

Troisième partie

Application : La sensibilité financière des comportements de dépense des entreprises industrielles françaises depuis le début des années 80

« Estimation of investment functions is a stricky and difficult business and the best posture of any of us in that game is one of humility », *EISNER (1974, p. 101)*.

Introduction de la troisième partie

Essentiellement empirique, cette partie s'intéresse aux comportements, en matière de financement et de dépense, des entreprises appartenant à l'économie française. Entièrement fondé sur l'étude d'un échantillon d'entreprises industrielles – dont le nombre dans l'échantillon varie de 6395 à 12413 unités selon les années étudiées – adhérentes à la Centrale des Bilans (CdB) de la Banque de France, notre objectif premier est naturellement de vérifier l'existence d'une sensibilité financière pour les dépenses mises en œuvre par ces entités (Cf. **Annexe 2** pour la présentation de l'échantillon).³²³³²⁴ Les informations statistiques que nous utilisons sont tirées de données individuelles d'entreprises lesquelles permettent, LAVIGNE & VILLIEU (1996) l'ont justifié, d'obtenir des résultats plus robustes en matière d'analyse des influences financières, comparativement tout du moins à des données agrégées.³²⁵

³²³ La disponibilité de ces données ainsi que leur traitement en matière économétrique a été possible grâce à une collaboration avec Bernard PARANQUE, alors économiste à la Banque de France. Nous tenons à l'en remercier ici. Nos investigations empiriques ont notamment donné lieu à deux articles qui nous servent de référence dans cette partie (GRONDIN & PARANQUE, 1998, 1999). Toutefois, Bernard PARANQUE ne pourra pas être tenu responsable des nombreuses modifications entre les articles d'origine et l'usage qui en est fait dans ce travail.

³²⁴ Sur le plan général, notre démarche est très proche de celle adoptée par PARANQUE & RIVAUD DANSET (1998) qui, dans l'analyse de la sensibilité financière de la dépense, interrogent plus particulièrement l'existence de régimes de financement en France.

³²⁵ Les investigations pratiques qui apparaissent dans la littérature sur la sensibilité de la dépense aux variables financières privilégient, de plus en plus, l'utilisation de données microéconomiques. En France, ce sont les bases de données comme celle de la CDB mais aussi la base de donnée FIBEN ou encore la base de données DIANE qui fournissent ce genre d'information.

Par ailleurs, pour des raisons de disponibilité des données, notre investigation pratique porte sur la période globale 1985-1997, bornes qui présentent néanmoins l'avantage de contenir plusieurs phases conjoncturelles. On dispose en effet de périodes de croissance soutenue (1987 – 1988), de stabilisation du cycle de croissance (1989 à mi-1990), de ralentissement important de l'activité (mi-1990 à 1992), de récession (1993) et encore de reprise de l'activité (à partir de 1994). En outre, ayant retracé la chronologie des interventions de la Banque de France sur le marché interbancaire (*Cf. Annexe 3*), nous pouvons distinguer les périodes de restrictions monétaires (fin 1988, fin 1989, mi-1991, fin 1992-début 1993) des périodes relativement plus souples à ce niveau (avant 1988, mi-1990, à partir de fin 1994). Cette précision nous permettra, dans nos investigations pratiques, d'affiner les résultats obtenus sur l'ensemble de la période 1985 – 1996, en relevant les différences de résultats entre, d'une part, ceux obtenus pour des années favorables en terme d'environnement économique et monétaire (1987 et/ou 1996) et, d'autre part, ceux dégagés pour des années qui conjuguent restriction monétaire et récession économique (1993).

Nous l'avons démontré au cours de la première partie, dans leur majorité, les études sur la sensibilité financière de la dépense que nous recensons, déduisent de ce constat l'existence d'une contrainte financière qui, directement imposée par les offreurs de capitaux aux firmes qui les sollicitent, affecterait pour longtemps le développement de celles-ci. L'objectif de notre troisième partie est de comparer cette hypothèse avec une autre qui, trouvant ses traces dans les travaux micro-fondateurs de la théorie du canal large, justifie la relation positive entre les variables financières et l'investissement des entreprises en terme de stratégie développée par les dirigeants d'entreprise désireux de disposer de marges de manœuvre face à l'imprévu. Nous tentons donc de savoir dans quelles mesures la sensibilité financière de la dépense des entreprises industrielles françaises, si elle existe, n'est pas directement et exclusivement imputable aux contraintes de financement imposées par les offreurs de capitaux, mais reflète également, au moins en partie, des intentions propres aux dirigeants d'entreprise.

