
Considérations sur les besoins en fonds propres des entreprises françaises

Jacques REGNIEZ

Administrateur de l'INSEE
Chargé de cours à l'Université Paris Nord et à l'ENSEA

L'insuffisance des fonds propres des entreprises fait partie des défauts structurels de l'économie française régulièrement dénoncés depuis de nombreuses années. Ni les pouvoirs publics, ni les responsables économiques n'ont ménagé leurs efforts pour améliorer cet aspect fondamental des structures économiques. A cet égard, pour présenter une vue partielle des actions les plus récentes en ce domaine, on peut citer trois exemples :

- L'élargissement considérable de la gamme des titres pouvant être émis par les entreprises en vue de recueillir des fonds propres, ou, du moins, des fonds à même de renforcer le « haut de bilan »¹.

- La diminution de l'impôt sur les sociétés qui témoigne des mêmes efforts des pouvoirs publics.

- Le succès remarquable du second marché boursier, qui mesure, quant à lui, la portée des initiatives du milieu financier et des entreprises elles-mêmes.

L'insuffisance des fonds propres des entreprises est un problème unanimement reconnu. Comme l'illustrent les exemples qui viennent d'être cités, ce problème inspire, pour une part, la politi-

que économique. Au demeurant, les résultats, enregistrés pour 1985, et surtout pour 1986, sont, de ce point de vue, fort encourageants.

LA MESURE DES BESOINS

Paradoxalement, la question des fonds propres des entreprises n'a jamais suscité qu'un intérêt limité chez les macroéconomistes. Le rôle de ces derniers est pourtant d'apporter les quantifications pertinentes pour les choix de politique économique. A notre connaissance, cependant, aucune estimation du besoin global en fonds propres des entreprises françaises n'a été proposée à ce jour. C'est à rechercher une telle estimation, même très approximative, que s'attache principalement cet article. Les difficultés que présente l'exercice ne sont pas méconnues, même si la place nous manque pour en discuter longuement. Elles sont d'ordre conceptuel et d'ordre méthodologique.

Au plan conceptuel, la principale difficulté de la démarche tient à la notion de structure financière optimale. Le rapport entre l'endettement et les fonds propres est en effet dépendant, notamment, du taux d'intérêt et de la demande. Cependant, dans la mesure où la trajectoire de l'économie française à court-moyen terme est fortement contrainte, au moins en ce qui concerne ces deux dernières variables, il nous semble possible de

¹ - Titres participatifs, certificats d'investissement, titres subordonnés à durée indéterminée, obligations à bons de souscription d'actions, obligations échangeables, bons de souscription...

NOTES

s'intéresser au retard en fonds propres des entreprises françaises, « au voisinage » de la situation macroéconomique actuelle.

Au plan méthodologique, il est vrai qu'il n'existe pas d'approche heuristique indiscutable. Il se trouve cependant que les indications fournies par diverses observations — dont celles tirées des centrales de bilans et celles qui découlent des comparaisons internationales de charges d'intérêts effectuées par l'OCDE — permettent de cerner des ordres de grandeur comparables. Rapprochés des évaluations que fournissent les travaux prospectifs actuellement disponibles, ces ordres de grandeur montrent que la stratégie macroéconomique et financière dans laquelle la France est engagée depuis 1983, doit conduire à une amélioration très sensible de ce problème à l'horizon du début de la prochaine décennie.

Prendre la mesure du besoin en fonds propres des entreprises françaises apparaît particulièrement utile au moment où certains, observant la lenteur de la reprise de l'investissement, montrent quelque impatience et s'interrogent sur le sort de l'épargne des entreprises. Jusqu'où convient-il de permettre aux entreprises de se désendetter, d'accroître leur ratio fonds propres-endettement et de diminuer leurs charges d'intérêts ? La prise en compte des seuls ratios de flux fournis par les comptes nationaux ne peut suffire à répondre à cette question. C'est pourquoi il convient de se pencher sur l'état des structures financières.

L'ORIGINE DES DÉSÉQUILIBRES FINANCIERS

Certes, à l'origine de la dégradation des structures financières, interviennent des phénomènes portant sur les flux. Il est bien connu que, depuis le début des années soixante-dix, différents événements ont contribué à déformer le partage de la valeur ajoutée au détriment des revenus des entreprises. Au cours de la même période, le taux d'investissement des sociétés françaises a fléchi moins fortement que leur taux d'épargne. Ce dernier a décliné dans une proportion considérable : il valait en moyenne 14,8 %² au cours des années

2 - Pour les sociétés non financières autres que les grandes entreprises nationales au sens de la Comptabilité nationale.

1962-1972 ; en 1971, il s'établissait à 14,4 % ; en 1982, il était tombé à 7,9 %. Pour prendre la mesure de cette dégradation de l'épargne des entreprises, il convient de rappeler que le taux d'épargne des sociétés nécessaire pour assurer le simple maintien à niveau des équipements est de l'ordre de 12,5 %.

