leur internationalisation (*Insee, 2003*). Le repli rapide

4. Ratio d'insolvabilité des SNF et taux d'intérêt



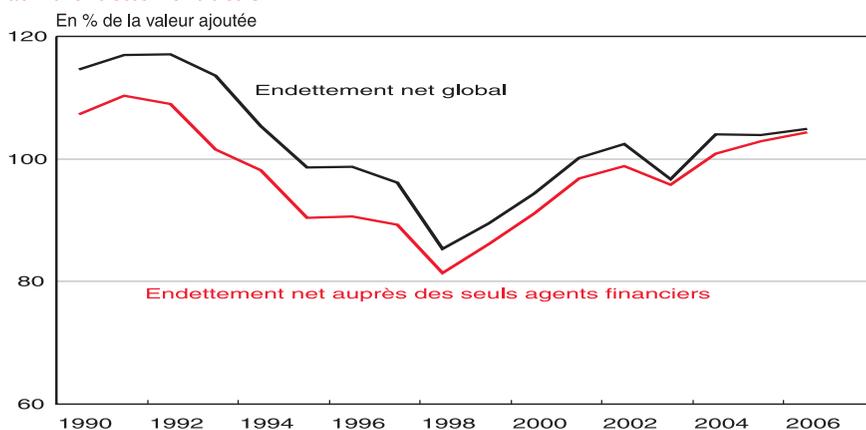
Sources : Insee, comptes nationaux annuels ; Banque de France.

4. Solde des intérêts reçus et versés par les SNF, rapporté à l'excédent brut d'exploitation. Un ratio élevé signale un alourdissement de la charge d'intérêt.

5. Mesuré en rapportant l'encours de dette nette des SNF, y compris émissions obligataires, à leur valeur ajoutée au coût des facteurs (*annexe*).

des marchés financiers dès la fin de l'année 2000 sur fond d'éclatement de la « bulle Internet » et de ralentissement économique européen, a interrompu ce processus. Ce retournement de conjoncture a d'abord obligé les entreprises françaises à puiser dans leurs réserves de trésorerie. Leur endettement net a continué de progresser légèrement en 2002, avant de se replier à son tour assez nettement en 2003.

5. Taux d'endettement des SNF



Sources : Insee, comptes nationaux annuels ; Banque de France.

Le retour à une conjoncture plus favorable à partir de 2004 a conduit à une reprise de l'endettement financier des entreprises. L'endettement global progresse cependant plus faiblement, suggérant que l'endettement net des SNF vis-à-vis des agents non-financiers s'est modéré. En particulier, l'examen du compte du « Reste du monde » conduit à penser que les SNF françaises auraient un solde d'endettement net légèrement créditeur vis-à-vis des sociétés étrangères depuis le début des années 1990.

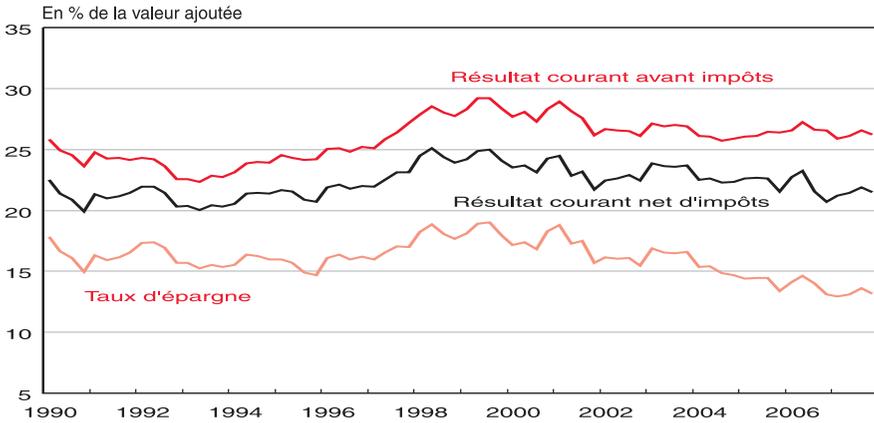
Les indicateurs d'endettement retenus ici sont « nets » au sens où ils compensent les dettes enregistrées au passif des entreprises par les postes d'actifs de même nature. Ce procédé permet de se rapprocher d'un concept de dette consolidée des flux intra-groupe, afin d'éviter les doubles comptes (*annexe*). De fait, on constate un écart croissant entre dette brute et dette nette des SNF qui reflète l'essor des groupes d'entreprises et constitue une évolution marquante des conditions de financement des entreprises lors de ces dernières années. L'internationalisation croissante des groupes qui s'accompagne de flux financiers importants entre SNF françaises et sociétés étrangères appartenant au même groupe rend cependant difficile l'interprétation des flux d'endettement.

Sur les cinq dernières années, les tendances semblent un peu différentes chez les principaux partenaires commerciaux de la France, bien que les divergences des concepts utilisés et les difficultés liées à la consolidation des comptes des sociétés appartenant à des groupes rendent le diagnostic imprécis (*annexe*). Le taux d'endettement net des entreprises est ainsi en baisse aux États-Unis et en Allemagne.

Recul du taux d'épargne des entreprises mais résultat courant toujours solide

L'accentuation du versement de dividendes se traduit par une baisse marquée du taux d'épargne des entreprises (rapportant l'épargne, aussi appelée autofinancement, à la valeur ajoutée, voir *annexe*), de 18,5 % en 1999, à 13,2 % en 2007 (*figure 6*). Entre 2000 et 2006, le repli du taux d'épargne des SNF (- 3,5 points) s'explique pour moitié par la proportion accrue de dividendes versés et seulement à hauteur du tiers par le fléchissement du résultat courant (somme du résultat d'exploitation et du résultat financier).

6. Du résultat avant impôts au taux d'épargne des SNF



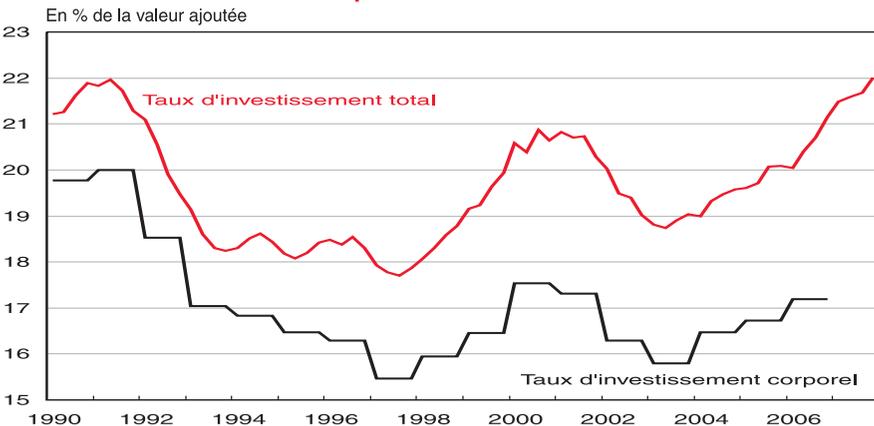
Source : Insee, comptes nationaux trimestriels.

Le résultat courant avant impôts a en effet bien résisté à l'érosion du taux de marge, qui n'est donc pas principalement en cause dans le recul de l'autofinancement⁶. C'est bien la distribution du résultat, dont les conditions se sont modifiées, qui vient rogner le taux d'épargne des entreprises.

Le taux d'investissement des entreprises revient à ses sommets

La dégradation de l'épargne des entreprises sur la période récente n'a pas nui à leur propension à investir. Après un point bas en 2003 (18,9 %), le taux d'investissement des SNF s'est redressé à mesure que l'économie renouait avec une croissance plus soutenue. En 2007, le taux d'investissement des entreprises atteint 21,7 %, dépassant son niveau du précédent haut de cycle d'activité de 2000-2001 (figure 7). Cette valeur est conforme à la dynamique

7. Taux d'investissement (total et corporel) des SNF



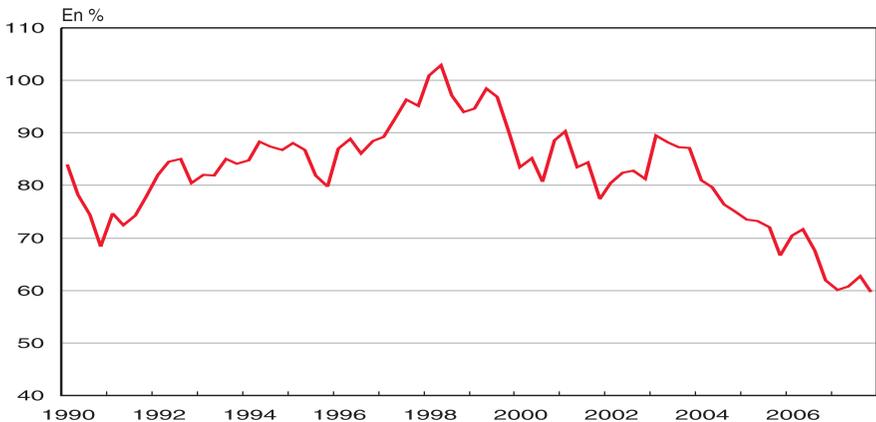
Source : Insee, comptes nationaux trimestriels et comptes annuels.

6. L'aménagement du régime des acomptes d'impôt sur les sociétés en 2005 se traduit transitoirement par une accélération des impôts sur le revenu versés par les SNF, particulièrement sensible au dernier trimestre de 2005 à 2007. Le calage progressif sur le nouveau régime d'acomptes devrait en retour conduire à une modération des montants d'impôts versés sur l'année à venir.

cyclique observée sur la dernière décennie, le taux d'investissement variant autour d'une moyenne de 20 %.

En revanche, les modalités de financement de l'investissement se sont sensiblement modifiées du fait du repli rapide du taux d'épargne. Le taux d'autofinancement des SNF, qui rapporte l'épargne à l'investissement, est ainsi passé de plus de 93 % en 1997, à moins de 61 % en 2007 (figure 8). En contrepartie, le financement de l'investissement a été assuré plus largement qu'avant par l'endettement. Le financement par émission d'actions est de son côté resté stable depuis 2003 et n'a pas compensé le recul de l'autofinancement.

8. Taux d'autofinancement des SNF



Source : Insee, comptes nationaux trimestriels.

La France se distingue de plusieurs autres pays industrialisés, où la hausse des taux de marge a permis aux entreprises de servir davantage de dividendes sans dégrader leur taux d'épargne (FMI, 2006 et OCDE, 2007). Cependant, si le taux d'autofinancement des entreprises anglo-saxonnes et allemandes progresse depuis 2000, leur taux d'investissement pâtit davantage qu'en France du ralentissement économique enregistré entre 2001 et 2004.

