

Evolution comparée des systèmes de financement : RFA, Royaume-Uni et Japon

André STRAUS

Chargé de recherche au CNRS

44

La cause semble entendue. Que l'on se plaise à leur reconnaître une place prééminente parmi les facteurs du développement économique ou qu'au contraire on souligne leur caractère second et seulement permissif, un assez large accord existe aujourd'hui pour penser que les systèmes financiers considérés dans leur fonction de mobilisation et d'allocation des ressources financières dans l'économie ont joué depuis au moins un siècle et demi un rôle non négligeable dans les vagues successives de croissance des économies de marché. L'appréciation des effets des systèmes financiers sur les performances de l'économie passe par la prise en compte des voies d'intégration des variables financières à l'économie réelle, définie comme production et échange de biens et services non financiers. Ces modes d'intégration et leur importance respective dépendent à la fois des volumes des flux financiers collectés et distribués par les marchés financiers aux différents secteurs de l'économie et de leur structure à travers les rapports organisés entre agents financiers et non financiers d'une part, entre agents financiers eux-mêmes d'autre part.

Or pour autant que les concepts analytiques et les instruments de mesure traditionnels des activités financières, en tant qu'agencement au plan national des flux de dettes et de créances, conservent leur pertinence dans une époque d'internationalisation croissante de ces flux, les systèmes financiers nationaux possèdent encore actuellement des caractères bien spécifiques. Bien que dotés d'une très grande flexibilité et d'une capacité d'adaptation certaine comme en témoignent leurs modifications depuis plus d'une décennie, les systèmes financiers nationaux n'en possèdent pas moins, quoique de manière variable, un degré d'inertie qui s'explique par la persistance de relatives rigidités institutionnelles, réglementaires ou spécifiques à leur activité de production de services financiers. Cette inertie s'explique aussi par les tendances lourdes des comportements des ménages, des administrations publiques et des entreprises en matière financière, et donc en dernier lieu par l'histoire des flux financiers. De fait, les changements relativement rapides de ces flux en termes d'origine et d'affectation des ressources ou en termes

d'instruments et de procédés, changements favorisés par la vague de déréglementation et d'innovations qui a accompagné la vive expansion de la sphère financière, ne se sont traduits que beaucoup plus lentement au plan des stocks d'actifs et de passifs financiers détenus par les différents secteurs, lenteur qui rend compte de spécificités nationales des modes de financement encore assez bien marquées malgré une tendance certaine à l'homogénéisation.

C'est sur l'efficacité économique de trois de ces systèmes financiers que nous voudrions nous interroger, en centrant plus précisément la réflexion sur les modes de financement des entreprises au Royaume-Uni, en RFA, et au Japon depuis la Seconde Guerre mondiale. Compte tenu de la diversité des sources statistiques qui renvoie en dernière analyse à l'hétérogénéité des conditions socio-économiques et des problématiques qui ont présidé à la mise en place des instruments et des mesures jugées nécessaires à l'information économique dans chaque pays, toute comparaison internationale s'avère périlleuse. Aussi les données chiffrées utilisées n'auront-elles ici de valeur qu'indicative et ne serviront-elles qu'à rappeler un certain nombre d'hypothèses dont la validité nécessiterait d'être testée à l'aide de mesures adéquates.

DES PERFORMANCES ÉCONOMIQUES DIFFÉRENCIÉES

Les performances des trois pays en terme de taux de croissance sont bien connues. Les chiffres rappellent l'importance en longue durée de la croissance japonaise et la faiblesse de la croissance britannique, la RFA occupant une situation intermédiaire ; ils marquent la rupture du début des années soixante-dix et l'ampleur de la décélération qui la suit ; ils mettent en évidence depuis le début des années quatre-vingt la nette amélioration de la croissance britannique dont les taux dépassent désormais ceux de la RFA.

45

TAUX DE CROISSANCE MOYEN ANNUEL DU PIB EN VOLUME

	JAPON	RFA	RU
1953-1973	9,7	5,7	2,9
1973-1980	4,1	2,2	0,9
1980-1986	3,6	1,5	1,9

Source : OCDE,
Comptes nationaux.

Parmi les phénomènes multiples qui concourent à rendre compte des profils différents de la croissance dans les trois pays, il faut souligner les rôles fondamentaux joués par l'intensité de l'investissement productif et par les capacités d'adaptation structurelle de l'appareil de production industrielle aux modifications de la demande intérieure et mondiale.

TAUX DE CROISSANCE DE LA FBCF

	1961-1970	1974-1980	1981	1982	1983	1984	1985	1986
Japon	15,4	3,5	3,3	0,9	-0,2	4,8	5,5	6,6
RFA	4,4	1,4	-4,8	-5,3	3,2	0,8	-0,3	3,3
RU	5,2	0,4	-9,4	4,1	5,9	9	1,8	0,6

Source : Wharton,
in Ramses 87-88,
p. 184.

1/LE DÉVELOPPEMENT DES ACTIVITÉS FINANCIÈRES

Ces différences dans le taux de croissance de la FBCF (Formation brute du capital fixe), fortes dans les années de croissance rapide, se sont amenuisées depuis le début de la crise, surtout dans les années quatre-vingt, et la permanence de forts écarts entre les taux d'investissement a eu tendance à s'affaiblir.

TAUX D'INVESTISSEMENT

	1961-1970	1974-1980	1981	1982	1983	1984	1985	1986
Japon	33	32	30,7	29,6	28,2	27,9	27,6	27,7
RFA	24,9	21,1	21,8	20,5	20,5	20,2	19,5	19,3
RU	18,5	19,2	16,4	16,2	16,2	17,4	17,1	17,1

Source :
Wharton.

L'inégalité des taux d'investissement persiste, mais de manière beaucoup plus nuancée si l'on exclut l'investissement résidentiel. On s'aperçoit qu'en effet le taux britannique est alors comparable au taux allemand, mais très inférieur au taux japonais.

INVESTISSEMENT NON RÉSIDENTIEL (en % du PIB)

	1955-1962	1963-1970	1971-1977	1978-1983
Japon	23	26,2	25,9	26,2
RFA	16,5	17,6	15,7	15,1
RU	13,2	14,7	15,3	14,9

Source : OCDE.
Études économiques,
1985, RU.

46

Dans la période de haute conjoncture (1960-1972), la FBCF manufacturière progresse ainsi de 185 % au Japon, de 37 % en RFA et de 25 % au Royaume-Uni¹, et en 1982 l'investissement en machines et équipements exprimé en pourcentage du PIB représente dans les trois pays respectivement 10,2 %, 7,8 % et 7,6 %². Ce moindre contraste entre la RFA et le Royaume-Uni en termes d'intensité de l'investissement productif laisse à penser que, dans cette dernière économie, la performance médiocre de l'industrie procède moins d'une insuffisance globale des ressources financières investies dans ce secteur que d'une mauvaise allocation entre branches industrielles, d'une utilisation inefficace du capital ou de la qualité médiocre de l'investissement. En effet l'intensité de l'effort d'investissement, condition nécessaire à la croissance, ne s'est pas répartie de manière identique entre les différentes branches et les trois pays ont témoigné d'aptitudes différenciées à la flexibilité de leurs structures industrielles, comme le montre la plus ou moins grande rapidité de l'ajustement structurel de leur industrie entre 1970 et 1985. L'ONU³ a établi des indices de changement structurels pour la période 1970-1987 (1985-1987 : prévisions) qui présentent une même hiérarchie que les taux de croissance moyens de l'industrie sur la même période.

On remarque cependant que l'indice de changement structurel relativement faible de l'Allemagne fédérale, du même ordre de grandeur que celui du Royaume-Uni, ne l'a pas empêché de connaître un taux de croissance appréciable depuis 1970. Ce qui montre qu'une forte réorientation des structures de la production industrielle, comme au Japon, n'a pas été depuis quinze ans le seul moyen de

1— OCDE, cité in Barou Y. : *Le Royaume-Uni, une économie à contre-courant*. Paris, Hatier, 1981, p. 40

2— OCDE, *Études économiques (1983-1984)*. Royaume-Uni, Janv. 1985.

3— ONUDI, *Industrie et développement dans le monde*. Vienne, rapport 1986, 1987.

TAUX DE CROISSANCE ANNUEL MOYEN INDICE DE CHANGEMENT STRUCTUREL

Japon	3,60	32,76
RFA	2,02	13,51
RU	- 0,01	12,79

Source : ONUDI, *Industrie et développement dans le monde, Rapport 1986*, Vienne, 1987.

maintenir la croissance de l'économie à un niveau satisfaisant. La RFA a su en effet maintenir dans la phase de croissance ralentie des années soixante-dix et de la première moitié des années quatre-vingt un avantage comparatif dans des secteurs où elle était traditionnellement forte par un effort continu de mise à jour technologique et d'amélioration des processus de production. L'économie britannique, à l'inverse, semble avoir éprouvé jusqu'au début des années quatre-vingt une grande difficulté à faire évoluer ses structures industrielles dans un sens la rendant apte à s'insérer sur les marchés (intérieur et extérieur) sans venir buter sur la contrainte d'équilibre des transactions extérieures.