La deuxième partie de notre propos consiste à déterminer comment, situées dans un contexte incertain voulu par un fonctionnement imparfait des marchés et dans l'impossibilité de prévoir à l'avance les conditions de réalisation de la dépense, les firmes sont conduites à développer des stratégies qui leur permettent avant tout de remplir en tout temps les conditions de financement de la dépense. Tout d'abord, parce qu'elles assouplissent les conditions d'accès au financement externe (*cf. Chapitre 3, section 1*) et/ou offrent à la firme la

possibilité d'autofinancer elle-même ses paiements (*cf. Chapitre 3, section 2*), les sources internes de financement font l'objet d'une détention préférentielle de la part des dirigeants d'entreprises, hypothèse que nous proposons donc de vérifier.

Par ailleurs, caractéristique de la société moderne, l'incertitude menace constamment les résultats de la firme qui, susceptible d'être confrontée à des besoins de liquidité et à l'impossibilité de les satisfaire en raison de marchés imparfaits, s'organise nécessairement (*cf. Chapitre 4, section 1*). Dans l'incapacité de prévoir parfaitement les aléas, elle est conduite à détenir des réserves de liquidité qui jouent, à l'actif de son bilan ou à son hors bilan sous la forme d'un pouvoir assuré d'emprunt, un rôle fort de protection contre les changements d'environnement. Nous allons également tenter de nous informer sur ce rôle amortisseur de choc de la liquidité. À l'actif, la gestion des besoins de liquidité passe par la modification des dépenses pour lesquelles les coûts d'ajustement sont les plus faibles. Nous vérifions la réalité de liens plus étroits entre la gestion de l'exploitation³²⁶ et les variables financières. Ensuite, si la firme est conduite à se constituer des réserves de sécurité, ce n'est pas pour autant qu'elle les utilise indifféremment et/ou systématiquement dans la dépense. Tout d'abord, celle qui utilise les liquidités qu'elle détient en propre court uniquement le risque de l'entreprise. Au contraire, celle qui opte pour l'utilisation des lignes de crédit et, par conséquent, l'accroissement de la dette prend des risques supplémentaires en terme de charges de remboursement. Nous tentons donc de vérifier si, lorsqu'elle réalise une dépense, la firme respecte une hiérarchie dans l'utilisation des fonds, privilégiant en premier lieu le financement strictement interne. Enfin, la firme qui procède à une transformation de sa liquidité en actif immobilisé s'expose, en avenir incertain, au risque de ne pas pouvoir recouvrer à échéance la totalité de la somme initialement engagée. Cette menace directe sur la pérennité de la firme est d'autant plus grave que, dans l'impossibilité de trouver de nouveaux fonds externes ou de liquider une partie de ses actifs immobilisés, elle prend finalement, en réalisant un investissement, le risque d'une crise de liquidité. Aussi, consciente de ces difficultés, elle peut être conduite à renoncer à l'investissement durable qu'éventuellement elle remet à plus tard. Dans ce cadre, les réserves de liquidités qui sont utilisées se destinent aux seules dépenses de court terme, pratiques que nous essaierons également de repérer (*cf. Chapitre 4, section 2*).

³²⁶ En tout cas dans sa dimension non financière, en l'occurrence la gestion des stocks de matières premières, produits semi-finis et produits finis.

Vérifier l'ensemble de ces hypothèses revient en définitive à envisager l'idée que la modification des postes de dépense peut quelquefois apparaître, au moins en partie, comme le reflet d'un comportement prudent des dirigeants d'entreprises par rapport à leurs « réserves de liquidité », qu'ils préfèrent conserver et gérer plutôt que de les utiliser dans des emplois qui les immobilisent ou, au pire, les détruisent.