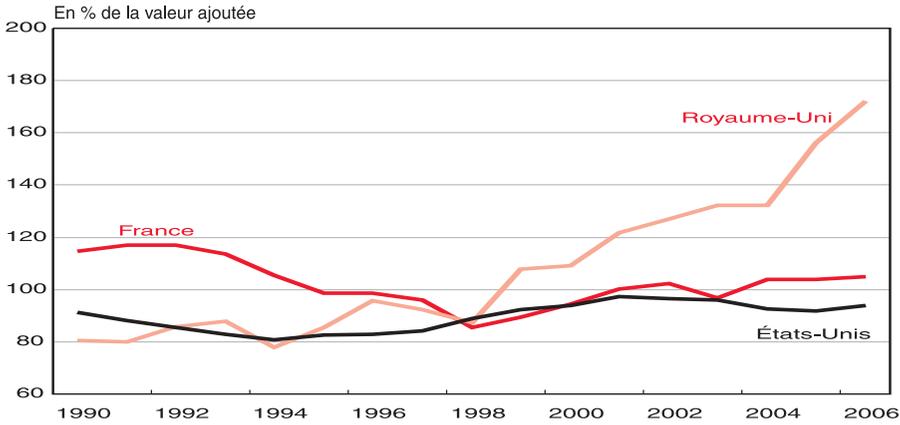
Au total, les entreprises françaises se distinguent de leurs principaux partenaires économiques en recourant davantage à l'endettement (financier ou intra-groupe) pour investir, dans un contexte où les capacités d'autofinancement sont désormais contraintes par des flux de dividendes versés plus importants que par le passé.

Des situations financières variables selon les pays

L'endettement des entreprises diffère d'un pays à l'autre

Si dans la plupart des pays le taux d'endettement progresse durant la seconde moitié des années 1990, les évolutions sont devenues plus disparates depuis 2001 (figure 9) (encadré 1). Le taux d'endettement des entreprises françaises se replie ainsi temporairement avant de repartir à la hausse en 2004 tandis que celui du Royaume-Uni connaît une progression continue, avec une accélération à partir de 2004. A l'opposé, les SNF voient leur taux d'endettement se replier lentement entre 2002 et 2006 en Allemagne et aux États-Unis. Dans ces deux pays, le retournement des marchés financiers en 2001 aurait conduit les entreprises à faire du désendettement une priorité, avec comme objectif principal l'augmentation de la part des fonds propres dans leur passif pour réduire leur dépendance aux financements externes (FMI, 2006).

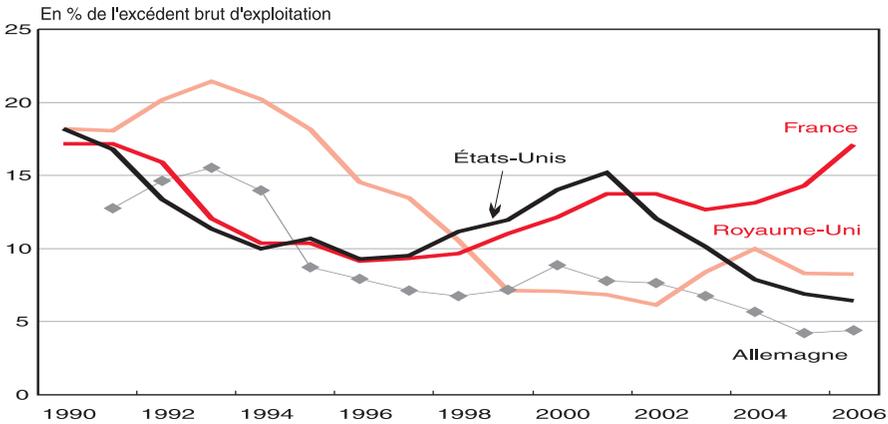
9. Niveau d'endettement des SNF rapporté à la valeur ajoutée



Sources : Eurostat, BEA, Bundesbank, ONS.

En raison de la hausse de l'endettement au Royaume-Uni, le ratio d'insolvabilité des entreprises augmente depuis 2002 à un rythme supérieur à celui observé en France (figure 10). En 2006, les charges d'intérêts supportées par les entreprises britanniques atteignent ainsi un niveau proche des sommets historiques de 1990. Les entreprises américaines et allemandes ont au contraire une bonne solvabilité grâce à un niveau d'endettement en baisse et à la modération des taux d'intérêts.

10. Ratio d'insolvabilité des SNF



Sources : Eurostat, BEA, Bundesbank, ONS.

En Allemagne, où banques et entreprises entretiennent depuis longtemps des relations privilégiées, le reflux de l'endettement et des charges d'intérêts est aussi alimenté par des facteurs d'offre de crédit spécifiques. Le grand nombre de petites institutions bancaires et leur dispersion géographique leur permettent d'entretenir des contacts étroits avec leurs clients. Toutefois, les banques allemandes ont aussi une plus faible rentabilité que dans le reste de l'Europe. Fragilisées et faisant face à une série de modifications de leurs conditions de refinancement, elles ont pu être conduites à devenir plus sélectives dans leur offre de crédit. Ce resserrement de l'offre contribue mécaniquement à modérer l'endettement des entreprises allemandes, indépendamment de leur demande de crédit.

Encadré 1

Comparaisons internationales

Les comparaisons internationales réalisées portent de manière systématique sur l'Allemagne, le Royaume-Uni et les États-Unis, où les systèmes comptables nationaux fournissent un cadre relativement homogène d'analyse de la situation des entreprises.

Les indicateurs sont ceux utilisés dans la nomenclature du Système Européen des Comptes, ou SEC95. Le champ de ces comparaisons demeure celui des sociétés non-financières (SNF, secteur S11 du SEC95). Les données proviennent par défaut de la base des comptes annuels d'Eurostat, sauf pour les États-Unis où on recourt à la transposition en nomenclature SEC95 des comptes annuels du BEA (*Bureau of Economic Activity*) pour l'agrégat *Nonfinancial Corporate Business*.

Des précisions de sources et de données sont nécessaires sur deux points spécifiques : les dividendes et l'endettement financier. Concernant tout d'abord les dividendes, les données n'étant pas directement accessibles au niveau des publications Eurostat, les comparaisons portent sur l'agrégat plus large du *revenu distribué*, tel que défini par le SEC95, étudié là encore en proportion de l'EBE. Cet agrégat contient, outre les dividendes, les prélèvements sur les revenus des quasi-sociétés, forme de rémunération d'une catégorie d'indépendants ayant ce statut. Notons qu'aux États-Unis, l'*American Jobs Creation Act* de 2004 perturbe les séries de revenu net distribué et d'épargne des entreprises : cette mesure

se traduit en effet par un allègement limité à un an (essentiellement concentré sur 2005) de la taxation des dividendes reçus de l'étranger par les multinationales américaines. Ceci a pour effet de doper temporairement le montant de dividendes reçus en 2005, donc de réduire d'autant le solde des dividendes (versées moins reçus).

Les encours de dette, au niveau des secteurs institutionnels, sont construits dans certains pays à partir de comptes consolidés (États-Unis) et dans d'autres à partir de comptes non-consolidés (Europe). Pour remédier partiellement à ce problème, l'endettement des entreprises est étudié ici à partir du concept de dette nette (solde net des postes « crédits » et « titres hors actions » du bilan financier), rapportée à la valeur ajoutée au coût des facteurs.

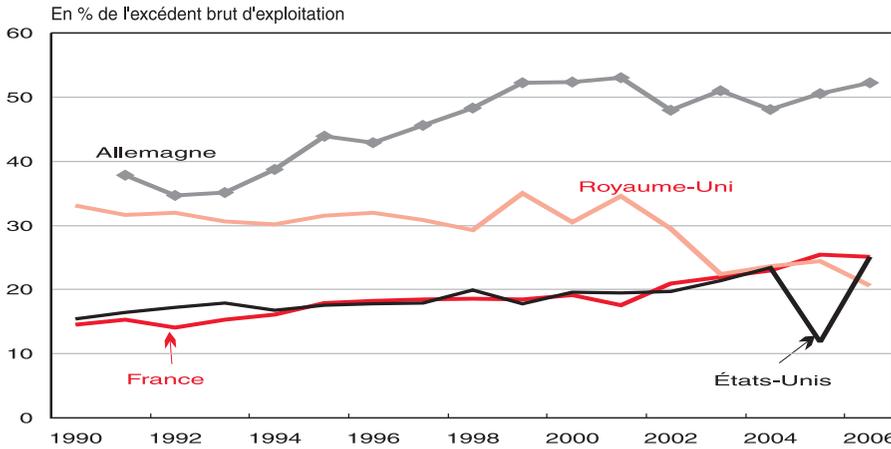
Les séries de comptes de patrimoine d'Eurostat n'étant disponibles que depuis 1995, elles ont été réropolées en se calant sur les séries mises à disposition par la Bundesbank et l'ONS britannique (*Office for National Statistics*). Dans le cas des États-Unis, les comptes de patrimoine des entreprises sont publiés par la Réserve Fédérale (base de données des *Flow of funds*) et ce directement suivant un concept consolidé, *a priori* plus exact que l'indicateur proposé pour les pays européens. Au total, les encours de dette sont difficilement comparables en niveau : il convient de s'attacher à commenter avant tout leurs évolutions.

Hausse presque généralisée des dividendes versés

La hausse de la part des dividendes versés observée en France sur les dernières années est commune à la plupart des économies développées, comme en atteste une récente étude de l'OCDE (*OCDE, 2007*). Le Royaume-Uni constitue toutefois une exception notable, avec depuis 2001 une baisse significative de la part de revenu distribué des entreprises (*figure 11*). Les profits britanniques reposent particulièrement sur l'activité du secteur financier. Il est probable que dans ce pays, le versement de dividendes transite davantage qu'ailleurs par les sociétés financières, exclues du champ des calculs. Les entreprises allemandes se caractérisent au contraire par une politique de distribution de dividendes plus généreuse qu'ailleurs grâce à des taux de marge confortables.

Dans la plupart des pays de l'OCDE, le versement accru de dividendes n'a cependant pas dégradé l'épargne brute des entreprises. On constate plutôt une remontée des taux d'épargne depuis 2000-2001 (*figure 12*). Grâce à des profits en hausse, les entreprises seraient parvenues à verser davantage de dividendes sans dégrader leur autofinancement. En effet,

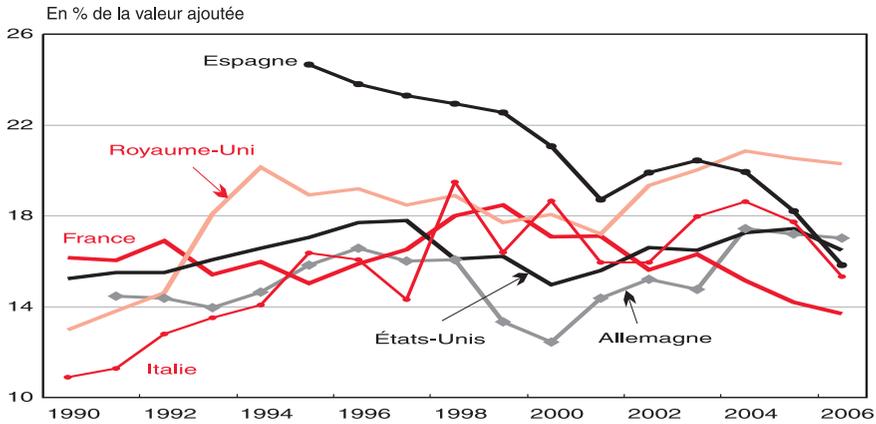
11. Revenu distribué des SNF



Lecture : l'agrégat « dividendes » n'est pas disponible pour tous les pays, on retient donc un agrégat légèrement plus large, le « revenu distribué ». La modification des modalités de dégrèvements de type « avoir fiscal » perturbe le profil des dividendes versés, aux États-Unis en 2005 et en France en 2006.