EFFICACITÉ MARGINALE DE L'INVESTISSEMENT*

	1974-1979	1980-1984
Japon	11,3	13,6
RU	7,8	4,9
RFA	11,8	4,5

* Croissance du PIB divisée par la part de l'investissement dans le PIB.

L'orientation structurelle différenciée des investissements jointe à leur qualité et aux conditions spécifiques de leur utilisation contribue à expliquer les différences dans l'efficacité du capital investi comme en témoignent l'efficacité marginale de l'investissement, le chiffre de la production par unité de stock de capital net (qui était en 1980 moitié moindre au Royaume-Uni qu'en Allemagne fédérale)⁴, ou encore les taux de rendement du capital fixe.

47

TAUX DE RENDEMENT DANS L'INDUSTRIE MANUFACTURIÈRE*

	JAPON	RU	RFA
1965	33,3	14,5	23,2
1966	34,1	12,5	20,3
1967	36,9	12,3	20
1968	39	12,4	24,1
1969	39,4	12,1	24,8
1970	39,5	10,2	22
1971	34,1	10	19,6
1972	32,4	10,5	18,1
1973	32,4	10,5	18,4
1974	25	6	16,7
1975	18,5	4,5	14
1976	20,3	4,9	16,3
1977	19,7	8,1	16,2
1978	21,4	8,3	16,5
1979	21,2	5,4	17,3
1980	20,8	3,9	14

Source : OCDE, in *Économie européenne*, juil. 1984, p. 42.

* Excédent net d'exploitation en pourcentage du stock de capital aux coûts de remplacement.

4— OCDE. *Études économiques (1983-1984)*. Royaume-Uni. Janv. 1985.

1/LE DÉVELOPPEMENT DES ACTIVITÉS FINANCIÈRES

Dans quelle mesure les systèmes financiers du Japon, de la RFA et du Royaume-Uni ont-ils contribué à ces évolutions très diverses des performances économiques ? Après avoir rappelé les principales caractéristiques de ces systèmes, en particulier celles qui concernent les modes de financement des entreprises, on s'intéressera plus particulièrement à leurs effets possibles sur l'investissement et à leur rôle dans l'ajustement industriel.

LE FINANCEMENT DES ENTREPRISES AU JAPON, EN RFA ET AU ROYAUME-UNI DEPUIS LA SECONDE GUERRE MONDIALE

Dans le cadre d'une problématique qui vise à mettre en rapport modes de financement et systèmes financiers avec l'économie réelle, il paraît difficile d'isoler totalement le financement des entreprises de l'ensemble des flux de financement de l'économie comme le rappellent par exemple depuis longtemps les débats sur les éventuels effets d'éviction des entreprises par l'État sur les marchés financiers.

Il est intéressant tout d'abord de constater, au-delà des comportements cycliques, une relative permanence de l'importance des opérations financières considérées dans leur ensemble dans les trois économies. D'une manière générale l'inégal degré de développement des transactions financières dénote les différentes propensions des ressources à être réinvesties dans les activités où elles ont été générées. Le niveau particulièrement élevé de l'intermédiation financière japonaise (au sens large du terme), et qui traduit ainsi l'interdépendance étroite des agents économiques, est d'autant plus à souligner qu'elle s'est développée à partir d'un niveau relativement faible au lendemain de la Seconde Guerre mondiale et qu'elle apparaît comme consubstantielle à la très forte croissance qu'a connue l'économie japonaise jusqu'au début des années soixante-dix.

FONDS COLLECTÉS PAR LES EMPRUNTEURS NATIONAUX NON FINANCIERS (en % du PIB)

	1960-1965*	1975-1976	1980	1981	1983	1984	1985
Allemagne	11,2	13,6	14,6	15,5	12,3	11,1	9,7
Japon	25,3	25,9	23	22,6	21,5	18,9	18,8
RU	8,3	15,8	14,3	13,8	12,7	13,9	13

* Allemagne : 1960-1964,
Japon : 1960-1965,
RU : 1962-1964.
Source : OCDE,
Études sur les marchés
de capitaux, 1967, et BRI.

L'importance des activités financières considérées dans leur globalité ne saurait constituer en elle-même un facteur explicatif important des différences dans les rythmes de croissance, comme le montrent les niveaux comparables de cet indicateur en RFA et au Royaume-Uni. Les chiffres recouvrent en effet des comportements différents des flux collectés par secteur auprès des systèmes financiers. Ainsi, malgré une tendance à la diminution depuis la fin des années soixante et le début des années soixante-dix, on peut remarquer le poids des fonds collectés auprès du système financier par les entreprises japonaises, relayées en importance à partir du début des années soixante-dix par le secteur public tandis que les ressources collectées par les ménages retrouvent dans les années quatre-vingt leur niveau des années soixante qu'elles avaient dépassé dans les années soixante-dix.

FONDS COLLECTÉS PAR SECTEUR AUPRÈS DU SYSTÈME FINANCIER (en % du PIB)

	1960-1965	1975-1976	1980	1981	1983	1984	1985
ALLEMAGNE							
Ménages	0,3	3,3	4,9	4,1	4,2	3,7	2,6
Entreprises	10,1	5	6	6,5	4,6	4,7	4,7
Secteur public	1,2	5,2	3,7	4,9	3,4	2,7	2,4
JAPON							
Ménages	3,5	5	4,4	3,9	4,6	3,1	2,1
Entreprises	18,5	10,8	7,8	8,3	8	8,7	9,9
Secteur public	2,9	10,1	10,8	10,4	9,6	7,1	6,3
RU							
Ménages	2,1	3,5	4,7	5,6	6,6	6,6	7,1
Entreprises	3,1	3,7	4,3	3,9	2,4	3,1	3
Secteur public	2,8	8,6	5,3	4,3	3,7	4,2	2,9

Sociétés.
Source : OCDE,
Études sur les marchés
de capitaux, 1967, et BRI.

La diminution du poids des fonds collectés par les entreprises est nette aussi en Allemagne, bien qu'elles restent encore dans les années quatre-vingt les premières bénéficiaires des flux financiers, ce qui a été moins systématiquement le cas au Japon que durant la période de haute croissance. L'importance du secteur public allemand dans la collecte diminue à partir de la deuxième moitié des années soixante-dix alors qu'elle avait crû entre 1965 et 1975.

La situation anglaise montre des caractères bien spécifiques qui résident à la fois dans le poids presque toujours faible des fonds collectés par les entreprises — même s'il a augmenté dans les années soixante-dix avant de redescendre dans les années quatre-vingt jusqu'à son niveau du début des années soixante —, et dans le caractère peu régulier du volume des fonds collectés par le secteur public, en diminution cependant depuis la deuxième moitié des années soixante-dix. Elle réside enfin dans l'importance croissante des fonds collectés par les ménages depuis la suppression du contrôle du crédit au début des années quatre-vingt. Entre les années soixante et quatre-vingt, la hiérarchie des trois pays dans l'importance des fonds collectés par les entreprises auprès du secteur financier n'est pas bouleversée mais les disparités, encore fortes du début des années soixante au début des années soixante-dix, semblent s'atténuer depuis, dans le cadre d'un mouvement d'ensemble orienté à la baisse qu'il convient de mettre en relation avec la diminution durable des taux d'investissement.

49

LA STRUCTURE DU FINANCEMENT DES ENTREPRISES

Il est indispensable d'insister encore une fois sur l'absence d'homogénéité des sources disponibles pour toute tentative de comparaison internationale dans le domaine du financement des entreprises. Cette grave lacune, soulignée à de nombreuses reprises par les experts de l'OCDE ou de la BRI, explique les divergences constatées quant à l'évaluation du niveau d'endettement des entreprises dans les différents pays. Pour n'en donner qu'un exemple — qui dépasse ici le cadre des trois pays étudiés —, selon des études de la Banque du Japon, les entreprises américaines se seraient plus endettées dans les années soixante-dix que les entreprises japonaises⁵ alors que les modes de financement des entreprises dans

⁵—Anguis E. L'évolution du comportement financier des entreprises japonaises. Analyse financière, 3^e trimestre 1983

1/LE DÉVELOPPEMENT DES ACTIVITÉS FINANCIÈRES

les deux pays sont habituellement considérés — du moins jusqu'à une époque récente — comme caractéristiques de l'opposition entre économies de marchés financiers et économies d'endettement, pour reprendre une typologie désormais classique. Des controverses du même ordre existent quant au degré d'endettement comparé des entreprises allemandes et japonaises⁶. Aussi les chiffres cités ici ne le sont-ils qu'avec les plus expressives réserves et seulement à titre indicatif.

L'APRÈS-GUERRE ET LA RECONSTRUCTION

La guerre, puis la reconstruction ont eu des effets différenciés en RFA, au Japon et au Royaume-Uni sur les modes de financement des entreprises. En Allemagne, par comparaison avec la période d'avant-guerre, la composition des ressources financières des entreprises se caractérise jusqu'en 1955 par la proportion exceptionnellement élevée du financement sur ressources internes. Cette importance s'explique essentiellement par le volume très faible de l'épargne privée, conséquence de la réforme monétaire de 1948 et qui n'a permis aux entreprises de faire appel que dans une mesure très limitée aux établissements de crédit et au marché des valeurs mobilières.