Nous l'avons vu dans la première partie, le plus souvent directement rattachés à la validation empirique de la théorie du canal large, les travaux empiriques existants sur l'étude du rôle des facteurs financiers sur la dépense passent traditionnellement par la mise en évidence d'une relation positive entre l'investissement et le cash-flow des firmes. Nous adhérons dans un premier temps, à cette démarche générale de test, optant toutefois pour une définition élargie des liquidités à disposition des entreprises. Aussi, après avoir procédé à l'analyse statistique de l'évolution, sur fond de changement de l'environnement économique et monétaire, de l'ensemble des postes de dépense des firmes, nous menons des investigations économétriques similaires à celles qui prévalent dans la littérature. Nous choisissons plus particulièrement d'étudier la sensibilité financière des comportements d'investissement durable mais aussi de gestion de l'exploitation de la part des entreprises industrielles françaises (*Chapitre 5*).

Il ressort de nos premières études pratiques que l'hypothèse de sensibilité financière de la dépense ne peut pas être réfutée pour la majorité des entreprises françaises et cela quelle que soit l'année, *ie.* l'état de l'environnement – souple versus restriction, que l'on considère. Nous repérons également un rôle amortisseur de la liquidité des firmes sur leur dépense. Nous notons aussi la plus grande sensibilité financière des dépenses d'exploitation, ce qui va également dans le sens de l'hypothèse que les comportements de gestion de la liquidité par la firme touchent en premier lieu ses dépenses aux coûts d'ajustement les plus faibles. Il semble enfin que les firmes respectent une utilisation hiérarchique des financements à leur disposition, tout du moins en ce qui concerne l'usage du financement interne au sens strict du terme. Il serait cependant abusif de conclure à ce niveau en l'absence de contraintes imposées sur la dépense par les offreurs de capitaux. On peut en effet considérer que la ligne de démarcation des influences sur la dépense est très faible entre celles qui reflèteraient les commandements exercés par les financiers externes sur les entrepreneurs, d'une part, et celles qui procéderaient au contraire des choix propres de ces derniers en matière de financement et de dépense, d'autre part. À partir de là, reprenant notre échantillon, nous essayons tout d'abord de dégager des informations globales en matière de dépendance entre les variables sur

l'ensemble des firmes et de positionnement de celles-ci les unes par rapport aux autres, au regard des variables observées. Nous comparons les résultats dégagés de l'analyse de données aux informations à notre disposition concernant la structure et l'évolution des financements des entreprises de l'échantillon sur la période étudiée (*Chapitre 6*).

chapitre cinq

Les variables financières ont-elles influencé la dépense des entreprises françaises durant le dernier cycle ?

Dans quelle mesure le fonctionnement imparfait de l'ensemble des marchés exacerbe-t-il les difficultés mises en avant par les modèles traditionnels de dépense ? Là est la question qui motive les travaux américains. Nous la posons autrement : Dans quelle mesure la remise en cause, par l'introduction de variables financières, des modèles standards de dépense résulte-t-elle d'un fonctionnement imparfait des marchés ?

Parmi les questions qui nous motivent, ce chapitre doit notamment nous permettre d'apprécier, en cas de constat empirique de la sensibilité financière de la dépense, (1) La présence dans les déterminants de la dépense des variables qui mesurent la liquidité au sens large du terme à disposition de la firme ; (2) Le rôle amortisseur de ces variables ; (3) La plus grande sensibilité de la dépense d'exploitation aux variables financières en général et à la mesure de la liquidité au sens strict du terme en particulier et ; (4) l'apparente préférence de la firme pour l'utilisation en premier lieu du financement strictement interne de la dépense.

Nous débutons notre investigation pratique par une analyse simple de l'évolution statistique de diverses composantes de la dépense des entreprises industrielles sur la période 1985-1997 qui couvre, en France, un cycle d'activité complet.³²⁷ Ce faisant, outre le repérage de la structure et des changements dans les postes de dépense que nous tenterons par la suite

³²⁷ Servant à une comparaison entre l'évolution des postes de dépense des entreprises françaises et celles des firmes allemandes, ces données ont permis aux équipes de recherche de la Banque de France et la *Bundesbank* de proposer une analyse comparative très intéressante des structures de financement qui prévalent dans chacun de ces deux pays (SAUVE & SCHEUER, 1999).

d'expliquer, nous procédons à une comparaison graphique entre l'évolution sur la période de la dépense et celle des taux directeurs (*Section 1*).

Distinguant les entreprises en fonction de leur taille en effectifs, nous affinons notre étude empirique en complétant l'analyse descriptive par des travaux économétriques sur les déterminants des comportements d'accumulation durable et de gestion du cycle d'exploitation des entreprises industrielles françaises sur la période 1986-96. Notre objectif n'est pas de déterminer la meilleure modélisation empirique possible des comportements de dépense mais, à l'aide de régressions simples, de vérifier si l'hypothèse de sensibilité financière de la dépense est validée en France et de repérer, dans ce cas, les différences dans le temps, entre les variables explicatives et entre les classes d'entreprises (*Section 2*).