Sources : Eurostat, BEA, Bundesbank, ONS.

12. Taux d'épargne des SNF



Sources : Eurostat, BEA, Bundesbank, ONS.

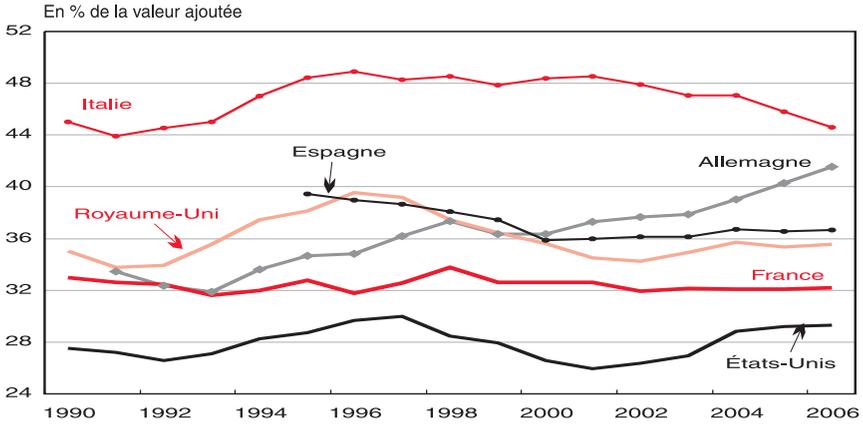
depuis 2002, le partage de la valeur ajoutée en Europe comme aux États-Unis est plutôt favorable aux entreprises : leur taux de marge augmente légèrement au Royaume-Uni et plus nettement en Allemagne, où le renforcement de la compétitivité et de la rentabilité de ses entreprises s'appuie notamment sur une forte modération salariale (figure 13).

En Europe continentale, trois pays majeurs font exception : la France mais aussi l'Italie et l'Espagne. Dans ces trois pays, le taux de marge est stable ou s'infléchit entre 2000 et 2006, si bien que l'accélération des dividendes versés se répercute sur leur autofinancement, induisant une baisse de leur taux d'épargne.

Investir ou se désendetter ?

Autofinancement contraint n'est toutefois pas synonyme de moindre dynamisme de l'investissement. En France, comme en Italie et en Espagne, le taux d'investissement reste bien

13. Taux de marge des SNF



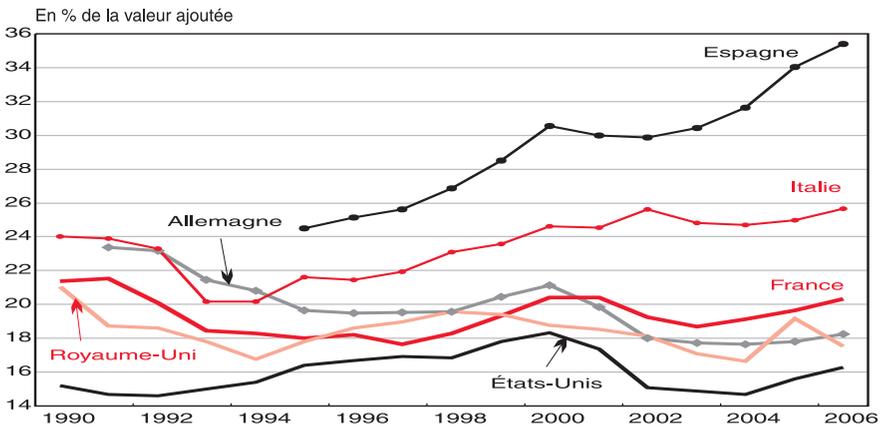
Sources : Eurostat, BEA, Bundesbank, ONS.

orienté. Il retrouve ses niveaux de haut de cycle en France et atteint des niveaux historiquement élevés en Espagne et en Italie.

À l'opposé, l'investissement des autres pays de l'OCDE s'établit à des niveaux plus modestes et n'a pas retrouvé en 2006 le dynamisme du précédent pic d'activité à la fin des années 1990 (figure 14). Cette disparité des comportements d'épargne et d'investissement se retrouve dans une opposition marquée des taux d'autofinancement : chute rapide en France, en Espagne et en Italie, avec pour conséquence logique une reprise de l'endettement ; remontée aux États-Unis, au Royaume-Uni ou en Allemagne, où le taux d'autofinancement culmine en 2004 pour ne se replier que marginalement depuis (figure 15).

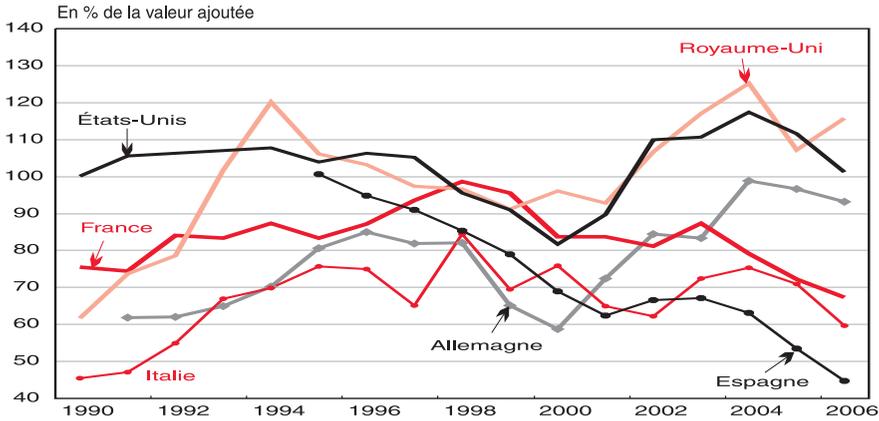
Les raisons pour lesquelles les entreprises de plusieurs pays développés disposent d'un excès d'épargne sans pour autant investir restent difficiles à cerner. Les travaux du FMI suggèrent qu'un comportement de précaution se serait développé à la suite de l'éclatement de la bulle boursière en 2000 et en réaction aux niveaux élevés d'endettement atteints à cette période. Les entreprises seraient devenues plus prudentes, améliorant leur taux d'autofinancement pour moins s'exposer dans le futur à d'éventuelles surcharges d'endettement. Les entreprises, américaines notamment, mettraient l'accent sur leur désendettement.

14. Taux d'investissement des SNF



Source : Eurostat, BEA, Bundesbank, ONS.

15. Taux d'autofinancement des SNF



Sources : Eurostat, BEA.

La faiblesse de l'investissement interne des entreprises anglo-saxonnes et allemandes pourrait également renvoyer à l'augmentation des investissements directs à l'étranger (IDE). En effet, les IDE ne sont pas pris en compte par la comptabilité nationale dans les investissements mesurés par la formation brute de capital fixe (FBCF) (*annexe*). La prise en compte de cette substitution entre investissement domestique et IDE montrerait que les taux d'investissement des entreprises des pays concernés sont en fait assez stables (*FMI, 2006*).

Des PME plus rentables et plus prudentes

Au-delà des tendances générales, les situations financières des entreprises françaises présentent de fortes disparités selon la taille ou le statut (*Insee, 2003*). Du fait de leur rôle moteur dans le développement économique et la croissance de l'emploi, les PME occupent une place de choix dans les stratégies industrielles nationales. La question est de savoir si les grandes tendances observées pour l'ensemble des SNF se retrouvent au niveau des PME.

L'analyse est cependant délicate car le développement des groupes sur les deux dernières décennies brouille en partie les classifications uniquement liées à la taille. Des PME adossées à de grands groupes présentent ainsi des situations financières spécifiques (*Insee, 2003*). C'est pourquoi, conformément aux conventions statistiques européennes, la définition des PME retenue ici est non seulement liée à la taille (les entreprises de moins de 250 salariés) mais aussi à l'indépendance vis-à-vis d'un grand groupe (ne pas être détenue à 50 % ou plus par un groupe de plus de 250 salariés).

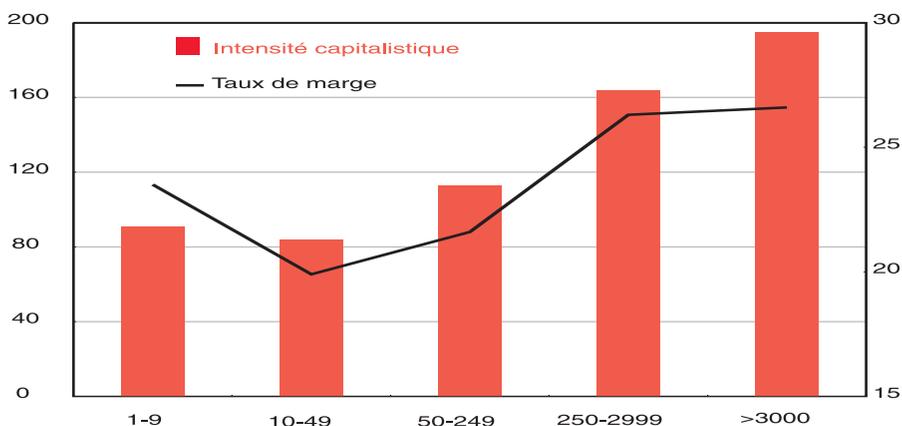
L'existence de flux financiers intra-groupes conduit à des doubles comptes sur certaines variables financières (dette, fonds propres). Pour améliorer l'analyse, les entreprises de la « base productive », dont les revenus dépendent essentiellement de l'activité d'exploitation, seront distinguées en cas de besoin du « pôle de contrôle », qui centralise les activités financières du groupe (holding) et dont les revenus sont essentiellement financiers (*annexe*).

Des PME plus rentables

En raison d'un taux de marge un peu inférieur à celui des entreprises plus grandes, les PME sont parfois présentées à tort comme moins rentables. Le taux de marge est cependant une mesure imparfaite de la rentabilité des entreprises : il croît mécaniquement avec l'intensité

capitalistique⁷. C'est donc seulement à niveau d'intensité capitalistique donné que le taux de marge reflète correctement la rentabilité d'une entreprise. Or, les PME sont moins capitalistiques : l'intensité capitalistique croît avec la taille de l'entreprise, même en tenant compte des différences sectorielles (figure 16). Le montant du capital à rémunérer étant moindre, il n'est dès lors pas surprenant qu'en niveau la part de la valeur ajoutée servant le capital soit plus faible que dans les autres entreprises.

16. Intensité capitalistique et taux de marge, par taille d'entreprise



Champ : entreprises indépendantes ou troncature française de groupes, médianes du rapport capital sur valeur ajoutée (intensité capitalistique, échelle de gauche) et du rapport excédent brut d'exploitation sur valeur ajoutée (taux de marge, échelle de droite).

Source : Insee, fichiers BRN et enquête liaisons financières (LIFI).