Au Japon au contraire, la part du financement interne dans les ressources des industries manufacturières diminue après la guerre, passant de 55 % du total des ressources à 46 % en 1946-1955. L'importance croissante du financement externe se caractérise par l'effacement de la finance directe (dans les années trente, 90 % du financement externe provenait du marché des valeurs) au profit des emprunts bancaires (82 % du financement externe en 1946-1955)⁷. Les taux d'épargne pourtant croissants des entreprises — du fait de l'importance des profits non distribués — n'ont pas suffi aux besoins de financement que nécessitaient les taux d'investissement élevés. L'étroitesse traditionnelle du marché obligataire depuis l'entre-deux-guerres ne leur laissait le choix qu'entre des augmentations de capital par émission d'actions et le recours au crédit. Des facteurs nouveaux sont apparus après la Seconde Guerre mondiale. Le contexte inflationniste des années 1945-1949, en affectant le marché obligataire, en a encore réduit l'importance ; des considérations de coûts (taux élevés des dividendes du fait de la pratique consistant à privilégier les anciens actionnaires en leur permettant de souscrire au pair et prioritairement les nouvelles actions émises), la réglementation fiscale (déduction intégrale des intérêts sur prêts bancaires des bénéfices imposables) et la dépendance d'importants secteurs vis-à-vis des ressources financières publiques ont conduit les entreprises à se financer prioritairement auprès des banques et à ne s'adresser au marché des actions que lors des phases de resserrement monétaire comme en 1957-1958 ou en 1961-1962.

Le Royaume-Uni a été moins marqué par la guerre dans ses structures financières. Le mode de financement des entreprises y perpétue des comportements traditionnels depuis la révolution industrielle qui sanctionnent la faiblesse des liens entre le système bancaire et l'industrie. Il se caractérise par l'importance des ressources internes, un faible endettement bancaire et l'importance relative du financement externe direct, essentiellement sous forme d'actions jusqu'à la fin des années cinquante.

6 — OCDE. *Études économiques (1985-1986)*. Allemagne. Juin 1986, p. 72, et OCDE. *La politique monétaire en Allemagne*. Déc. 1973.

7 — OCDE. *Études sur les marchés de capitaux (1967)* et OCDE. *La politique monétaire au Japon*. Déc. 1972.

DE LA RECONSTRUCTION AUX ANNÉES SOIXANTE

Un examen de la répartition des flux de financement des entreprises et de la structure de leurs bilans dans la première moitié des années soixante montre donc des structures nettement différentes des modes de financement, en particulier entre le Royaume-Uni et le Japon, la RFA présentant un profil intermédiaire. Cette situation porte la marque d'un certain nombre de modifications par rapport aux années cinquante.

En Allemagne, à partir de 1958-1959 on constate une tendance prononcée à la réduction du financement sur ressources internes. En 1965, les entreprises pouvaient encore couvrir près des deux tiers de leurs besoins financiers à l'aide de cette forme de financement, mais cette proportion avait atteint 70 % en 1960, 74 % environ en 1955-1959 et 70 % au cours de la période 1950-1954. La réduction des possibilités de financement interne, qui s'explique en particulier, comme au Japon à la même époque, par la diminution des taux de marge, conséquence d'un partage social de la valeur ajoutée devenant plus favorable aux salariés, a contraint les entreprises allemandes à recourir de plus en plus au financement externe au sein duquel on note une forte prédominance des prêts des institutions financières (63 % du financement externe total pour la période 1960-1964). L'émission de valeurs mobilières, déjà faible pendant la période de reconstruction, tend à diminuer constamment depuis la fin des années cinquante (41 % du financement externe en 1958, 25 % en 1960, 18 % en 1965), surtout en ce qui concerne les émissions d'actions (20 % du financement externe total en 1960, 6 % en 1963). Il faut enfin noter la croissance régulière depuis 1960 des prêts directs des organismes publics aux entreprises.

51

RÉPARTITION DES SOURCES DE FINANCEMENT DES ENTREPRISES

	ALLEMAGNE		JAPON		RU	
	1960-65 (1)	1959-64 (2)	1959-65 (3)	1961-64 (4)	1963-65 (5)	1961-65 (6)
Financement interne	63	60	31	25	72	53
Financement externe	37	40	69	75	28	47
dont :						
— Actions	4	11	7	10	3	12
— Obligations	2	13	2	2	7	9
— Prêts à moyen et long terme	15		-	16	3	-
— Prêts à court terme	7	16	59	47	14	22
— Autres sources	9		1	0	1	3
Total	100	100	100	100	100	100

(1) Allemagne : Ensemble des entreprises, non compris le logement mais y compris les chemins de fer fédéraux et les postes (comptabilité financière).
 (2) Allemagne : Échantillon de 1940 sociétés.
 (3) Japon : Ensemble des entreprises non financières.
 (4) Japon : Échantillon de 16 000 sociétés.
 (5) RU : Ensemble des entreprises non financières (comptabilité financière).
 (6) RU : Échantillon de 1 800 sociétés.
 Source : OCDE, Études sur les marchés de capitaux, 1967.

Au Japon, la période de décollage économique (1953-1963) modifie peu la structure des ressources financières des firmes.

Le niveau du financement reste faible (43 % en 1956-1965, 46 % dans la décennie d'après-guerre) et si l'on peut noter une augmentation du recours aux emprunts obligataires, ils restent cependant très minoritaires dans le financement externe (9 % contre 14 % pour les actions et 77 % pour les emprunts bancaires). Il convient d'ailleurs de souligner à cet égard que les obligations sont dans une large

1/LE DÉVELOPPEMENT DES ACTIVITÉS FINANCIÈRES

mesure, tout au long des années cinquante et soixante, une forme particulière du crédit bancaire puisqu'elle sont essentiellement achetées par les banques. Ce phénomène montre s'il en était besoin le caractère peu « transparent » d'une analyse des ressources financières en termes instrumentaux et se retrouve sous d'autres formes dans les deux autres pays (plus généralement toute analyse sérieuse des flux financiers devrait s'attacher à croiser systématiquement aspects instrumentaux, institutionnels et fonctionnels). Il faut enfin souligner l'exceptionnelle importance au Japon des crédits commerciaux⁸.

Au Royaume-Uni, la principale modification a concerné le financement externe direct, moins dans son volume relatif que dans sa répartition entre actions et obligations. Alors que de 1956 à 1960 l'emprunt obligataire n'avait guère représenté plus d'un tiers du montant total des émissions, la proportion passe à 80 % pour l'ensemble des sociétés et cette évolution est encore plus nette pour les entreprises industrielles et commerciales⁹.

BILANS RÉSUMÉS COMPARÉS (en %)

	ALLEMAGNE		JAPON		RU	
	1959	1964	1959	1965	1961	1965
1. Actif net	48	46	31	24	62	60
a. Capital	21	21	14	15	28	27
b. Réserves provisions, bénéfices non distribués	27	25	17	9	34	33
2. Dettes à long terme	21	23	25	27	12	13
3. Dettes à court terme	31	31	44	49	26	27
4. Actif net + Passif	100	100	100	100	100	100
5. Ensemble des actifs à long terme (net)	58	60	53	47	43	47
6. Actifs à court terme	41	39	47	53	55	50
a. Stocks	18	16	16	13	27	25
b. Autres actifs à court terme	23	23	31	40	28	25
Ensemble de l'actif	100	100	100	100	100	100

Source : OCDE, Études sur les marchés de capitaux, 1967.

DE LA CROISSANCE À LA CRISE

De la première moitié des années soixante au début des années soixante-dix, les caractères propres du financement des entreprises dans les trois pays ne semblent pas s'être profondément rapprochés. On retrouve dans les années 1963-1973 la prépondérance des capitaux propres dans le financement des entreprises britanniques et à l'opposé la prédominance des emprunts extérieurs au Japon, la RFA occupant sous cet angle une situation intermédiaire.

Selon les estimations obtenues par F. Mader à partir des comptes des entreprises fournis par les Centrales de Bilans et l'OCDE¹⁰, du début des années soixante au début des années soixante-dix les entreprises dans les trois pays auraient augmenté leur taux d'endettement à terme, cette évolution renforçant les caractéristiques structurelles initiales des trois modes de financement. Les sources du financement externe des sociétés se sont peu modifiées au Japon où les émissions

8—Davis. E.P. *Portfolio behaviour of the non-financial private sectors in the major economies.* - Bâle, BRI, 1986.

9—OCDE. *Études sur les marchés de capitaux.* 1987.

10—Mader F. *Le financement des entreprises. Quelques éléments de comparaison internationale. Analyse financière, 4^e trimestre 1976.*

STRUCTURE COMPARÉE DU FINANCEMENT DES ENTREPRISES (MOYENNE 1963-1973)

(en %)	Accroissement du capital propre	Emprunts extérieurs
RFA	40	60
Japon	15-20	80-85
RU	60	40

Source : Yao Su-Hu. - *National attitudes and the financing of industry. - Political and economic planning, 1975, cité in Y. Barou, op. cit., p. 49.*

sont restées marginales (il importe cependant de remarquer qu'en pourcentage du total des sources de financement —y compris les ressources internes— les émissions de titres sont comparables dans les trois pays), de même que les appels aux capitaux extérieurs soumis à de très stricts contrôles. Ce caractère foncièrement domestique des sources de financement externe des entreprises japonaises jusqu'au début des années soixante-dix et qui a longtemps procédé d'une attitude délibérée des autorités japonaises, les distinguent des entreprises allemandes et britanniques. Dans la décennie 1960-1970 en effet, le financement externe total des entreprises en RFA a connu des variations sensiblement plus fortes que le financement externe par appel aux marchés et au secteur bancaire intérieurs. Ceci résulte en partie des fonds en provenance de l'étranger qui jouent un rôle important en période de restriction du crédit. Ils passent par exemple de 12 % du financement des entreprises en 1965 à 19 % en 1966, alors qu'en 1967 elles recommencent à faire largement appel aux sources intérieures de financement, en particulier aux crédits bancaires à moyen et long terme¹¹. Et au début des années soixante-dix, les actifs étrangers au Royaume-Uni représentaient 15 % des actifs des entreprises britanniques¹².