Cette évolution a naturellement entraîné des conséquences sur les structures financières. En effet, face au recul de leur épargne, les entreprises ont eu recours à des financements externes, essentiellement en contractant des emprunts, car les faibles taux de rentabilité qu'elles pouvaient afficher n'étaient guère de nature à attirer des capitaux propres extérieurs.

L'économie française n'a pas eu l'exclusivité d'une telle évolution. Toutefois, certaines caractéristiques propres au système économique français expliquent que la dégradation de la situation financière des entreprises a été plus marquée en France que, par exemple, en R.F.A. Sans chercher à être complet, on peut simplement rappeler à ce sujet que, d'une part, au contraire de leurs homologues allemandes, les entreprises françaises ne bénéficient pas des quasi fonds propres apportés par les fonds salariaux, d'autre part, le processus macroéconomique de diminution de la part des revenus des entreprises dans la valeur ajoutée dépend cruciallement de la sensibilité du système économique concerné à un choc inflationniste importé, tout particulièrement à travers les mécanismes d'indexation des salaires sur les prix. Or, à cet égard, il est avéré que l'économie française a été, au cours des années qui ont suivi les chocs pétroliers, dans une situation plus défavorable que l'économie allemande.

LES TRACES LAISSÉES PAR LES DÉSÉQUILIBRES DES ANNÉES SOIXANTE-DIX ET DU DÉBUT DES ANNÉES QUATRE-VINGT SUR LES STRUCTURES FINANCIÈRES

Une étude de la centrale de bilans de la Banque de France fait apparaître que la part des fonds propres dans le passif des entreprises industrielles a baissé de sept points entre 1979 et 1983.

Une autre étude de la Banque de France indique que la part des fonds propres dans le passif

N O T E S

était en 1983 de 25,4 % pour les entreprises industrielles de la R.F.A., alors qu'elle était de 18,7 % pour les entreprises françaises.

	1978	1979	1983
Fonds propres	25,9	25,7	18,7
Provisions	2,5	2,5	4,3
Endettement	29,4	28,1	30,8
Divers non bancaires	42,2	43,7	46,2
	100	100	100

A s'en tenir à ces résultats, aussi bien la référence française aux années 1978-1979 que la référence à la R.F.A., conduisent à retenir un besoin correspondant à 7 % du passif des entreprises industrielles françaises. Ceci représente une masse d'environ 100 milliards de francs en 1983 pour la seule industrie. Si l'on extrapole ce besoin, à l'aide d'hypothèses grossières, à l'ensemble des entreprises et à l'année 1985, on aboutit à un besoin global dont l'ordre de grandeur est de 300 milliards de francs. Néanmoins, comme nous l'avons dit plus haut, il est possible qu'une part de ce besoin ait été comblée en 1985 et en 1986. En outre, cette approche ne tient pas compte des effets de l'inflation sur les structures financières. Toutefois cet inconvénient est contrebalancé par le fait que les bilans nominaux ne rendent pas compte de l'obsolescence du capital liée au processus inflationniste des années quatre-vingt pendant lesquelles d'importantes déformations du système de prix relatifs ont eu lieu.

LES STRUCTURES FINANCIÈRES, ÉLÉMENT DE LA POSITION CONCURRENTIELLE DES ENTREPRISES

Le coût des fonds propres ne peut être comparé simplement à celui des ressources d'endettement. En effet, la rémunération des fonds propres ne nécessite pas forcément une sortie de fonds de l'entreprise ; en particulier, si les bénéfices sont réinvestis, les fonds propres n'en seront pas moins rémunérés à travers le mécanisme de la

capitalisation³. C'est pourquoi les structures financières ne peuvent être approchées, de manière indirecte, comme un élément de la compétitivité des entreprises qu'à travers leurs implications en termes de charges financières.

Les comparaisons internationales du poids des charges d'intérêts menées par l'OCDE marquent à cet égard le handicap des entreprises françaises. Elles font intervenir simultanément l'importance de l'endettement et le niveau des taux d'intérêt.

PART DES PAIEMENTS D'INTÉRÊTS DANS L'EXCÉDENT NET D'EXPLOITATION EN 1983

Etats-Unis	Japon	R.F.A.	Royaume-Uni	France
32 %	57 %	33 % ⁴	21 %	76 %

Source : Perspectives économiques de l'OCDE, n° 35

Elles tendent à confirmer le diagnostic selon lequel le poids de l'endettement dans le passif des entreprises françaises est élevé relativement à celui de leurs concurrentes. Malheureusement, les chiffres disponibles sont quelque peu anciens. Il est probable que les écarts sont aujourd'hui plus réduits. Cependant, si l'on s'en tient aux données disponibles, un renforcement des fonds propres des entreprises françaises à hauteur de 300 milliards de francs — ordre de grandeur qui ressort des indications fournies par les centrales de bilans et qui correspond approximativement à 15 % de l'endettement des entreprises —, pourrait représenter le bas de la fourchette de leurs besoins. En effet, à supposer que la variation de la charge d'intérêts soit proportionnelle à la variation du poids de l'endettement⁵, un tel renforcement rapprocherait les entreprises françaises de leurs concurrentes étrangères du point de vue des charges d'intérêts mais n'empêcherait pas qu'elles restent encore en position défavorable.