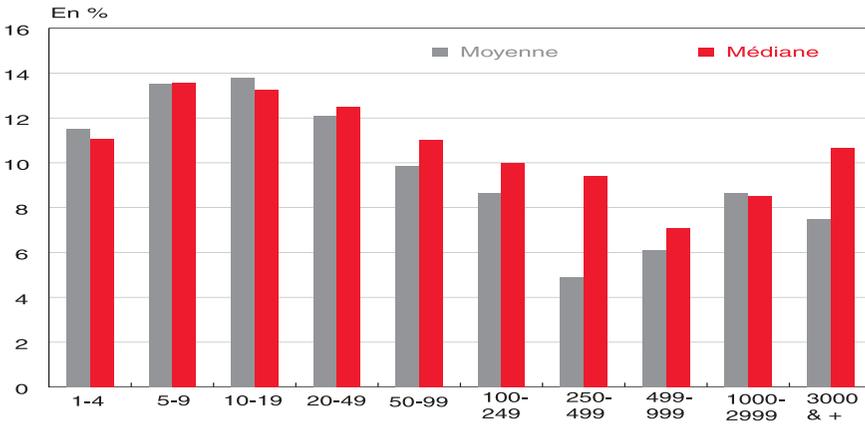
La rentabilité brute d'exploitation, définie comme le rapport de l'EBE au capital d'exploitation, constitue une mesure plus pertinente pour comparer la profitabilité des PME à celle des autres entreprises. La rentabilité brute d'exploitation est plus élevée en moyenne pour les petites et moyennes entreprises que pour les autres entreprises de la base productive. Ce constat demeure lorsque l'on mesure une rentabilité prenant en compte les différences de durée d'amortissement selon les actifs (Picart, 2004 pour une description de la méthode). Cette meilleure rentabilité se retrouve dans les achats de sociétés, à travers une valorisation des actifs plus élevée pour les PME. Cette relation n'est pas monotone : la rentabilité serait maximale pour les petites entreprises (autour de 10 salariés) et décroîtrait à mesure que la taille de l'entreprise augmente, pour atteindre un minimum autour de 500 salariés⁸ (figure 17).

Ces résultats peuvent traduire un effet de sélection : plus dynamiques, les PME ont aussi une plus grande probabilité de faire faillite. A un moment donné, les petites entreprises survivantes doivent être les plus rentables pour supporter les chocs des premiers temps. Ce phénomène est renforcé par les difficultés d'accès au financement bancaire (encadré 2). Les institutions bancaires se montreraient plus sélectives dans l'attribution des prêts vis-à-vis des PME, ne finançant que les projets les plus sûrs. Les agents financiers sélectionneraient ainsi les entreprises à plus forte rentabilité, accentuant d'autant leurs chances de survivre et de croître.

7. Formellement, la rentabilité brute d'exploitation (soit l'excédent brut d'exploitation rapporté au capital d'exploitation) est égale au rapport du taux de marge et de l'intensité capitalistique (soit le capital sur la valeur ajoutée au coût des facteurs).

8. Pour plus de détail sur la mesure et l'analyse de la rentabilité d'exploitation des PME, voir le récent document de travail de l'Insee (Picart, 2008), sur lequel s'appuie cette troisième partie de l'étude.

17. Rentabilité d'exploitation, par taille d'entreprise (nombre de salariés)



Champ : entreprises indépendantes ou troncature française de groupes, année 2004.

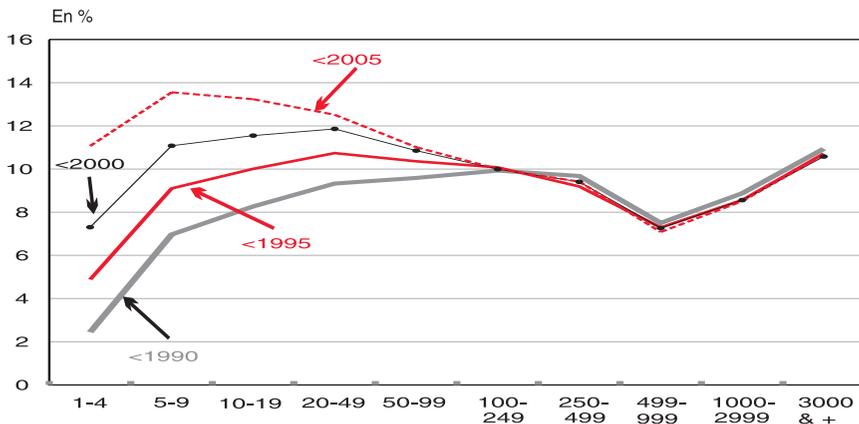
Source : Insee, fichiers BRN et enquête liaisons financières (LIFI).

PME : un statut ou un stade du cycle de vie de l'entreprise ?

Le sens de la relation entre rentabilité et taille peut sembler paradoxal. Une analyse plus fine, intégrant également l'âge de l'entreprise, conduit à nuancer ce diagnostic. Les PME plus rentables sont également les plus jeunes (*figure 18*) : pour les entreprises créées avant 1990, on observe au contraire une relation croissante entre rentabilité et taille. La baisse de la rentabilité est encore plus marquée pour les entreprises qui vieillissent sans s'agrandir (*Picart, 2008*). Les entrepreneurs consentent probablement des efforts particulièrement importants dans les premiers temps suivant la création d'entreprise pour se donner toutes les chances de perdurer et d'attirer des investisseurs. Avec le temps, les entreprises reviennent progressivement vers des niveaux de rentabilité plus « soutenables » à moyen terme.

Il est par ailleurs probable qu'un phénomène de sélection intervienne ici aussi. Les PME les plus dynamiques sont destinées à croître ; les plus rentables peuvent faire l'objet de rachats par des groupes. A terme, il est possible qu'elles ne soient plus comptabilisées comme PME.

18. Rentabilité d'exploitation, par taille d'entreprise, en fonction de la date de création de l'entreprise (médiane du taux de rentabilité)



Champ : entreprises indépendantes ou troncature française de groupes, année 2004.

Source : Insee, fichiers BRN et enquête liaisons financières (LIFI).

Encadré 2

L'accès des entreprises au crédit bancaire est-il contraint ?

Certaines entreprises peuvent se voir refuser un prêt bancaire, même si elles sont prêtes à accepter un taux d'intérêt élevé. Ce « rationnement du crédit » tient à l'existence d'incertitudes sur la qualité des projets financés. Tout prêt comporte en effet un risque, celui de ne pas être remboursé. En théorie, le montant d'un prêt intègre justement (outre le coût du refinancement sur les marchés bancaires et les frais de gestion) une prime de risque, censée tenir compte de ce risque de défaut de paiement.

L'établissement de crédit ne pouvant jamais parfaitement juger des perspectives effectives de réussite du projet, il est conduit à fixer une prime de risque individuelle permettant de couvrir les risques de non remboursement. En pratique, il ne pourra fixer que des taux moyens (par grande catégorie d'emprunteurs). Les « asymétries d'informations » entre prêteurs et emprunteurs créent cependant un classique phénomène d'« antisélection » : seuls les emprunteurs dont le projet est très risqué acceptent des taux d'intérêt élevés. Il est dès lors impossible à la banque de fixer un taux d'intérêt : trop élevé, il décourage les projets les plus sûrs ; trop faible, il sera insuffisant pour couvrir les défauts de paiement des projets les plus risqués. L'équilibre entre la demande et l'offre de prêt va donc se faire par les quantités, en l'occurrence une limitation du nombre de prêts : les emprunteurs *a priori* plus risqués sont rationnés. En pratique, la banque imposera des conditions d'obtention du crédit plus ou moins sévères (garanties sous forme d'hypothèques par exemple) selon le risque qu'elles pensent encourir.

Le problème de rationnement du crédit tient donc au déficit d'information des banques sur le profil exact des emprunteurs. Ce problème est particulièrement aigu pour les PME : même si les institutions bancaires développent des outils pour mieux évaluer les risques des entreprises (la Banque de France met à la disposition des banques un fichier détaillé d'informations sur les entreprises), ils ne sont pas toujours adaptés aux petites entreprises. Cette question est au centre des préoccupations des pouvoirs publics, qui y voient un frein au développement des PME.

Si la logique d'un rationnement du crédit est bien établie au niveau théorique, il est difficile d'en prendre la mesure empirique, puisque cela demanderait de disposer de données simultanées de l'offre et de la demande de crédit.

Quelques études récentes ont cependant tenté d'évaluer l'ampleur de ces contraintes en exploitant les modifications de l'environnement financier des entreprises liées à des événements indépendants de la santé économique des entreprises (« expériences naturelles »). Il s'agit de vérifier que des entreprises bénéficiant d'un accès plus facile au crédit, du fait d'un changement législatif par exemple, se sont développées plus vite que celles n'ayant pas été affectées par ces modifications.

Ainsi, Chaney et alii (2007) utilisent le boom immobilier qui a marqué l'Île de France dans les années 1990. Les entreprises propriétaires de terrains ont en effet profité d'une augmentation de la valeur des garanties qu'elles pouvaient offrir aux banques pour l'obtention d'un prêt. Selon Chaney et alii, ces entreprises auraient plus investi sur la période que les entreprises qui n'ont pas bénéficié de l'augmentation des prix immobiliers. Ce phénomène s'observe uniquement pour les entreprises indépendantes. Au sein des groupes d'entreprises, des marchés internes de capitaux peuvent en effet se substituer au financement bancaire.

Bach (2008) revient sur l'extension de l'éligibilité aux systèmes CODEVI aux PME du commerce et de l'industrie en 1993 et 1995 : celle-ci se serait traduit par une augmentation de 4 % de l'endettement des entreprises concernées. Lelarge et alii (2008) étudient également la possibilité pour de nouveaux secteurs de disposer d'aide à la création d'entreprises sous forme de garanties pour prêt bancaire (garantie Sofaris). D'après leurs résultats, les entreprises qui ont bénéficié de l'extension de l'éligibilité à ces prêts ont crû plus rapidement, tant en termes d'emploi que de capital. En revanche, on observerait également plus de faillites parmi ces entreprises, ce qui est conforme à l'intuition que les projets les plus risqués sont aussi les plus rentables en cas de réussite.

Ces différentes études mettent donc en évidence un rationnement du crédit sur les années quatre-vingt-dix. Utilisant un modèle de déséquilibre (modélisation simultanée de l'offre et de la demande de crédit), Aubier et Cherbonnier (2007) montrent que les PME auraient également rencontré des difficultés dans leur accès au crédit bancaire à la fin des années 1990 et particulièrement en 2001. D'après leur modèle, ces contraintes se seraient en revanche desserrées depuis 2003 : ce constat rejoint celui de Gabrielli (2007). La faiblesse des taux d'intérêt, des conditions d'octroi des banques plus souples, des mesures favorables au financement bancaire des petites entreprises (en particulier suppression du taux d'usure pour les entreprises

en 2003 puis en 2005 pour les entrepreneurs individuels) et la création de l'Oseo (issu de la fusion de l'Agence Nationale pour la Valorisation de la recherche - ANVAR et de la banque du développement des PME - BDPME) se sont traduites par une croissance des crédits bancaires des petites et moyennes entreprises.