53

L'entrée dans la crise, les effets de la rupture du système monétaire international et du premier choc pétrolier ont eu, à des dates différentes, des conséquences sur les entreprises des trois pays et sur l'évolution de leurs modes de financement.

	1972-1973	1974-1979	1980-1982	1983	1984
Japon	19,08	11,88	13,83	14,31	15,15
RFA	15,52	15,24	13,63	16,37	
RU	16,50	14,36	13,73	16,86	18,47

Source : OCDE, *Comptes nationaux, 1986.*

À des degrés divers, la situation financière des entreprises s'est dégradée au cours de la période 1973-1982. Les marges bénéficiaires qui avaient commencé à baisser dès le début des années soixante en Grande-Bretagne, et à partir de 1970-1971 au Japon, se sont plus nettement détériorées encore dans les années 1971-1974¹³ et le taux d'épargne des sociétés (défini par le rapport épargne brute/valeur ajoutée brute ; sociétés et quasi-sociétés non financières) s'est affaïssé, restant à un bas niveau en Grande-Bretagne jusqu'en 1982, tandis qu'il se redressait au Japon dès la fin des années soixante-dix. En revanche, en RFA, le taux d'épargne des entreprises ne semble avoir fléchi que très momentanément sous le coup du second choc pétrolier.

11— OCDE. *Études économiques (1985). Allemagne.*

12— Barou, Y. *Économie et statistique. Fév. 1978.*

13— Ramses 87-88, p. 187.

1/LE DÉVELOPPEMENT DES ACTIVITÉS FINANCIÈRES

Grande-Bretagne: des relations plus étroites entre industrie et monde de la finance

Dans les trois pays, les taux d'investissement ont baissé. En Grande-Bretagne, alors que de 1958 à 1972, le taux d'auto-financement du secteur productif était resté supérieur à l'unité et que l'excédent de l'épargne sur les investissements avoisinait 1 % du PIB, la montée des coûts unitaires en relation avec la hausse des prix des matières premières et la hausse concomitante des salaires a complètement modifié cet état de choses. Aussi, de 1973 à 1977, au sein des firmes, les investissements ont excédé l'épargne, ce qui a fait naître un besoin de financement d'un montant égal à 1 % du PIB, situation inverse à celle qui prévalait dans les années soixante¹⁴.

Pour faire face à ce renversement de leur situation financière, les entreprises ont accru leurs demandes de crédits bancaires. Encouragées et stimulées par la concurrence que leur faisaient sur les marchés nationaux les banques étrangères (elles fournissent encore quelque 40 % des concours bancaires aux entreprises)¹⁵, venues primitivement à Londres pour développer leurs activités de crédit international, les banques britanniques ont commencé à élargir la gamme de leurs services et malgré les entraves dues au « corset », les relations entre industrie et monde de la finance sont devenues plus étroites. Dans ces tous derniers temps cependant le volume du crédit bancaire aux entreprises a considérablement diminué en raison notamment du ralentissement de l'activité de crédit-bail à la suite de la réduction des avantages fiscaux attachés à cette forme de financement¹⁶. En revanche les émissions sur le marché des actions ont tendu à augmenter, à partir il est vrai d'un niveau très bas.

Japon: un double mouvement de désintermédiation et d'internationalisation des sources de financement

Mais c'est au Japon que le financement des entreprises a connu les modifications les plus importantes¹⁷. À partir de 1973, la lutte contre l'inflation, bien installée depuis un an et qui culminera au début 1974, va devenir l'objectif prioritaire de la politique économique japonaise. Cette politique se traduit sur le plan monétaire par une hausse du taux de l'escompte officiel qui passe de 4,25 % début 1974 à 9 % à la fin de la même année, niveau qu'il conserve¹⁸, par la forte élévation des réserves obligatoires des banques et par des normes d'encadrement du crédit de plus en plus restrictives qui se sont répercutées, bien qu'avec un certain retard, sur les investissements des entreprises. La forte contraction de l'activité à partir de 1973, combinée à des taux d'intérêts élevés, a entraîné une importante augmentation du nombre des faillites touchant en particulier les petites et moyennes entreprises¹⁹. La prise de conscience de leur fragilité a incité les firmes japonaises à effectuer un effort considérable pour diminuer leurs coûts fixes par l'amélioration de leur gestion et la rationalisation de leur production. Les gains obtenus leur ont alors permis de réduire leur endettement.

On constate donc au Japon d'une part une baisse du financement externe pour la période 1974-1980, d'autre part une augmentation de l'auto-financement depuis 1976, les entreprises s'efforçant de n'investir que dans des limites compatibles

14— OCDE. *Études économiques (1986-1987)*. Royaume-Uni, Juil. 1987.

15— *Op. cit.* note 2.

16— OCDE. *Études économiques (1986-1987)*. Royaume-Uni, juil. 1987.

17— Cf. Coudert Virginie. *Les mutations du système financier japonais: déréglementation et internationalisation*. *Économie Prospective Internationale* Douville, E., Fouquin, M., de Mautort, L., et de Saint-Vaury, A. Le Japon, transformations industrielles, croissance et internationalisation. *Économie Prospective Internationale* n° 15, 1983.

18— *L'économie japonaise à un tournant*. *Bulletin de la Société générale*. 1975.

19— *Idem*.

avec leur capacité de financement. En second lieu les entreprises japonaises se sont engagées dans une diversification rapide et continue de leurs sources de financement externe. Ainsi les émissions sur le marché financier ont-elles connu un développement rapide. Du début à la fin des années soixante-dix, les émissions d'actions ont vu leur part dans les ressources des entreprises progresser de 6 % à 12 % tandis que les emprunts obligataires qui ne représentaient que 5 à 6 % des ressources externes au début de la décennie en représentaient 10 % à la fin. De plus, dès le milieu des années soixante-dix, mais surtout à partir du début des années quatre-vingt, les entreprises japonaises ont fait un appel accru aux emprunts obligataires sur les marchés extérieurs (dans un premier temps, essentiellement suisse et allemand).

Ce double mouvement de désintermédiation et d'internationalisation des sources de financement, s'il est particulièrement sensible pour les grandes entreprises manufacturières ayant une forte activité internationale, ne doit pas faire croire à un retrait général des banques du financement des activités productives ou même plus spécialement industrielles. En effet dans le secteur manufacturier, les PME font nettement plus appel à l'emprunt (67,2 % de leurs investissements en 1984) que les grandes entreprises (18,4 % y compris les émissions obligataires). Les importantes modifications survenues sur les marchés financiers japonais (progrès de la désécialisation des institutions financières, ouverture sur l'extérieur), en grande partie initiées au milieu des années soixante-dix par les besoins de l'État, le moindre recours des grandes entreprises au crédit ont conduit les banques à se livrer une concurrence accrue dans l'offre de crédits dont les taux ont de plus en plus tendance à s'aligner sur ceux du marché.

Ainsi les petites et moyennes entreprises peuvent-elles bénéficier de conditions relativement avantageuses (alors qu'en 1978 le taux de base n'était appliqué qu'à 41 % des emprunteurs, cette proportion est montée à près de 70 % au milieu des années quatre-vingt)²⁰. Cet accès plus aisé des petites et moyennes entreprises au crédit bancaire peut contribuer à expliquer le relatif déclin de l'importance des crédits commerciaux inter-entreprises, déclin favorisé par ailleurs par le développement de nouveaux instruments de financement de court terme. D'autre part, la progression de l'émancipation financière des grandes entreprises par rapport aux banques, en particulier les « city banks », ne doit pas être surestimée. L'exemple de Toyota est à cet égard édifiant. La firme n'emprunte désormais que 5 % de ses ressources sous forme de crédits bancaires mais près des deux tiers de ses ressources sont détenues par des institutions financières au premier rang desquelles se retrouvent celles qui étaient auparavant ses principaux prêteurs. Le cas n'est pas unique : la structure du marché financier s'est en effet profondément modifiée. Alors qu'en 1970, les particuliers détenaient 40 % des titres négociables, en 1984, ils n'en possédaient plus que 26,3 % contre 25,9 % pour les entreprises et 38,6 % pour les institutions financières²¹.

55

Allemagne : des modifications du mode de financement des entreprises moins marquées

En Allemagne les modifications du mode de financement des entreprises ont été beaucoup moins marquées qu'au Japon. Les ressources externes des entreprises (exprimées en pourcentage du bilan total) ont baissé depuis la fin des années soixante jusqu'en 1975, puis après s'être stabilisées ont fléchi à nouveau sensiblement au début des années quatre-vingt pour se redresser légèrement à partir de 1982. La

20 — OCDE. *Études économiques (1984/1985)*. Japon.