Le retard accumulé en matière de capitalisation des entreprises françaises justifie les actions menées en vue de renforcer les fonds propres —

³ - Les travaux économétriques sur les données boursières font apparaître les bénéfices, qu'ils soient distribués ou non, comme variables explicatives du niveau des cours des actions.

⁴ - En 1982.

⁵ - Ceci revient à supposer que les différentiels internationaux de taux relatifs sont constants.

NOTES

et qui d'ores et déjà portent leurs fruits⁶ — tant au plan des réformes financières et structurelles qu'à celui de la régulation macroéconomique. Néanmoins l'ordre de grandeur qui peut être avancé à propos de ce retard donne matière à un certain optimisme. Quoiqu'il soit difficile à évaluer, il semble relativement élevé : peut-être trois ou quatre cents milliards (en 1985). Cependant, il semble se

combler à un rythme soutenu. Les évolutions récentes des mentalités, ainsi que les évolutions macroéconomique et financière semblent, en l'état actuel des travaux prospectifs, à même de permettre une amélioration très sensible des structures de bilan à horizon de cinq à sept ans, à la fois grâce au comblement du retard accumulé en ce domaine et à la satisfaction des besoins nouveaux des années à venir.

6 - Voir à ce sujet l'étude de la centrale des bilans de la Banque de France résumée dans le bulletin trimestriel de la Banque de France de septembre 1986 ainsi que les résultats observés en ce domaine sur le marché boursier.

COMMENTAIRE

J.F. VINCENSINI *Sous-directeur Direction du Trésor*

L'article de M. Regniet sur les besoins des entreprises françaises en fonds propres soulève, fort à propos, une question majeure, celle de la solidité du système productif.

Si on extrapole¹ à l'ensemble des entreprises françaises la dégradation, entre 1978 et 1983, du ratio de fonds propres des entreprises figurant dans un échantillon de la Centrale des bilans de la Banque de France, la chute a été de 7 points (le ratio de fonds propres de l'échantillon revient de 25,9 à 18,7 %) alors qu'elle n'a été que d'un point (de 26,4 à 25,4 %) pour les entreprises allemandes figurant dans l'échantillon retenu par la Bundesbank.

Le second choc pétrolier a donc eu un effet très dommageable pour les entreprises françaises. D'une part, le partage de la valeur ajoutée s'est sensiblement modifié au détriment des profits, et l'autofinancement a baissé. D'autre part, les taux réels, moindres en France qu'en Allemagne², ont encouragé l'endettement, au détriment des fonds propres.

Dans ces conditions, l'explication de l'auteur selon laquelle « les faibles taux de rentabilité des entreprises françaises n'étaient guère de nature à attirer des capitaux propres extérieurs » durant la période 1978-1983, paraît incomplète, bien qu'elle soit indiscutable.

1 - Cette extrapolation soulève des problèmes méthodologiques sur lesquels il n'est pas utile de s'attarder ici.

2 - Les taux réels à long terme en R.F.A. ont dépassé ceux qui étaient constatés en France de 3 points environ en 1978-1979-1980, d'un point en 1981. Ils sont devenus virtuellement égaux à partir de 1982.

Qu'en est-il aujourd'hui ? Les années 1984, 1985 et 1986 ont permis un redressement substantiel de la rentabilité et de l'autofinancement. D'autre part, la configuration des taux d'intérêt réels depuis 1983 est totalement différente de celle qui a prévalu de 1978 à 1983, puisqu'il y a quasi alignement des taux réels français et allemands, à un niveau qui oscille entre 3 et 5 points. Le « déficit » de 350 milliards de francs qui était estimé à la fin de 1983 est aujourd'hui probablement comblé, voire au-delà : les émissions d'actions des entreprises (y compris non cotées) ont atteint 200 milliards de francs en 1984, 1985 et 1986 (40, 61 et 100 milliards respectivement) et les bénéfices mis en réserve 190 milliards de francs (40, 60 et 90 milliards). Dans le même temps la capitalisation boursière des actions a été multipliée par 2,5 en trois ans (1 000 milliards de francs à la fin de 1986 contre 400 milliards à la fin de 1983). S'y ajoute celle du second marché qui a atteint 110 milliards de francs à la fin de 1986, alors que ce marché n'existait pas trois ans plus tôt.

Il importe toutefois de garder à l'esprit que, si le taux d'épargne des entreprises françaises, après avoir fléchi de 11,5 % en 1979 à 8 % en 1982, s'est redressé à 13 % en 1986, il reste encore en retrait par rapport à son niveau du début des années soixante-dix, voisin de 14,5 %. La poursuite de son amélioration — il pourrait atteindre 13,8 % en 1988 d'après les dernières prévisions — doit donc rester une préoccupation majeure de la politique économique.