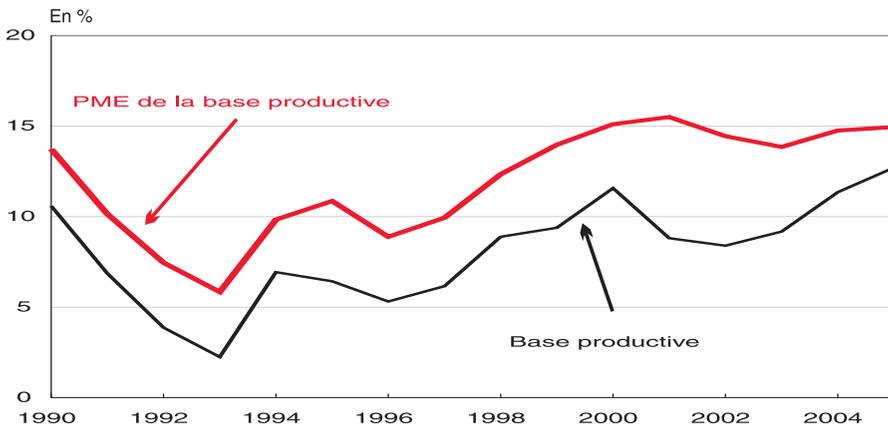
La nouvelle réglementation française issue de l'accord de Bâle II devrait selon Golitin (2007) avoir un effet positif sur l'accès des PME au financement bancaire. Il est cependant à craindre que la situation financière liée à la crise des subprime à l'été 2007 ne se traduise par un resserrement général de l'accès au crédit.

Dès lors, il n'est pas surprenant d'observer un profil décroissant entre âge et rentabilité pour les petites entreprises : au bout d'un certain temps, seules les moins rentables ne croissent pas.

Une situation financière des PME plutôt favorable

Rapporté aux fonds propres, le résultat net des PME s'est stabilisé depuis 2000 à un niveau élevé, échappant au tassement lié au dernier creux conjoncturel subi par les autres entreprises de la base productive⁹ (figure 19). Ce ratio est un indicateur de la rentabilité financière des PME, là encore plus élevée que pour le reste des entreprises françaises. A l'image de ce que l'on observe pour l'ensemble de la base productive, la rentabilité financière des PME

19. Résultat net sur fonds propres pour la base productive

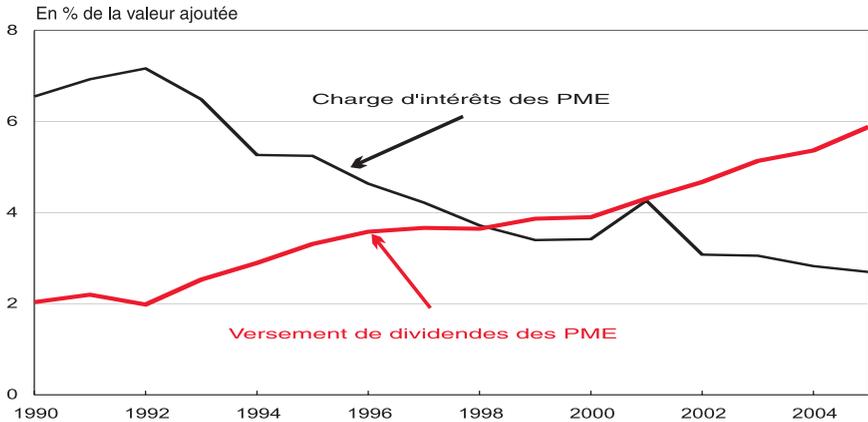


Champ : sociétés non-financières hors personnes physiques, sociétés déclarant au régime simplifié et immobilier.
Source : Insee, fichiers BRN et enquête liaisons financières (LIFI).

9. Ici, la comptabilisation des fonds propres ne peut théoriquement se faire proprement qu'à partir de comptes consolidés pour éviter les doubles comptes liés aux relations de groupe entre entreprises (annexe). La restriction aux seules entreprises de la base productive permet d'échapper à ce problème de doubles comptes sans nuire à la représentativité des résultats obtenus pour les PME.

s'est améliorée régulièrement durant les années 1990 du fait de la baisse des charges d'intérêt qui atteignent désormais un niveau historiquement bas, reflet du repli notable des taux d'intérêt durant cette période (figure 20).

20. Charge d'intérêts et versement de dividendes des PME



Champ : sociétés non-financières hors personnes physiques, sociétés déclarant au régime simplifié et immobilier.
Source : Insee, fichiers BRN et enquête liaisons financières (LIFI).

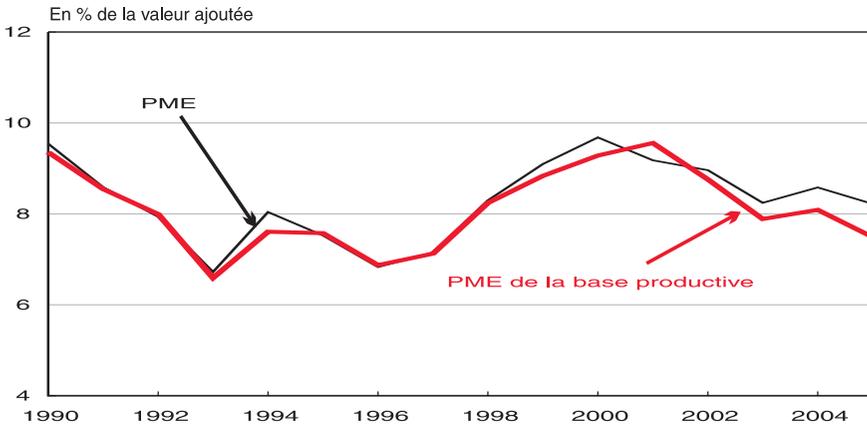
L'amélioration de la solvabilité des PME résulte également du désendettement engagé au sein des PME depuis les années 1990, mouvement qui prendrait fin en 2002, même si la mesure d'un endettement net des PME est par nature plus fragile. Depuis, l'endettement des PME serait resté globalement stable, contrairement à l'ensemble des entreprises.

Le précédent exercice d'examen des ratios économiques et financiers des entreprises françaises mettait en évidence, au sortir des années 1990, l'assainissement de la situation financière des entreprises indépendantes, la dégradation du taux d'endettement global étant essentiellement le fait des grands groupes (Insee, 2003). Plus précisément, la dette est concentrée au niveau des pôles de contrôle, dont les ressources sont essentiellement d'ordre financier. Ces sociétés s'endettent en procédant à des opérations de croissance externe dans le cadre de l'internationalisation des groupes (Picart, 2003). En retour, les autres filiales de la base productive supportent indirectement le poids de cette dette par une distribution accrue de dividendes. Ce constat reste vrai aujourd'hui : lorsque l'on se restreint aux entreprises de la base productive, le niveau d'endettement tend à se replier lentement depuis 1993, tandis que la proportion de dividendes versés croît.

Sur la période récente, on constate une accélération des flux bruts de dividendes versés par les PME (figure 20). La comptabilité d'entreprise ne permettant pas de reconstituer des flux nets (en retranchant les flux de dividendes reçus par les SNF) comparables au concept de comptabilité nationale utilisé plus haut, une partie de cette évolution peut s'expliquer par ces mouvements internes de capitaux (même si les PME sont par définition moins concernées par ces phénomènes de groupe). Des pratiques plus généreuses pour les actionnaires et, dans une moindre mesure l'essor des LBO, constituent les autres pistes de nature à expliquer l'augmentation des flux de dividendes. L'augmentation des dividendes versés a pour conséquence une réduction de l'épargne des filiales de la base productive sur la période 1990-2005. L'épargne des entreprises (ou autofinancement) représente ce qu'il reste des ressources dégagées au cours de l'exercice après rémunération de l'ensemble des partenaires : la progression structurelle des dividendes dans l'utilisation du résultat vient ainsi comprimer l'épargne des entreprises.

Les PME semblent avoir mieux résisté à cette « pression » sur leur capacité d'autofinancement. Si leur taux d'épargne s'est infléchi depuis 2001, il reste à un niveau comparable au niveau moyen des années 1990, suggérant que les mouvements observés reflètent surtout des fluctuations conjoncturelles autour d'un socle d'épargne relativement stable sur longue période. La distinction entre base productive et pôle de contrôle au sein des PME (qui permet de mieux prendre en compte les ponctions opérées sur la base productive par les flux financiers internes aux groupes) n'amène pas à réviser fortement ce constat (figure 21).

21. Épargne (ou autofinancement) des entreprises de la base productive



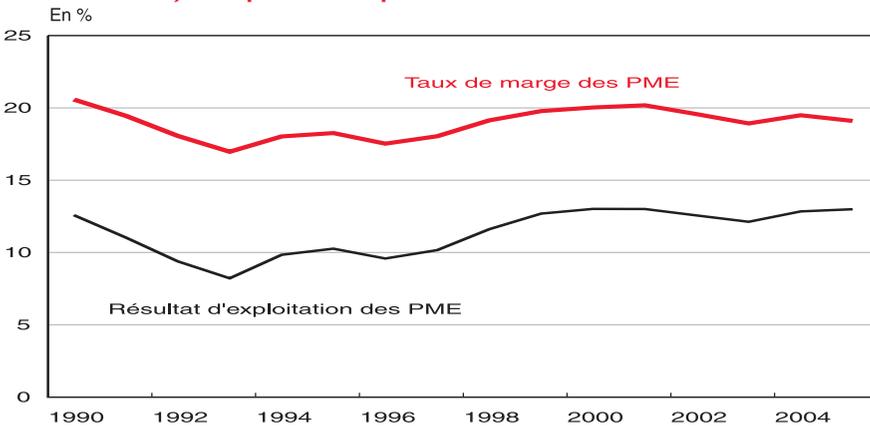
Champ : sociétés non-financières hors personnes physiques, sociétés déclarant au régime simplifié et immobilier.
Source : Insee, fichiers BRN et enquête liaisons financières (LIFI).

Repli modéré des profits des PME depuis 2000

Les évolutions de la valeur ajoutée et du résultat d'exploitation des PME coïncident globalement avec le cycle conjoncturel de l'économie française : un recul de l'activité entre 1990 à 1993, suivi d'une phase d'expansion jusqu'en 2001 et ralentissement depuis.

Depuis dix ans, le taux de marge des PME est globalement stable autour de 19 % mais il connaît un léger fléchissement de l'ordre de 1 point entre 2001 et 2005 (figure 22). Parallè-

22. Taux de marge et part du résultat d'exploitation dans la valeur ajoutée pour la base productive des PME



Champ : sociétés non-financières hors personnes physiques, sociétés déclarant au régime simplifié et immobilier.
Source : Insee, fichiers BRN et enquête liaisons financières (LIFI).

lement, la part du résultat d'exploitation dans la valeur ajoutée, après avoir fortement progressé, tend à se stabiliser au cours des cinq dernières années.