21 — *Corporate Finance*. *The Economist*, 7-13 June 1986.

1/LE DÉVELOPPEMENT DES ACTIVITÉS FINANCIÈRES

prépondérance du crédit bancaire dans les ressources externes reste incontestée. Selon l'OCDE, les capitaux réunis sur le marché des valeurs mobilières n'ont jamais contribué au cours des quinze dernières années pour plus de 5 % au financement extérieur des entreprises non financières (construction non comprise), bien qu'il semble que depuis quelque temps les sociétés soient plus disposées à utiliser le marché des valeurs, en partie du fait de la baisse apparente du coût de ce type de financement²², notamment sur les euromarchés. La faiblesse du financement externe direct est encore plus accentuée pour les sociétés privées n'ayant pas accès aux bourses des valeurs, les très nombreuses sociétés en non collectif (trait juridique particulier à la RFA) et les entreprises individuelles, compte tenu de la quasi-inexistence d'un marché de capitaux de participation. Le résultat de cette situation s'exprime par la diminution sur une longue période de la part des fonds propres dans le bilan des entreprises²³. Il faut enfin mentionner l'importance des subventions accordées par le gouvernement, dont le niveau s'est élevé rapidement dans les années soixante-dix puis à nouveau dans la toute dernière période.

Au total et malgré les modifications récentes qui ont particulièrement affecté le Japon, les contrastes entre les trois pays sont frappants. Le système financier du Royaume-Uni reste largement fondé sur les marchés financiers, très actifs, et dominés par des investisseurs institutionnels. Ils constituent la principale source de financement externe des entreprises. À l'opposé, dans les systèmes financiers allemand et japonais, les banques jouent encore un rôle prédominant. Au Japon, les crédits commerciaux — et notamment inter-entreprises²⁴ — tiennent une place très importante dans les ressources de financement des entreprises, ce qui illustre en particulier le rôle joué par la structure de groupe dans l'industrie de ce pays. La comparaison des ratios des fonds empruntés aux fonds propres dans les trois pays met bien en évidence ce contraste.

RATIOS D'ENDETTEMENT DES ENTREPRISES NON FINANCIÈRES*

*Exigibilités brutes, compte non tenu des actions et des crédits commerciaux, en proportion des fonds propres aux prix du marché.
(1) Estimations pour le Royaume-Uni et le Japon.
Source : OCDE, *Études économiques, 1986/1987* ; Royaume-Uni, p. 55.

	1966-73	1974-79	1980	1981	1982	1983	1984	1985 (1)
RU	0,67	1,38	1,13	1,23	1,03	1,87	0,74	0,70
Allemagne	2,38	3,36	3,85	4,13	4,11	3,48	3,42	2,39
Japon	3,08	3,31	3,14	2,91	2,92	2,68	2,11	1,82

Cependant ces différences entre les deux types de systèmes sont allées en se réduisant du fait des mutations institutionnelles et des tendances à la globalisation des marchés de capitaux et à la « mobiliérisation » du crédit bancaire.

De quelle manière les modes de financement des entreprises au Japon, au Royaume-Uni et en Allemagne ont-ils pu accompagner, stimuler ou handicaper la croissance ? On adoptera ici deux approches différentes mais complémentaires. Dans un premier temps on s'intéressera à l'efficacité des modes de financement des entreprises sur leur performance, en envisageant d'une part l'impact de l'endettement bancaire sur leur propension à investir et d'autre part l'efficacité technique des mécanismes de contrôle spécifique liés aux diverses formes de financement. Dans un deuxième temps l'attention sera centrée sur l'efficacité des modes de financement dans les processus d'ajustement structurel de l'industrie.

22—OCDE. *Études économiques (1985/1986)*. Allemagne. Juin 1986, p. 65-66.

23—Deutsche Bundesbank, *Rapport mensuel* n°8. Août 1985.

24—Voir par exemple Davis. E.P. *Portfolio behaviour of the non financial private sectors in the major economies*. BRI, Bâle, 1986.

FINANCEMENT DES ENTREPRISES ET PERFORMANCES ECONOMIQUES

Quoique les tentatives de validation économétriques n'aient pas jusqu'à présent donné des résultats très concluants, il semble que la rentabilité escomptée des investissements, entendue comme la différence entre rentabilité financière et taux d'intérêts réels des placements financiers alternatifs, joue un rôle certain dans la propension des firmes à investir, au moins dans la période récente. Calculer la rentabilité escomptée des investissements envisagés est complexe, surtout dans une optique comparative, et soulève deux types de difficultés. La première réside dans la mesure rétrospective des anticipations des entrepreneurs concernant la rentabilité économique des investissements projetés et l'évolution des taux d'intérêts réels et donc aussi de l'inflation. De plus, à supposer ce problème résolu théoriquement de manière satisfaisante, l'existence, la validité et la comparabilité des séries statistiques nécessaires posent un second problème, particulièrement délicat, qui a déjà été souligné.

L'EFFET DE LEVIER

Un certain nombre de travaux ont cependant tenté d'évaluer l'effet de levier de l'endettement. Mais compte tenu des différences importantes, à la fois conceptuelles et statistiques, qui existent entre pays en ce qui concerne les règles comptables conventionnelles pour le calcul de la rentabilité des capitaux propres après impôts, une comparaison internationale dans ce domaine est encore plus problématique que pour les taux de rendement du capital investi.

L'exemple des entreprises japonaises permet cependant d'apprécier le rôle joué par l'effet de levier dans des contextes conjoncturels différents. Mesurée par le rapport excédent brut d'exploitation plus produits financiers sur actif total, la rentabilité des entreprises japonaises a été selon E. Anguis²⁵ relativement faible (10 % pour la période 1955-1964, 9 % pour 1965-1973) mais cependant toujours supérieure jusqu'à cette dernière date au taux d'intérêt apparent. En revanche, compte tenu de la faiblesse des capitaux propres (accentuée par une certaine sous-évaluation comptable), la rentabilité financière (excédent brut d'exploitation moins frais financiers sur capitaux propres) a toujours été importante, se situant à un niveau double ou triple de la rentabilité des capitaux engagés. Quant au volume de *cash-flow*, augmenté de la charge d'intérêts et de dividendes qui mesure la capacité réelle des entreprises à investir et à servir leurs emprunts, il a toujours été élevé. Rapporté au chiffre d'affaires, il valait par exemple 14 % en 1975 contre 9 % en RFA. L'exemple japonais semble donc autoriser à conclure qu'un taux d'endettement élevé permet une rentabilité financière importante pour une faible rentabilité des capitaux engagés.

Une incitation à investir pour les entreprises japonaises et britanniques

Compte tenu du niveau relativement bas des taux d'intérêt réels, l'importance de la rentabilité financière permise par l'endettement dans la période de haute croissance paraît bien avoir constitué une incitation à investir pour les entreprises japonaises. Cette dynamique financière de la croissance s'est inversée dans les années soixante-dix. En effet, en 1975 le taux de rentabilité des capitaux engagés est devenu temporairement inférieur au taux d'intérêt apparent, ce qui s'est traduit par une chute de la rentabilité financière du niveau de celle des capitaux engagés,

25—Anguis E. *L'évolution du comportement financier des entreprises japonaises. Analyse financière, 3^e trimestre 1983.*

1/LE DÉVELOPPEMENT DES ACTIVITÉS FINANCIÈRES

elle-même en baisse depuis 1974 (7 % en moyenne). Les entreprises ont alors accentué leurs efforts à la fois pour rétablir la rentabilité différentielle — élevant la rentabilité des capitaux engagés tout en abaissant le taux d'intérêt apparent —, et pour diminuer leur taux d'endettement par la priorité désormais accordée aux fonds propres, à la diversification et à l'internationalisation de leurs ressources externes. Il faut souligner que ce changement de comportement a été facilité par la moindre croissance de l'économie et par des taux d'investissement (en valeur) durablement plus faibles que pendant la période de haute croissance, par la restauration des marges, en particulier à partir de 1982, et par la montée des excédents commerciaux. Enfin, l'attitude des firmes par rapport à l'endettement bancaire a été sectoriellement différenciée ; les taux d'intérêts réels étant moins favorables à partir de la fin des années soixante-dix, le rendement du capital par secteur a joué à cet égard un rôle discriminant entre les entreprises (comme à la même époque en RFA)²⁶.

L'effet de levier semble s'être aussi exercé pour les entreprises britanniques, mais de façon plus atténuée compte tenu d'une structure de financement traditionnellement plus favorable aux fonds propres et faisant moins appel aux emprunts. Calculées avant impôts, la rentabilité du capital engagé et la rentabilité financière paraissent avoir été toutes les deux en baisse sur la longue durée mais à des niveaux sensiblement différents. Après ajustements visant à incorporer aux profits gains et pertes sur avoirs réels, la rentabilité financière aurait été supérieure à celle du capital engagé. Sa détérioration au milieu des années soixante-dix a été par exemple moins marquée que celle de la rentabilité économique car les taux d'intérêt réels sont alors devenus substantiellement négatifs, en particulier entre 1974 et 1976. À partir de 1977, la remontée des taux d'intérêt réels a à l'inverse réduit la rentabilité différentielle²⁷. Depuis lors, malgré le maintien d'un coût du capital élevé au regard de la rentabilité économique des entreprises (même compte tenu de son récent redressement) et malgré un taux global d'auto-financement supérieur à 100 % ces dernières années, la part du financement externe dans les ressources des entreprises a continué d'augmenter.