Section 1 - L'évolution statistique des postes de dépense des entreprises industrielles sur fond de changement de l'environnement monétaire

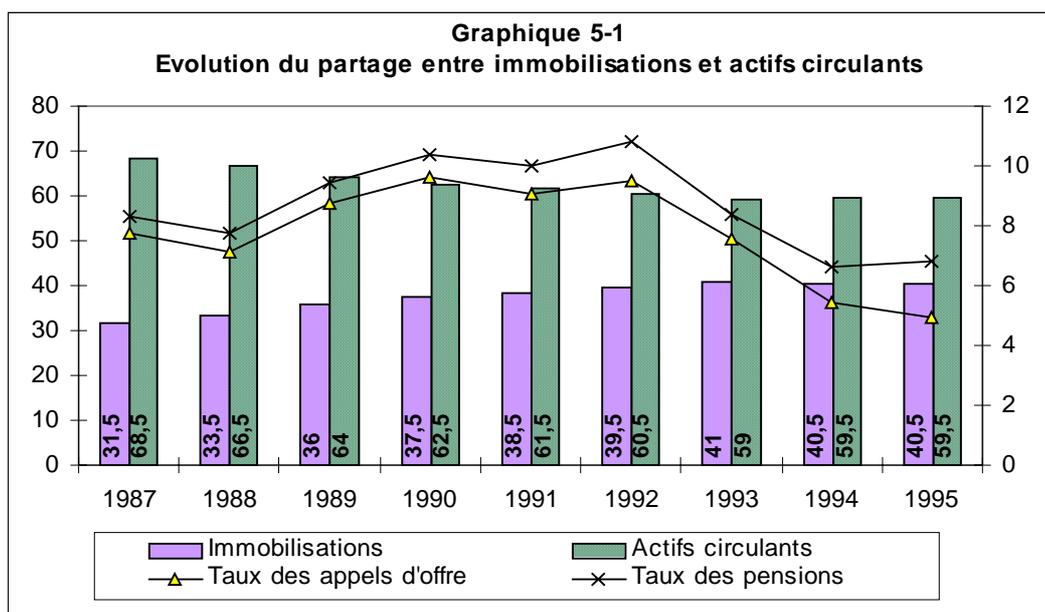
À partir de l'année 1983, en France, la politique économique vise à réduire ou à contenir le taux d'inflation et les déficits publics et à améliorer la structure financière des entreprises françaises alors fortement endettées. Dans ce cadre, la Banque de France procède, entre autres, à des interventions sur le marché interbancaire qui n'épargnent pas à l'économie française de passer par des périodes de restrictions monétaires (cf. *Annexe 3*). Les fluctuations des taux directeurs qui en découlent trouvent toutefois, en général, très peu d'échos dans la façon dont les entreprises industrielles françaises organisent la structure de leur actif. À ce niveau, nous relevons toutefois, pour toutes les entreprises quelle que soit leur taille, le comportement particulier du poste « liquidité » par rapport au total du bilan (*1.1*).

L'étude plus fine de l'évolution des comportements de dépense et des principaux indicateurs de l'activité des entreprises industrielles françaises laisse en revanche apparaître des similitudes entre celles-ci et l'évolution des taux directeurs. Pour diverses composantes de la dépense et de manière pratiquement similaire pour toutes les entreprises quelle que soit leur taille, les ruptures enregistrées apparaissent le plus souvent dans un délai de un, deux voire trois ans après la modification du sens de variation des taux directeurs. (*1.2*).

1.1. – La structure et l'évolution de l'actif des entreprises industrielles françaises depuis le début des années 80

La structure de l'actif des entreprises de l'industrie manufacturière française s'est modifiée, entre 1987 et 1995, dans le sens de la croissance des actifs immobilisés dans le bilan. Celui-ci enregistre par conséquent une évolution tendancielle vers un équilibre entre les deux grandes masses qui le composent (*Graphique 5-1*).