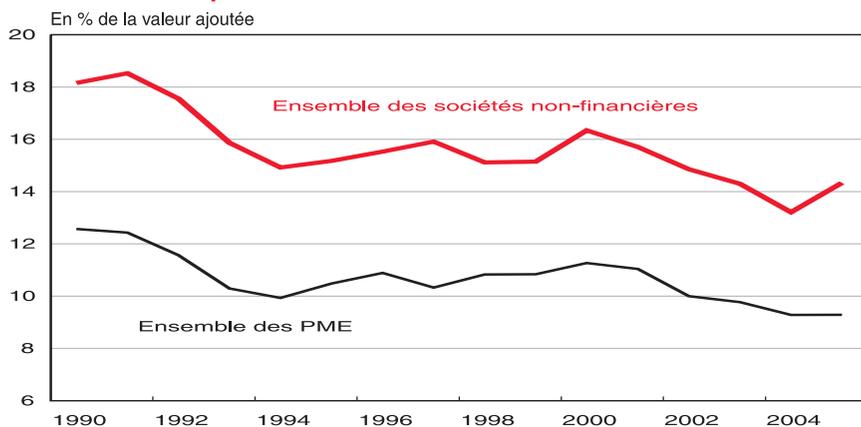
Ce profil « plat » de la part du résultat net dans la valeur ajoutée distingue les PME du reste des entreprises, où il passe par un point bas en 2002 pour se redresser ensuite rapidement. Cette évolution pourrait résulter de la structure sectorielle de la base productive : les évolutions du résultat net seraient moins liées au cycle global du fait de la surreprésentation d'entreprises de la construction et des services, secteurs par nature moins exposés à la concurrence internationale et aux cycles d'activité qui en découlent.

Un taux d'investissement des PME moins dynamique que pour l'ensemble des SNF

La meilleure profitabilité des PME ne se traduit pas par un investissement plus soutenu : le niveau d'investissement rapporté à la valeur ajoutée est plus faible pour les PME que pour l'ensemble des entreprises françaises. La comptabilité d'entreprise permet de retrouver le diagnostic d'un raffermissement de l'investissement de l'ensemble des SNF ces dernières années, même s'il faut souligner la difficulté à mesurer de façon fiable avec les données individuelles d'entreprises¹⁰ l'investissement incorporel des entreprises (logiciels, actifs artistiques et littéraires, prospection géologique et minière). Pour les PME au contraire, après une période de relative stabilisation autour de 14 %, aux fluctuations conjoncturelles près, le taux d'investissement total (corporel et incorporel) peine à se redresser depuis 2001.

Ce manque de ressort est particulièrement net dans le cas du taux d'investissement corporel des PME (logements et bâtiments, machines et équipements, actifs cultivés), dont la mesure est plus robuste en comptabilité d'entreprise. Alors qu'il avait un profil comparable à celui de l'ensemble des SNF, il ne se redresse pas lors de la reprise économique récente, et devient inférieur au niveau plancher de 10 % de la valeur ajoutée atteint en 1994 (figure 23). Ce mouvement se retrouve dans la plupart des secteurs d'activité, à l'exception de celui du commerce (figure 24).

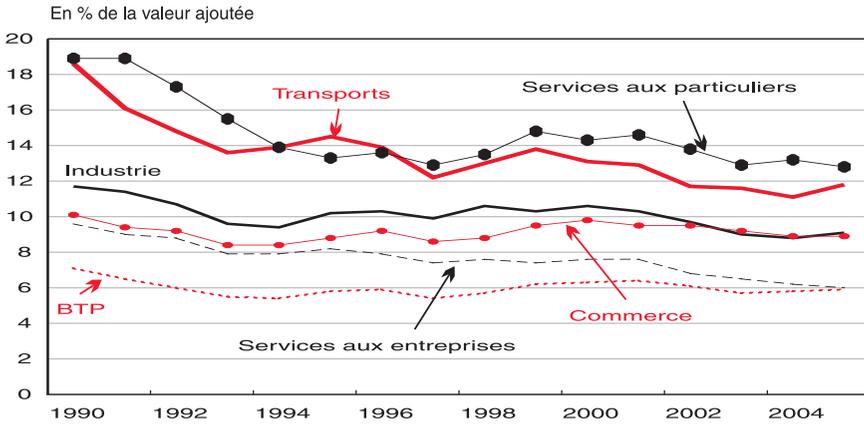
23. Investissements corporels des PME et de l'ensemble des SNF



Champ : sociétés non-financières hors personnes physiques, sociétés déclarant au régime simplifié et immobilières.
Source : Insee, fichiers BRN et enquête liaisons financières (LFI).

10. Des écarts significatifs peuvent apparaître sur la mesure d'un même concept avec les deux sources que nous mobilisons (comptabilité nationale principalement en première partie, comptabilité d'entreprise ici). En particulier, si le contenu des immobilisations corporelles épouse celui de la FBCF de la comptabilité nationale, les investissements incorporels enregistrés directement par les entreprises dans leur comptabilité doivent être corrigés, notamment pour en écarter les fonds de commerce (annexe).

24. Investissements corporels des PME par secteur



Champ : sociétés non-financières hors personnes physiques, sociétés déclarant au régime simplifié et immobilier.
Source : Insee, fichiers BRN et enquête liaisons financières (LIFI).

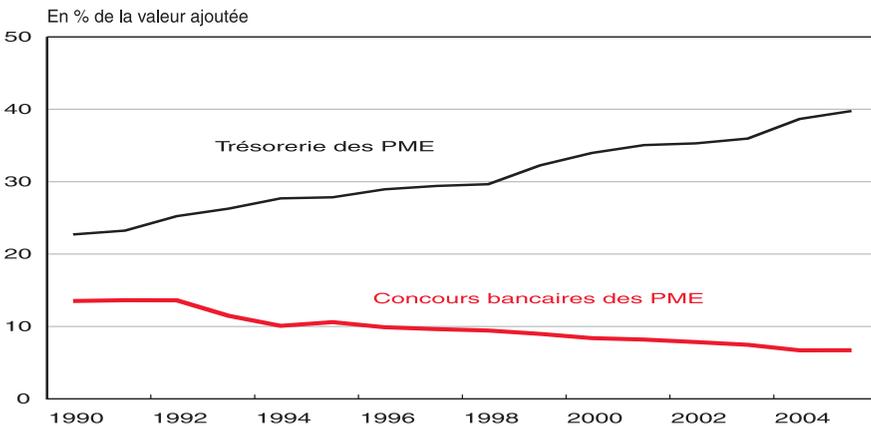
Les PME accroissent leur trésorerie

La part de la trésorerie dans l'actif des PME de la base productive progresse plus vite que pour les autres entreprises de la base productive. Ceci ne reflète pas un autofinancement croissant car l'endettement reste le mode de financement privilégié de l'investissement.

Les marges de trésorerie peuvent être utilisées par les entreprises pour faire face aux chocs conjoncturels et aux imprévus pouvant conduire à des difficultés financières temporaires. Sur la période récente, ce comportement de précaution s'accroît chez les PME alors qu'il tend plutôt à se stabiliser depuis 2000 pour les autres entreprises. Chez les PME, l'analyse détaillée des comptes d'entreprise semble bien montrer un recours accru à la trésorerie en cas de chocs négatifs (Picart, 2008).

Ce comportement peut faire écho aux difficultés rencontrées par les PME pour accéder au crédit de court terme auquel elles peuvent recourir face à une situation financière temporairement dégradée (encadré 2). Les PME se constitueraient un « matelas » de trésorerie, ré-

25. Trésorerie et concours bancaires des PME



Champ : sociétés non-financières hors personnes physiques, sociétés déclarant au régime simplifié et immobilier.
Source : Insee, fichiers BRN et enquête liaisons financières (LIFI).

serve mobilisable en cas de choc transitoire, pour éviter d'avoir à solliciter un endettement de court terme cher ou difficile à obtenir. Les contraintes sur les découverts sont en effet particulièrement sévères pour les PME (voir par exemple *Gabrielli, 2007*). En outre, l'évolution des délais de paiement des PME en 2006 et 2007 a été plutôt défavorable aux petites entreprises, suggérant un possible rebond de leur besoin en fonds de roulement, après une longue période de repli tendanciel : « les clients [...] des PME ont plutôt tendance à augmenter leurs délais de règlement, alors que ces mêmes entreprises règlent leurs fournisseurs dans les mêmes délais » (*Banque de France, 2007*). On observe en retour un repli rapide du poids des concours bancaires, reflet des dettes de court terme des PME, qui diminue de moitié en quinze ans (*figure 25*). En volume, la baisse des concours bancaires représente la moitié de la hausse de la trésorerie des PME de la base productive. ■

Annexe

Cadre d'analyse, sources et mises en garde méthodologiques

La comptabilité nationale donne une représentation globale du fonctionnement de l'économie à travers certains agrégats. Sur le champ des sociétés non-financières auquel se restreint cette étude, elle adapte aux besoins de l'analyse économique la comptabilité d'entreprise, conçue pour la gestion et l'élaboration du résultat fiscal.

Le passage de la comptabilité d'entreprise à la comptabilité nationale ne se limite pas à une simple agrégation des comptes sociaux, ces deux comptabilités ne reposant pas sur les mêmes concepts et les mêmes principes d'évaluation.

Définition des variables comptables

L'analyse des performances économiques des entreprises repose sur l'étude de différents soldes de gestion, caractéristiques intermédiaires du compte de résultat.

La **production** agrège le chiffre d'affaires (production vendue), la production stockée et la production immobilisée. La valeur de la production varie selon trois effets : les variations de prix (inflation, pression concurrentielle), les variations de volumes (facteurs influençant les débouchés, rôle de l'innovation) et les modifications de

gammes (composition des ventes, rôle de l'innovation). Si les analystes financiers raisonnent volontiers en termes de chiffre d'affaires d'une entreprise, ce résultat n'est pas sommable d'une entreprise à l'autre ; en effet, il intègre le montant des consommations intermédiaires, qui regroupent les achats de matières premières et les achats d'approvisionnement.

La **valeur ajoutée brute**, solde de la production de l'exercice (corrigée de la marge commerciale pour les activités de distribution) et des consommations intermédiaires, permet de contourner cet écueil. La valeur ajoutée brute ne prend pas en compte la consommation de capital fixe (usure des bâtiments, des machines utiles à la production). Elle s'interprète comme la richesse directement créée par l'entreprise. La productivité apparente du travail se mesure par le rapport de la valeur ajoutée à l'effectif salarié.

La comptabilité nationale produit une valeur ajoutée brute dite *aux prix de base* pour les entreprises. Toutefois, dans une logique d'analyse du partage de la valeur ajoutée, il est bon de disposer d'un concept de **valeur ajoutée au coût des facteurs**, qui se décompose exactement en la somme des rémunérations salariales versées (y compris cotisations sociales) et de l'excédent

brut d'exploitation (voir plus loin). Ceci revient à déduire de la valeur ajoutée aux prix de base le solde des impôts versés et subventions reçues sur la production, ce qui augmente le taux de marge.

La valeur ajoutée pourrait être appréhendée comme le solde à partir duquel les différents partenaires de l'entreprise (personnel, État, créanciers et actionnaires) vont être rémunérés. Cependant, très souvent, la valeur ajoutée est loin de représenter la seule source de revenus de l'entreprise. La montée en puissance, en particulier dans les grands groupes, des produits financiers (revenus des placements financiers et dividendes versés par les filiales) et des produits exceptionnels (plus-values sur cessions d'immobilisations en particulier) n'autorise guère une telle interprétation en termes de partage des richesses. La valeur ajoutée garde néanmoins le mérite de donner une vision objective de l'activité productive courante des entreprises, hors sphère financière et exceptionnelle. À ce titre, elle apparaît au dénominateur de nombreux ratios économiques.

L'**excédent brut d'exploitation** (EBE) est obtenu en retranchant de la valeur ajoutée brute les charges de personnel et le solde des impôts et subventions sur la production. Il permet de déterminer la rentabilité de l'exploitation courante de l'entreprise. Net des reprises, dotations aux amortissements et des provisions, ce solde devient le résultat d'exploitation.