Il semblerait en réalité que le gonflement simultané de l'endettement et des actifs financiers s'explique par le fait que la majoration des bénéfices ait essentiellement servi, à court terme, à accroître les actifs liquides plutôt qu'à réduire l'endettement, tandis que l'augmentation des investissements, toujours à courts terme, est financée en grande partie par voie d'emprunt²⁸. Ce phénomène, qui résulterait d'arbitrages possibles entre coût des emprunts et rendement des actifs financiers, expliquerait la montée progressive du ratio d'endettement des entreprises (endettement financier net en proportion du fonds de roulement) pendant la première moitié des années quatre-vingts, ratio qui reste toutefois faible par rapport à ceux constatés en Allemagne et au Japon. Tout récemment, le volume du crédit aux entreprises a diminué tandis que les émissions de titres, en particulier d'actions, ont tendu à augmenter.

Les données disponibles pour la RFA tendent à montrer pour les années soixante-dix d'une part une certaine similarité entre rentabilité des fonds propres et rentabilité économique et d'autre part une profitabilité relativement faible ou même parfois négative des investissements productifs²⁹.

26— Ajustement structurel et performance de l'économie. OCDE. Paris, 1987, p. 265.

27— Chan-Lee James H. et Sutch Helen. Profits et taux de rendement. Revue économique de l'OCDE n° 5. Automne 1985 p. 143 et suiv.

28— OCDE. Études économiques (1986-1987). Royaume-Uni. Juil. 1987, p. 55-56.

29— Chan-lee James H. et Sutch Helen. op. cit. et Munth M. Regards sur le financement futur des investissements en Allemagne fédérale. Eurépargne.

Un rôle différencié dans les industries manufacturières des trois pays

Mesuré de manière très imparfaite par la différence entre taux de rendement des capitaux engagés et taux d'intérêt réels à long terme (taux de rendement des obligations d'État à long terme déflaté par l'indice implicite des prix du PIB), l'effet de levier semble avoir joué un rôle différencié dans les industries manufacturières des trois pays, beaucoup plus important au Japon qu'en RFA et qu'au Royaume-Uni. Sa chute a été plus précoce et plus forte au Japon (1974-75) qu'en RFA où sa baisse s'accroît dans les années 1978-1981 et au Royaume-Uni où il chute à partir de 1980-1981³⁰.

L'endettement des firmes semble donc bien avoir eu un effet positif sur l'incitation à investir mais dans des contextes financiers qui permettaient d'une part l'existence de taux d'intérêt relativement faibles (et surtout garantis d'une certaine stabilité) et d'autre part une atténuation des critères habituels de solvabilité, au moins pour les plus grandes firmes. Sur ces deux points, il semble bien que la situation japonaise ait été très exceptionnellement favorable jusqu'au début des années soixante-dix. Les spécificités du système bancaire et en particulier le rôle joué par la Banque du Japon ont permis le maintien de taux débiteurs en grande partie administrés. Ceux-ci, malgré la pratique des balances compensatrices, ont maintenu le coût du crédit bancaire à des niveaux relativement bas. Cette faiblesse des taux a incité les entreprises à faire de plus en plus appel au crédit pour leurs achats d'équipement et, malgré le niveau très élevé de l'épargne des ménages, le volume des fonds demandés a excédé le produit de l'épargne individuelle, les banques étant amenées à prêter au-delà de leurs ressources, ce qu'a permis l'Institut d'émission en augmentant lui-même le volume de ses avances au système bancaire.

D'un autre côté, le fait que les sociétés japonaises aient pu se procurer des fonds auprès des banques — même si celles-ci sont assurées d'un large refinancement auprès de la Banque du Japon — en dépit d'un niveau d'endettement que les banques allemandes ou surtout britanniques auraient considéré comme non satisfaisant du point de vue de la solvabilité, peut être partiellement expliqué de deux manières. Tout d'abord, la prise en compte du prix courant des actifs des sociétés et en particulier de leurs biens fonciers, dont le prix s'est considérablement accru, leur a permis dans de très nombreux cas de garantir leurs emprunts. En second lieu les liens très étroits et très suivis entretenus par les banques avec les entreprises clientes ont diminué les risques qu'elles prenaient grâce à la meilleure information dont elles pouvaient disposer et par leur influence sur la gestion des firmes (au Japon en 1984 les compagnies d'assurances, banques et autres institutions financières détenaient au total 38 % des actions cotées dans les bourses de valeurs et environ 10 % des actifs des banques étaient constitués d'actions et d'obligations).

59

Allemagne: une très grande prudence dans l'évaluation des risques

La situation est quelque peu différente en Allemagne. En 1985, les institutions financières ayant le statut de banque représentaient 80 % des emplois et des ressources du secteur financier. À ce titre, elles sont soumises à la réglementation des réserves obligatoires et à la discipline financière imposée par les autorités de contrôle. Or les règles et pratiques comptables en vigueur les incitent à une très grande prudence dans l'évaluation des risques. Certes, ici aussi, les risques encourus sont réduits à l'étroite relation existant entre les banques et les entreprises. En 1980, elles détenaient par exemple 63 % des actions des 74 entreprises les plus

30 — Ramses 87/88, p. 193.

1/LE DÉVELOPPEMENT DES ACTIVITÉS FINANCIÈRES

importantes, les trois banques principales en possédant à elles seules 35 %³¹. De plus elles exercent fréquemment les droits de vote d'autres actionnaires ayant déposé leurs titres chez elles et ont ainsi souvent un poids concrétisé par la présence d'un ou plusieurs représentants dans les conseils de surveillance. Cependant il semble qu'en règle générale les banques allemandes restent moins enclines que les banques japonaises à prendre des risques importants et qu'elles aient tendance à concentrer leurs activités de distribution de crédit sur ceux qui impliquent relativement peu de risques³².

Un dernier point semble distinguer les banques allemandes des banques japonaises dans leur comportement vis-à-vis des entreprises. Les crédits octroyés par ces dernières à l'industrie sont surtout des crédits à court terme (1 an) mais presque systématiquement renouvelés, alors qu'en Allemagne 80 % du financement externe des entreprises entre 1970 et 1979 l'était sous forme de prêts à intérêts fixes et à échéance de dix ans ou plus³³. En préservant la flexibilité des taux d'intérêt, la pratique japonaise diminue ainsi l'incertitude concernant le poids futur des charges financières des entreprises japonaises, en permettant notamment d'éviter en période de désinflation la perception de rentes financières sur l'industrie.

L'EFFICACITÉ TECHNIQUE DU CONTRÔLE DES FIRMES

Les discussions sur l'efficacité des modes de financement de l'industrie prennent souvent la forme de débats sur la technique du contrôle des firmes par les actionnaires ou par les créanciers. Il importe ici de distinguer de manière plus précise la nature de l'actionnariat et le critère d'efficacité retenu.

L'exemple du Royaume-Uni est à cet égard édifiant. En effet, le fait que, dans une proportion de quelque 70 % (en 1986), les actions émises par les sociétés britanniques soient détenues par les institutions financières et les fonds de placements, a été perçu par différents auteurs comme n'ayant pas été favorable à l'investissement productif³⁴. Il convient ici de souligner la très grande importance au Royaume-Uni des compagnies d'assurances et des caisses de retraites, qui avec les fonds de placement et les sociétés d'investissement, assurent environ la moitié de l'intermédiation financière et jouent un rôle prédominant sur les marchés de valeurs. On leur a attribué des préoccupations plus tournées vers des résultats de court terme que vers l'aide aux projets à long terme. Les institutions financières porteraient ainsi une part de responsabilité dans l'augmentation récente des fusions et des acquisitions (qui sont passées en volume et en proportion des investissements du quart en 1984-1985 à 50% en 1986)³⁵ dont l'efficacité industrielle est par ailleurs largement discutée. Les investisseurs institutionnels n'auraient guère maintenu de contact direct avec les entreprises dans lesquelles ils investissent: le cas de Prudential, qui en compagnie de quelques *merchant banks* a imposé au début des années soixante-dix un changement de direction à la tête de Vickers, restant relativement isolé. Ils auraient répugné à prendre de nouveaux risques, au détriment en particulier des petites entreprises et des firmes naissantes.

En dépit des mesures récemment prises visant à favoriser le développement de l'actionnariat (à la faveur des privatisations et de la hausse des cours le nombre des actionnaires est passé de 3 millions en 1979 à plus de 8 millions) et l'apport de fonds propres aux petites et aux nouvelles entreprises par la multiplication des fonds

31—Ajustement structurel et performance de l'économie. *Op. cit.*, p. 284.

32—OCDE. *Études économiques (1985-1986). Allemagne. Op. cit.*, p. 65.

33—Ajustement structurel et performance de l'économie. *Op. cit.*, p. 270 et 284.

34—OCDE. *Études économiques (1986-1987). Royaume-Uni. Juillet 1987*, p. 52, 55, 57.

35—*Idem*, p. 55.

communs de placement à risque (qui réunissent aujourd'hui un volume de capitaux six fois supérieur à ce qu'il est en RFA), et la création de l'*Unlisted securities market*, la tendance à la concentration de l'actionariat entre « les mains » des institutions financières apparaît encore comme ôtant de son efficacité au marché dans le contrôle de la gestion des firmes. À l'inverse, des études de cas effectuées au Royaume-Uni, en Allemagne ou au Japon³⁶ semblent indiquer que l'importance des banques dans les ressources externes de grandes entreprises de l'industrie, souvent concrétisée par leur participation aux conseils d'administration, ait eu un impact positif sur leurs performances financières, et, qu'au contraire, l'absence de ce type de contrôle des créditeurs ait eu des conséquences négatives sur leurs résultats. Cette influence bénéfique se ferait d'ailleurs plus particulièrement sentir là où l'essentiel des services bancaires à l'entreprise serait fourni par une banque principale ou concentré aux mains de quelques banques peu nombreuses comme en RFA ou au Japon (en Grande-Bretagne l'examen d'un échantillon de 400 entreprises grandes et moyennes montre qu'en 1985 chacune d'entre elles recourait en moyenne aux services de 17 banques dont 7 pouvaient être considérées comme « principales »). Il demeure qu'il est difficile de tirer de ces études des conclusions de portée générale sur l'impact du financement bancaire sur les performances des entreprises, tout particulièrement en ce qui concerne les petites et moyennes entreprises dont il n'est pas sûr qu'elles bénéficient au même degré du soutien logistique des banques. Il n'en reste pas moins vrai que l'examen des effets des modes de financement dans les trois pays considérés semble orienter le jugement vers une appréciation positive en longue durée d'un financement externe à prédominance bancaire dans la rentabilité des entreprises industrielles.

Cette impression peut-elle être étendue lorsqu'on examine les rapports entre les systèmes financiers et les processus d'ajustement structurel de l'industrie depuis une quinzaine d'années ?

61

MODES DE FINANCEMENT ET AJUSTEMENT STRUCTUREL DE L'INDUSTRIE

La rupture du système monétaire international et l'entrée dans la crise, dont les prémises sont à rechercher dès avant le début des années soixante-dix mais dont les manifestations ont été considérablement aggravées à partir du premier choc pétrolier, ont profondément modifié les conditions de fonctionnement des économies de marché. Le secteur industriel s'est retrouvé confronté plus que par le passé à des nécessités de restructuration et d'ajustement que les différents systèmes de financement ont su épauler de manière très variable dans les trois pays. Les changements apportés dans l'industrie par une croissance durablement plus faible et les mutations de la demande se sont manifestés principalement à trois niveaux. En premier lieu, les entreprises en croissance ont dû procéder à des investissements de redéploiement et de développement caractérisés en particulier par l'importance des investissements incorporels (recherche-développement, formation interne, commercialisation). En deuxième lieu, les entreprises et secteurs en difficulté ont dû faire face à une nécessaire réorganisation de leurs actifs dans laquelle les impératifs strictement économiques se sont associés, selon une pondération différente suivant les cas, avec des préoccupations d'ordre social. Enfin s'est posé le problème du financement des activités nouvelles dans les secteurs de forte croissance. La

36— Cf. par exemple Cable J.- *Capital market information and industrial performance: the role of german banks. the Economic Journal, march 1985.*

1/LE DÉVELOPPEMENT DES ACTIVITÉS FINANCIÈRES

contribution des systèmes de financement à ce triple aspect du processus d'ajustement de l'industrie s'est manifestée de manière différente en RFA, au Japon et au Royaume-Uni et selon la conjoncture générale, période inflationniste des années soixante-dix ou phase de désinflation et de taux d'intérêt réels élevés de la première moitié des années quatre-vingt.

INVESTISSEMENT DE REDÉPLOIEMENT ET DE DÉVELOPPEMENT

Il semble tout d'abord que l'environnement financier ait pu contribuer d'une manière non négligeable, au Royaume-Uni, à des formes de concentration et de diversification dictées par une logique plus financière qu'industrielle. En effet les conditions d'accès assez restrictives et l'assise relativement étroite du marché financier britannique, compte tenu de son rôle de principale source de capitaux permanents pour les entreprises, ont pu favoriser des formes conglomérales de regroupement sous-optimales au regard de considérations purement économiques. Ce phénomène peut rendre compte dans une certaine mesure de la difficulté rencontrée dans la réallocation des ressources financières et de l'inertie structurelle de l'industrie britannique.

Toujours au niveau de l'environnement financier général, il convient de mentionner l'impact des évolutions nationales du taux d'inflation sur l'accès structurellement différencié aux ressources financières. Il semble en particulier qu'au Japon et en Allemagne, où l'inflation dans les années soixante-dix a été en moyenne plus modérée (l'Allemagne connaissant durant cette période un taux d'inflation inférieur à celui de la période précédente) et les taux d'intérêt réels relativement élevés (en RFA) ou moins favorables (à partir de 1978 au Japon), le recours des entreprises au crédit bancaire ait alors plus obéi à des considérations de rentabilité économique que cela n'avait été le cas jusqu'alors, une telle attitude favorisant les secteurs en croissance.

Une des principales caractéristiques des investissements de développement et de redéploiement des grandes entreprises depuis le milieu de la décennie soixante-dix a été l'importance des investissements incorporels.

INVESTISSEMENTS INCORPORELS/INVESTISSEMENTS FIXES (bruts)

	1974	1980	1984
Japon	11,6	16,3	20,9
RFA	11,9	14,2	17,8
RU	25,4	28,9	38,4

Source :
estimations
du Crédit national.

La mise en œuvre de ces investissements de caractère stratégique et de longue durée d'amortissement ne peut être liée de manière trop étroite aux profits récents des entreprises ni à leurs revenus à très court terme. Aussi en cas d'insuffisance de leurs ressources internes, le financement par le marché sous forme de capitaux à risque est-il apparu plus adapté, le crédit bancaire traditionnel — malgré des avantages liés à la consortialisation des prêts, aux possibilités de « mobiliérisation » et surtout à la meilleure information — restant cependant attentif à la valeur des actifs matériels récupérables et aux éventuelles possibilités de refinancement. Il est dès lors frappant de constater que cette modification dans la nature des investissements a été accompagnée par les changements déjà mentionnés dans la structure du financement des grandes entreprises japonaises en faveur de la titrisation et de l'internationalisation de leurs ressources.

RÉORGANISATIONS LIÉES AUX RECONVERSIONS

Le deuxième problème d'envergure auquel se sont trouvées confrontées les industries des trois pays concerne la reconversion des entreprises et des secteurs en difficulté. Deux types de ressources ont été principalement utilisées: le financement public et le crédit bancaire. L'exemple de l'industrie automobile permet d'opposer les expériences britannique et japonaise. En Grande-Bretagne, en l'absence d'une coopération effective entre management, syndicats et crédateurs, la restructuration de British Leyland à partir de 1974 a pris essentiellement la forme de réductions massives d'effectifs accompagnées d'un redéploiement relativement limité des activités, le coût de l'opération étant principalement supporté par les contribuables en raison de la réticence des syndicats et des banques créditrices à accepter de participer aux sacrifices nécessaires. Le cas de Togyo Kogyo illustre au contraire l'efficacité d'une coopération active entre partenaires dans le cadre de relations organiques entre les parties, en particulier banquiers et industriels. Ici la restructuration, permise par des concessions réciproques sans délai, s'est traduite davantage par un redéploiement des actifs que par leur réduction, limitant ainsi le coût social de l'opération³⁷.

L'efficacité du soutien des banques japonaises aux secteurs en difficulté s'est révélée depuis une quinzaine d'années dans l'aide au repli de la fonderie d'aluminium, de la construction navale, de la production d'acier électrique ou encore de la pétrochimie. Sans doute des soutiens financiers sont-ils venus des groupes industriels et du gouvernement (les aides publiques directes étant toutefois en diminution depuis les années soixante-dix), ce qui a permis aux banques d'épauler les industries touchées dans leur effort pour redimensionner et réorienter leur activité. Elles ont cependant joué par elles-mêmes un rôle considérable en suspendant le paiement des intérêts qui leur étaient dûs ou en procurant les fonds nécessaires à la reconversion³⁸.

Au Royaume-Uni et en Allemagne, l'aide à la reconversion ou le soutien des entreprises et des secteurs en difficulté semble avoir principalement la forme de subventions publiques. Moins importantes en RFA, elles sont cependant particulièrement concentrées, comme on l'a vu récemment, dans le secteur des industries extractives et la construction navale³⁹. Certains auteurs insistent sur le caractère nocif et pervers du financement public de la reconversion. Sans se prononcer sur ce jugement, il semble qu'on puisse admettre que l'importance globale ou sectorielle des subventions gouvernementales, si elle peut être parfois difficilement évitable, dénote souvent une imperfection des marchés de capitaux dans leur fonction allocative et un manque de concertation entre partenaires associés dans l'activité de production.