Dans les charges financières, sont inclus les **intérêts de la dette**. Le poids des intérêts renseigne sur le niveau et le coût de l'endettement. Les produits financiers perçus proviennent des placements financiers de l'entreprise et des remontrées de dividendes de ses filiales. Le résultat financier, différence entre ces produits et les charges financières, est le plus souvent négatif pour les sociétés non-financières.

Le **résultat courant avant impôt**, somme du résultat d'exploitation et du résultat financier, dégage le résultat de l'entreprise, hors impôts sur les bénéfices et résultat exceptionnel : il autorise une interprétation comparative en fonction de la structure financière. Le résultat exceptionnel est le solde entre produits et charges exceptionnelles. De la somme du résultat courant avant impôt

et du résultat exceptionnel, se déduit le **résultat net comptable**.

Bilan simplifié

La présentation, sous forme de **bilan**, des comptes d'une entreprise permet de donner une image complète de sa situation à un instant donné, au niveau de son activité (actif) et des sources permettant de la financer (passif). La somme de l'actif est égale, par construction, à la somme du passif. À la différence du **compte de résultat**, qui s'attache à décomposer les flux générés par l'activité de l'entreprise au cours d'un exercice, le bilan décrit ses stocks à un instant donné, au début ou à la fin de l'exercice. Contrairement au compte de résultat, le bilan ne reflète pas la capacité de l'entreprise à dégager des profits. Il reflète plutôt sa capacité à continuer à exister.

L'**actif** est décomposé en trois grandes catégories : les immobilisations, le besoin en fonds de roulement et la trésorerie. Les **immobilisations** correspondent au capital détenu par l'entreprise : il peut s'agir de machines ou de bâtiments (immobilisations corporelles), de marques, de brevets ou de survaleurs (immobilisations incorporelles) ou encore de titres de participation dans d'autres entreprises (immobilisations financières).

L'entreprise produit des biens à partir de consommations intermédiaires. L'achat de ces consommations intermédiaires et la vente de la production ne se faisant pas à un même moment, les transferts monétaires associés à ces opérations génèrent des créances ou des dettes. Le **besoin en fonds de roulement** mesure le montant des actifs circulants qui n'est pas financé par des passifs de même nature : la différence entre les deux crée un besoin de financement permanent. Lorsque ce solde est positif, il s'agit d'un actif de l'entreprise, le plus souvent disponible à moyen terme, à la date de règlement des factures des clients ou des fournisseurs.

La **trésorerie** correspond à la liquidité immédiatement disponible. Elle doit être positive pour permettre à l'entreprise de faire face à ses obligations à court terme. Dans le cas contraire, l'entreprise doit impérativement augmenter son passif, c'est-à-dire trouver des sources de financement, ou bien céder des actifs pour que la tré-

sorerie redevienne positive. Si elle ne le peut pas, elle est déclarée en faillite.

Le **passif** correspond aux ressources de l'entreprise. Il est principalement constitué de deux postes : les dettes bancaires et financières et les ressources propres. Les **dettes bancaires et financières** sont les dettes émises auprès des établissements de crédit ou sur le marché sous forme d'obligations.

On distingue parmi les **ressources propres** les provisions pour risques et charges, correspondant à des dépenses exigibles à court et moyen terme, et les fonds propres (également appelés capitaux propres). Les **fonds propres** correspondent au produit de la vente des actifs diminué du remboursement de l'ensemble des dettes et autres dépenses exigibles (provisions). Ils représentent le montant à distribuer aux actionnaires en cas de liquidation de l'entreprise. Les fonds propres peuvent être nuls, voire négatifs. Dans ce cas, l'entreprise doit rapidement rééquilibrer la structure de son bilan.

Définition des indicateurs de comptabilité nationale retenus pour l'analyse

Les indicateurs retenus ici sont ceux rendus disponibles par la comptabilité nationale, suivant la nomenclature du Système Européen des Comptes, ou SEC95. Le champ retenu est celui des sociétés non-financières (SNF, secteur S11 du SEC95). Ces données, qui illustrent le comportement type moyen d'une entreprise française, permettent de construire la plupart des grandeurs comptables et les ratios économiques et financiers mobilisés par notre analyse.

Le **taux de marge** est défini comme le rapport de l'EBE à la valeur ajoutée au coût des facteurs. Il indique schématiquement le partage de la valeur ajoutée entre les deux principaux facteurs de production que sont le travail et le capital, autrement dit entre les salaires et les profits d'exploitation. Les variations du taux de marge peuvent s'interpréter de différentes façons. Sur le court terme, une baisse du taux de marge rend souvent compte d'une baisse de l'activité de l'entreprise. Sur le long terme, les évolutions du taux de marge peuvent refléter des modifications de nature technologique (introduction de nouvelles technologies nécessitant plus de travail qualifié et moins de capital) ou organisa-

tionnelle (modification de l'équilibre des rapports de force lors des négociations salariales).

Le **taux de rentabilité économique** rapporte un résultat économique (par exemple, le résultat d'exploitation) au montant des capitaux investis (par exemple, le total des immobilisations). Il rend compte à la fois du dynamisme commercial de l'entreprise et de la qualité de son organisation interne. Ce ratio ne prend pas en compte la situation financière de l'entreprise. Pour financer les capitaux investis permettant de produire l'excédent brut d'exploitation, l'entreprise a pu s'endetter auprès d'établissements de crédit ou du marché. Le coût de cette dette est intégré dans le résultat de l'entreprise. Le **taux de rentabilité financière** rapporte un résultat net (par exemple, le résultat courant avant impôts) aux fonds propres. Il évalue la capacité de l'entreprise, rapportée à ses fonds propres, à dégager des bénéfices. Il s'exprime en fonction de l'écart entre le taux de rentabilité économique et le coût de l'endettement.

La définition du **taux d'endettement** que nous retenons dans cette étude rapporte l'encours de dette nette des entreprises à la valeur ajoutée au coût des facteurs. Souvent utilisé dans la communication financière, ce ratio renseigne sur le niveau d'endettement. Son interprétation économique est toutefois délicate, car ce ratio rapporte un stock à un flux.

Pour cette raison, le taux d'endettement s'entend aussi comme le rapport des dettes financières et bancaires aux fonds propres. Sous cette forme, il renseigne sur la structure de bilan des entreprises mais ne permet pas d'apprécier leur niveau d'endettement. Le taux d'endettement joue dans ce cas un rôle de « levier » : il amplifie de façon positive ou négative l'écart entre la rentabilité financière et la rentabilité économique. Cet indicateur a ainsi le mérite d'illustrer à la fois la performance de l'entreprise, à travers le taux de rentabilité économique, et la structure de financement de l'entreprise, à travers le taux d'endettement. Ainsi, une entreprise ayant une rentabilité économique élevée par rapport au taux d'intérêt offert aura intérêt à s'endetter et à accumuler du capital. Au contraire, une entreprise ayant une rentabilité économique plutôt faible par rapport à ce taux d'intérêt va limiter son endettement.

Le **ratio d'insolvabilité** d'une entreprise est évalué par le rapport du montant net des intérêts versés au titre de la dette à l'EBE. Une entreprise s'étant endettée sur la base d'une rentabilité économique anticipée élevée peut, si ce niveau de rentabilité s'avère plus faible que prévu, être confrontée à des problèmes d'insolvabilité, le résultat d'exploitation étant insuffisant pour couvrir la charge de la dette. L'insolvabilité mesure un risque lié au processus d'exploitation. Cette notion est toutefois insuffisante pour appréhender les problèmes de trésorerie : une entreprise peut être parfaitement solvable, compte tenu de son actif, et être incapable de faire face à ses engagements lors d'une échéance, faute d'actif disponible. Elle se trouve alors en état de cessation des paiements. Aux termes de l'article L.621-1 du code de commerce, la matérialisation de l'état de cessation des paiements est « l'impossibilité de faire face au passif exigible avec l'actif disponible ».

Au total, le niveau d'endettement optimal pour une entreprise peut être conceptuellement défini par l'arbitrage entre rentabilité économique, coût de la dette et risque d'insolvabilité. Sa mesure reste cependant très difficile, y compris avec des données fines de comptabilité d'entreprise.

L'**autofinancement**, ou épargne brute, mesure les ressources dégagées en cours d'exercice et restant à la disposition de l'entreprise, une fois rémunéré l'ensemble de ses partenaires : employés (coût salarial et participations), créanciers (charge d'intérêt), actionnaires (dividendes versés) et État (impôt sur les bénéfices). Le **taux d'épargne** rapporte l'autofinancement à la valeur ajoutée au coût des facteurs.

C'est dans son « épargne » que l'entreprise pioche pour financer ses investissements. Traditionnellement, ceux-ci sont évalués à partir du **taux d'investissement** qui rapporte la formation brute de capital fixe (FBCF) à la valeur ajoutée au coût des facteurs. Le financement de l'investissement se fait donc pour partie par autofinancement (recours à l'épargne brute), que vient compléter l'endettement (bancaire ou obligataire) ou de nouveaux appels de fonds auprès des actionnaires. Le **taux d'autofinancement** permet d'appréhender les poids respectifs de ces deux canaux de financement, en rapportant l'é-

pargne brute à la FBCF. Il représente le taux de couverture potentielle de l'investissement par un financement propre à l'entreprise.

La notion de groupes et ses implications pour la mesure de l'endettement financier

La mesure de l'endettement à partir des comptes des entreprises se heurte à plusieurs écueils, dont le plus important est l'existence de doubles comptes liés aux flux entre entreprises d'un même groupe (Picart, 2003) : fonds propres et dettes sont largement surestimés lorsque l'on procède à une simple agrégation des comptes sociaux des entreprises, comme c'est le cas en comptabilité nationale. Seule l'agrégation de comptes consolidés au niveau des groupes permettrait de remédier à ce problème de manière satisfaisante (Commissariat Général du Plan, 2002).

En outre, l'internationalisation des périmètres d'activité et le choix d'un indicateur permettant d'apprécier le niveau d'endettement au regard du reste de la situation de l'entreprise compliquent également la tâche. Porter la valeur ajoutée au dénominateur se traduit ainsi par une inadéquation entre les champs couverts au numérateur et au dénominateur. En effet, l'endettement sert en partie à financer l'internationalisation, source de revenus futurs en provenance de l'étranger, et la valeur ajoutée est relative aux sociétés françaises, excluant les filiales étrangères.

L'utilisation d'un « stock » au dénominateur est encore plus problématique. Les fonds propres sont trop sensibles aux doubles comptes et les immobilisations non-financières, si elles sont sommables, ignorent les actifs des filiales étrangères. L'usage de comptes consolidés permet d'éviter ces deux écueils. En effet, les comptes consolidés d'un groupe agrègent les comptes de toutes ses entreprises, à travers le monde, sans double compte (consolidation). Mais ils ne permettent pas de porter un diagnostic sur l'économie française. La déconnexion entre l'activité mondiale des grands groupes cotés et leur activité en France est en effet de plus en plus manifeste.