FINANCEMENT DES ACTIVITÉS NOUVELLES

Le troisième domaine où l'on peut envisager l'efficacité des modes de financement dans l'ajustement structurel de l'industrie est celui des investissements de créations de nouvelles entreprises. Le développement d'activités nouvelles, s'il peut s'effectuer au sein des grandes entreprises redéployant leur activité, peut aussi être le fait de firmes naissantes. Compte tenu des caractéristiques de l'investissement dans les activités de haute croissance, en particulier les industries de haute technologie (importance des investissements de recherche-développement, et de manière générale de l'investissement immatériel), il semblerait que le financement par le

37— *Ajustement structurel et performance de l'économie. Op. cit., p. 284.*

38— *Ko Tokuda. La restructuration industrielle au Japon et le rôle des banques. p. 56.*

39— *OCDE. Études économiques (1985-1986). Allemagne. Juin 1986, p. 26-27.*

1/LE DÉVELOPPEMENT DES ACTIVITÉS FINANCIÈRES

capital-risque soit le plus approprié. Or dans les trois pays, l'activité des sociétés de capital-risque ne semble pas correspondre à la rapidité du développement des entreprises nouvelles dans les secteurs d'avenir.

En effet, selon P. Geoffron⁴⁰, qui étudie le capital-risque en Europe, les financements étaient en 1985 trois fois et demie supérieurs en Grande-Bretagne à ce qu'ils étaient en RFA, où leur développement, plus récent, est cependant plus rapide. De plus, l'examen de leur répartition suivant les stades de développement des entreprises concernées montre que seule une faible part de ces financements était dirigée vers l'«ensemencement» et le démarrage des entreprises nouvelles.

CAPITAL RISQUE. FINANCEMENT PAR STADE EN 1985 (en %)

	Grande-Bretagne	RFA
Ensemencement	1,4	9,6
Démarrage	26,0	15,1
Expansion	39,7	57,2
Pré-désengagement	1,3	2,8
Buy-out	31,7	15,4
Total	100	100

Source :
P. Geoffron, in *Revue d'Économie Financière*
n°3, déc. 1987.

On peut sans doute expliquer pour une large part la concentration des investissements sur la phase d'expansion, moins risquée, et dans les opérations de *buy-out* (ces dernières s'éloignant de la vocation affirmée du capital-risque) par l'origine des fonds du capital-risque dans les deux pays. On note en effet en Grande-Bretagne la prépondérance des capitaux provenant des caisses de retraites (28,7 % en 1985), des compagnies d'assurances (17,2 %) ou dans une moindre mesure des banques et, en RFA, le poids des banques (44,9 %) et des entreprises (36,7 %). Le fait que les institutionnels britanniques et à un moindre degré des banquiers allemands soient relativement peu disposés, pour des raisons déjà mentionnées, à d'importantes prises de risque, peut rendre compte, au moins en partie, du faible concours apporté par le capital-risque au financement de la création d'entreprises.

Il faut souligner par ailleurs qu'une des principales difficultés ne réside pas tant dans la levée de fonds disposés à s'investir à hauts risques dans des entreprises qui, une fois traversés les aléas de leur premier développement et la période d'installation, peuvent manifester une rentabilité exceptionnelle. Elle réside plutôt dans le développement du savoir-faire nécessaire pour ce type d'investissements. La présence d'intermédiaires financiers s'avère nécessaire à différents stades, ne serait-ce qu'au moment de l'introduction des nouvelles entreprises sur les marchés boursiers (dont l'élargissement et la facilité d'accès, en rendant le capital-risque plus liquide, favorisent par ailleurs ce type d'investissements). Les banques ne semblent pas *a priori* moins compétitives dans ce type d'activités.

L'exemple du Japon montre que les banques peuvent aussi assumer les risques inhérents au développement des nouvelles entreprises, pour peu qu'existe un environnement favorable (caractérisé ici par les liens interbancaires et entre banques et institutions gouvernementales qui permettent une diffusion des risques encourus par les prêteurs). Ainsi les principales entreprises japonaises de semi-conducteurs ont-elles pu s'endetter dans de très importantes proportions (leur

40— Geoffron P. *L'État et la dynamique du capital-risque européen*. *Revue d'Économie Financière* n°3. Déc. 1987.

ratio dettes/fonds propres s'étagent entre 1,5 et 2,3 contre 0,2 pour les entreprises concurrentes américaines)⁴¹. D'autre part, il convient de mentionner l'importance de la création d'entreprises nouvelles dans le cadre général de la sous-traitance ou des relations contractuelles entre fournisseurs, producteurs et clients. À l'inverse en Allemagne où existent aussi des relations étroites entre banques et industrie, ces liens ne semblent pas garantir au même degré qu'au Japon le financement adéquat des nouveaux projets, dans la mesure où ils ne concernent que des entreprises d'une certaine taille et ne s'inscrivent pas dans un réseau équivalent de structures de groupes inter-entreprises⁴².

À l'issue de ce bref survol des modes de financement des entreprises depuis quarante ans au Royaume-Uni, en RFA et au Japon, porter un jugement sur leur efficacité respective dans la croissance économique n'est pas aisé. Et il convient de se garder de toute généralisation abusive. Cependant, à un moment où ce qui prévaut dans l'opinion est la croyance dans la supériorité du financement par les marchés sur le financement bancaire, l'examen rapide de l'évolution des trois pays depuis la Seconde Guerre mondiale ne conforte pas ce point de vue.

En effet, l'importance des financements intermédiés au Japon paraît avoir efficacement épaulé la forte croissance de la période qui s'étend des années cinquante au début des années soixante-dix. Leur efficacité semble avoir été moins grande en Allemagne où le système bancaire n'a pas fait preuve de la même souplesse. Au Royaume-Uni, la prépondérance du financement sur fonds propres et l'importance des marchés dans le financement externe ne paraissent pas avoir eu l'efficacité qui leur est souvent attribuée dans la théorie économique.

Les limites de l'exercice auquel nous nous sommes livrés sont claires. Elles résident avant tout dans la vacuité de toute tentative d'analyse monocausale de la croissance. Une démarche qui consiste à tenter d'isoler les facteurs financiers des autres déterminants de l'activité économique relève donc plus de la description que de l'explication. Il faut se garder d'une conclusion hâtive qui consisterait à attribuer aux modes de financement une efficacité spécifique au vu des performances globales de l'économie considérée, alors même que leur efficience propre est particulièrement malaisée à dégager.

En second lieu, il convient d'insister sur le fait que l'approche descriptive adoptée est restée principalement centrée sur les instruments supports des financements et n'a pas abordé le problème de la nature des ressources financières mises à la disposition des entreprises. En particulier leur caractère plus ou moins monétaire n'a pas été envisagé dans toutes ses conséquences alors qu'il intervient de manière essentielle au niveau macro-économique. On ne peut en effet étudier sérieusement les modes de financement de l'économie, leur capacité à répondre aux besoins de financement, leur souplesse et les coûts des ressources financières qu'ils procurent sans faire référence aux systèmes financiers dans leur ensemble. Ceci implique la prise en compte de l'attitude des autorités monétaires et des conditions générales de leur action. Parmi celles-ci, la plus ou moins grande ouverture des marchés de capitaux et des économies semble jouer un rôle essentiel, de même que les spécificités institutionnelles et réglementaires qui régissent les rapports internationaux entre les monnaies.

En dernier lieu enfin, si dans le cadre de la typologie désormais classique qui oppose économies d'endettement, économies de crédit et économies de marchés financiers, l'économie d'endettement japonaise de la période de haute croissance a pu paraître plus performante que l'économie de marchés financiers britannique ou

41 — *Ajustement structurel et performance économique. Op. cit., p. 284.*

42 — *Idem, p. 271.*

1/LE DÉVELOPPEMENT DES ACTIVITÉS FINANCIÈRES

que l'économie de crédit allemande, on doit s'interroger sur la tendance récente à l'homogénéisation des systèmes financiers⁴³. Il faut d'abord noter que cette tendance prend corps dans une période de croissance ralentie qui rappelle par son allure les fluctuations longues chères à Kondratieff ou à Simiand et que ce retournement de la conjoncture longue s'est accompagné d'une montée en puissance des déséquilibres internationaux sur les marchés de biens et services et sur les marchés de capitaux. Cette situation a entraîné une interdépendance croissante des économies, particulièrement frappante pour ce qui nous concerne sur le plan des marchés de capitaux japonais, et qui a pu avoir comme conséquence une diminution de l'efficacité des modes traditionnels de régulation des variables financières.

La modification relativement rapide des systèmes financiers dans ce contexte répondrait ainsi au moins autant à une nécessité systémique qu'aux préférences des détenteurs de ressources financières ou aux besoins des agents à déficit. Les autorités monétaires, soucieuses de conserver leur capacité d'action sur les facteurs financiers de l'activité économique sont en effet conduites à modifier leurs modes d'intervention en fonction de changements plus subis que désirés, du moins à leur origine, et à encourager les mutations en cours pour tenter de recouvrer l'efficacité de leur activité régulatrice. De ce point de vue, le caractère définitif des modifications actuelles des modes de financement des entreprises n'est peut-être pas acquis, une nouvelle phase de forte croissance et la résorption des déséquilibres internationaux pouvant modifier les données du problème. Sur ce dernier point, une étude rétrospective sur une longue durée des rapports entre modes de financement et conjoncture économique pourrait sans doute apporter quelque lumière. □

⁴³— Les systèmes financiers. Cahiers Français n° 224. Janv., Fév. 1986.