Nous ne disposons par de comptes consolidés au niveau de l'ensemble du secteur des sociétés non-financières pour la France, ce qui rend diffi-

cile l'étude de l'endettement des entreprises à partir des comptes nationaux (figure A). Pour remédier partiellement à ce problème, le **taux d'endettement** des entreprises est étudié ici à partir du concept de dette nette, rapportée à la valeur ajoutée au coût des facteurs. L'encours de dette est la somme des postes « crédits » et « titres hors actions » du passif financier des SNF, corrigé des mêmes postes enregistrés à l'actif financier des SNF.

Une typologie affinée à partir des comptes sociaux des entreprises

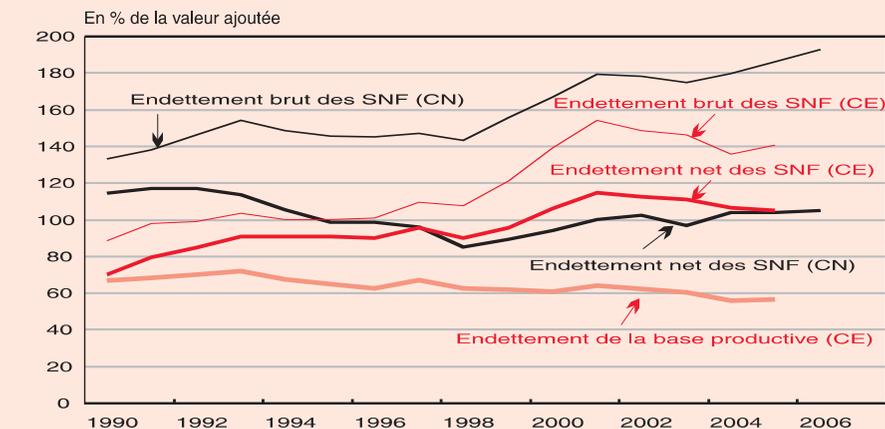
Les entreprises qui appartiennent à des groupes n'apparaissent pas comme des entités économiques autonomes, les orientations stratégiques et organisationnelles étant prises au niveau du groupe. C'est pourquoi les analystes financiers ne s'intéressent pas aux comptes sociaux des différentes entreprises d'un groupe, mais aux comptes consolidés de la tête de groupe. Le périmètre de consolidation peut déborder du cadre national. Dans le cadre de l'étude des PME notamment, la prise en compte de la dimension de groupe est essentielle. Construire un discours fondé uniquement sur la taille des sociétés mènerait à des résultats difficiles à interpréter : parmi les petites entreprises figureraient notamment des holdings employant peu de salariés, mais possédant un grand nombre de filiales et disposant d'importantes ressources financières.

Le diagnostic sur la situation des PME, décrit dans la seconde partie de l'étude, est établi à partir des comptes sociaux des entreprises imposées au régime du Bénéfice Réel Normal (BRN). Le fichier BRN et l'enquête liaisons financières (LIFI) de l'Insee sont les deux sources permettant de reconstituer les groupes d'entreprises. Le fichier BRN contient chaque année les informations comptables (bilan et compte de résultat) de plus de 600 000 entreprises soumises à l'impôt sur le revenu au titre des Bénéfices Industriels et Commerciaux (BIC) et imposées au régime du Bénéfice Réel Normal (BRN). L'enquête LIFI permet de déterminer les relations financières qui lient les entreprises et d'identifier les têtes de groupe.

En termes économiques, un **groupe d'entreprises** est défini comme l'ensemble des sociétés contrôlées majoritairement, directement ou indirectement, par une même société dite « tête de groupe », qui elle-même n'est contrôlée par aucune autre société mais fait aussi partie du groupe. Une même entreprise ne peut appartenir à deux groupes distincts.

En pratique, on retient les entreprises des groupes non-financiers, c'est-à-dire ceux dont les sociétés non-financières représentent plus de 50 % des effectifs et plus de 50 % de la valeur ajoutée. L'ensemble de ces entreprises doit appartenir au fichier BRN. Sont retirées les personnes physiques (entrepreneurs individuels), les entreprises de l'immobilier et celles soumises au régime

A. Taux d'endettement, différentes mesures



simplifié pour lesquelles une des variables suivantes est manquante : effectif, valeur ajoutée, excédent brut d'exploitation, autofinancement, investissement net des cessions, ressources propres (fonds propres et provisions pour risques et charges), endettement et frais financiers. La notion de groupe correspond en outre à une réalité économique qui se limite aux groupes privés français. Enfin, une entreprise n'appartenant pas à un groupe est dite **entreprise indépendante**.

Au sein de ces entreprises, on distingue deux sous-populations : une **base productive** (BP) dont les revenus proviennent essentiellement de l'activité d'exploitation et un **pôle de contrôle** (PC) dont les revenus sont essentiellement financiers. Le choix du seuil de partage entre ces deux composantes se fait en optimisant l'arbitrage entre deux objectifs contraires : regrouper le plus de salariés possible dans la BP ; minimiser les liens financiers internes à la BP. Finalement, la BP regroupe 94 % des effectifs, tandis que le PC, avec 6 % seulement des effectifs, a des fonds propres cumulés égaux à 70 % du total des fonds propres, indiquant l'ampleur des doubles comptes. Ce partage permet notamment d'établir la poursuite du désendettement de la base productive, les pics de l'endettement total des sociétés non-financières étant concentrés au niveau des pôles de contrôle des grands groupes (*figure A*).

Afin d'établir un diagnostic propre aux **Petites et Moyennes Entreprises (PME)**, on s'appuie sur la définition suivante du contour des PME : il s'agit d'entités indépendantes (entreprises ou petits groupes) ayant moins de 250 salariés au total. Cette définition est donc différente de celle qui ne considérerait que la taille de l'unité légale. Au sein de ces PME, il existe également un partage entre BP et PC : avec 3 % des effectifs, les pôles de contrôle détiennent 28 % des fonds propres.

Pour terminer, signalons que des écarts substantiels peuvent apparaître dans la mesure d'un même agrégat par les deux sources que sont la **comptabilité d'entreprise** (CE) retracée dans les BRN et la **comptabilité nationale** (CN). Les divergences qui peuvent apparaître -notamment pour la rentabilité, l'investissement ou l'autofinancement des SNF- s'expliquent souvent par les modes de valorisation des immobilisations retenus, coûts historiques et valeurs de marché coexistant à des degrés divers (*Berthier et Lecler, 1993, et Picart, 2004*). Par exemple, si la FBCF en actifs fixes corporels (CN, *figure 7*) s'identifie aux immobilisations nettes d'actifs corporels à l'exclusion des terrains, telles qu'elles figurent en CE, les immobilisations incorporelles enregistrées par les sociétés (CE) prennent en compte d'autres éléments (fonds de commerce) que ceux retenus par la CN dans le champ servant à estimer la FBCF en actifs fixes incorporels (*Magniez, 2007*). Les deux sources conduisent au même diagnostic sur l'ensemble de l'investissement, exception faite des années pour lesquelles les données sont encore provisoires (2006) ou non encore publiées (2007 pour la CE). Ce constat au niveau de l'investissement total masque cependant une divergence entre 2000 et 2006 sur les évolutions respectives de l'investissement corporel (plus dynamique en CN qu'en CE) et incorporel (moins dynamique en CN qu'en CE). Enfin, les dividendes reçus par les SNF pourraient être sous-estimés par la CN du fait de la difficulté à mesurer les revenus des filiales étrangères des sociétés françaises (*Bahuchet et Sicsic, 2008*). Ceci suggère que la progression du solde net des dividendes versés pourrait être en réalité plus modérée, atténuant d'autant le repli des taux d'épargne et d'autofinancement pour se rapprocher des tendances relevées par la comptabilité d'entreprise.

Pour en savoir plus

- Aubier M., « Impact de Bale II sur l'offre de crédit aux PME », *Revue Trésor-Éco* n° 13, avril 2007.
- Aubier M. et Cherbonnier F., « L'accès des entreprises au crédit bancaire », *Revue Trésor-Éco* n° 7, janvier 2007.
- Bach L., « Are small and medium-sized firms really credit constrained? Evidence from a French targeted credit programme », mimeo, 2008.
- Bahuchet M-A. et Sicsic P., « Mondialisation et mesure des revenus de la propriété entre la France et le reste du monde : le cas des dividendes », *12ème colloque de comptabilité nationale*, Insee, juin 2008 (http://www.insee.fr/fr/nom_def_met/colloques/acn/colloques_12/cnat_12.htm)
- Banque centrale européenne, « The euro area bank lending survey - january 2008 ».
- Banque de France, « Quels indicateurs pour la dette des entreprises françaises ? », *Bulletin mensuel de la Banque de France* n° 122, février 2004.
- Banque de France, « Rapport annuel de l'observatoire des délais de paiement », décembre 2007.
- Berthier C. et Lecler O., « Comptes d'entreprises et comptes nationaux : un rapprochement des diagnostics financiers », *Économie et statistique* n°268-269, 1993.
- Chaney T., Sraer D. et Thesmar D., « Collateral Value and Corporate Investment Evidence from the French Real Estate Market », *Document de travail de la DESE*, n°G2007/08, 2007.
- Commissariat Général du Plan, « L'appareil statistique français face aux groupes d'entreprises », *rapport présidé par Raoul Depoutot*, 2002.
- Eyraud L. et Jacquet-Saillard F., « L'internationalisation financière explique-t-elle l'aggravation des déficits ? », *Document de travail de la DGTPE* n° 2007/02, mars 2007.
- Fond Monétaire International, « Awash with cash : why are corporate savings so high? », *World Economic Outlook*, chap. 4, avril 2007.
- Cayssials J-L., Kremp E. et Peter C., « Dix années de dynamique financière des PME en France », numéro spécial " Petites et Moyennes Entreprises " du *Bulletin mensuel de la Banque de France* n° 165, septembre 2007.
- Gabrielli D., « L'accès des PME aux financements bancaires », numéro spécial " Petites et Moyennes Entreprises " du *Bulletin mensuel de la Banque de France* n° 165, septembre 2007.
- Golitin V., « Le financement des PME et la réforme de Bale II », numéro spécial " Petites et Moyennes Entreprises " du *Bulletin mensuel de la Banque de France* n° 165, septembre 2007.
- Insee, « La situation financière des entreprises françaises », *L'Économie française 2002-2003*.
- Lelarge C., Sraer D. et Thesmar D., « Entrepreneurship and Credit Constraints Evidence from a French Loan Guarantee Program », *Document de travail de la DESE*, Insee, à paraître 2008.
- Magniez J., « Inventaire des sources et des méthodes pour le calcul du revenu national brut de la France », *Notes méthodologiques sur la base 2000 des comptes nationaux*, Insee, n° 9, septembre 2007.
- OCDE, « Épargne et investissement des entreprises : évolutions récentes et perspectives », *Perspectives économiques de l'OCDE*, décembre 2007.
- Picart C., « Internationalisation et endettement des grands groupes français à la fin des années 1990 », *Économie et Statistique* n° 363-364-365, 2003.
- Picart C., « Évaluer la rentabilité des sociétés non-financières », *Document de travail de la DESE*, Insee, n° G2004/13, février 2004.
- Picart C., « Les PME françaises : rentables mais peu dynamiques ? » *Document de travail de la DESE*, Insee, n° G2008/01, février 2008.
- Raspiller S., « Le taux réduit d'impôt sur les sociétés pour les PME », *Revue Trésor-Éco* n° 23, novembre 2007.