Graphique 5-1 : Evolution du partage entre immobilisations et actifs circulants



La comparaison de l'évolution des actifs de l'ensemble des firmes françaises avec celle des deux indicateurs de la politique monétaire ne permet pas vraiment de préjuger d'une influence des autorités monétaires dans l'organisation de l'actif de ces entités. À ce niveau, nous repérons toutefois les dates-clefs des changements dans la politique monétaire en France ; les années 1988³²⁸ et 1992³²⁹.

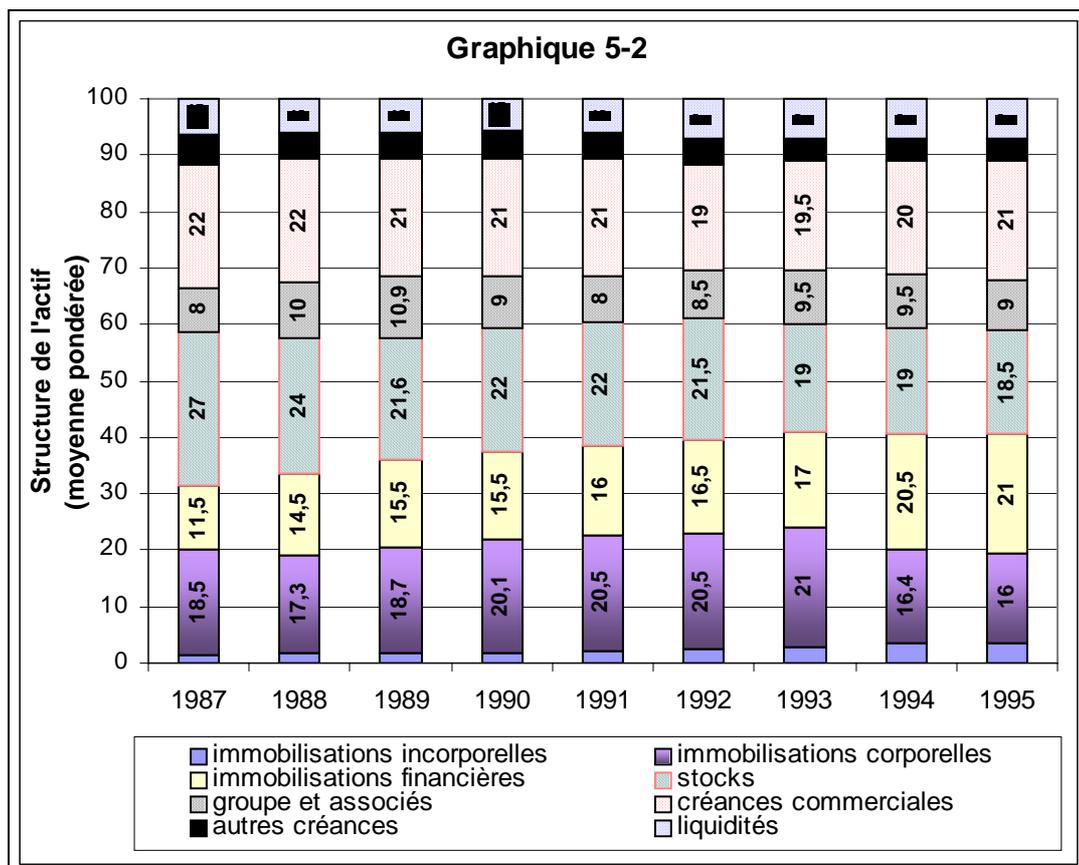
Une analyse plus détaillée de l'évolution des subdivisions de l'actif montre que, parmi

³²⁸ L'année 1988 est caractérisée en France en même temps par une croissance économique soutenue et par des hausses brutales du taux des appels d'offre et du taux des prises en pensions.

³²⁹ Les années 1992-93 apparaissent en France comme marquées à la fois par un ralentissement de l'activité et par des interventions restrictives des autorités monétaires sur le marché interbancaire.

les immobilisations, c'est notamment le poste des immobilisations financières qui prend une place grandissante dans le total du bilan des entreprises, au détriment des immobilisations corporelles dont la part diminue depuis 1993. Au niveau des actifs circulants, les firmes enregistrent une diminution tendancielle des stocks, lesquels semblent avoir, seuls, subi le mouvement général de réorganisation de l'actif. En effet, à ce niveau global, les autres composantes de l'actif circulant montrent une évolution relativement stable sur la période étudiée (*Graphique 5-2*).

Graphique 5-2



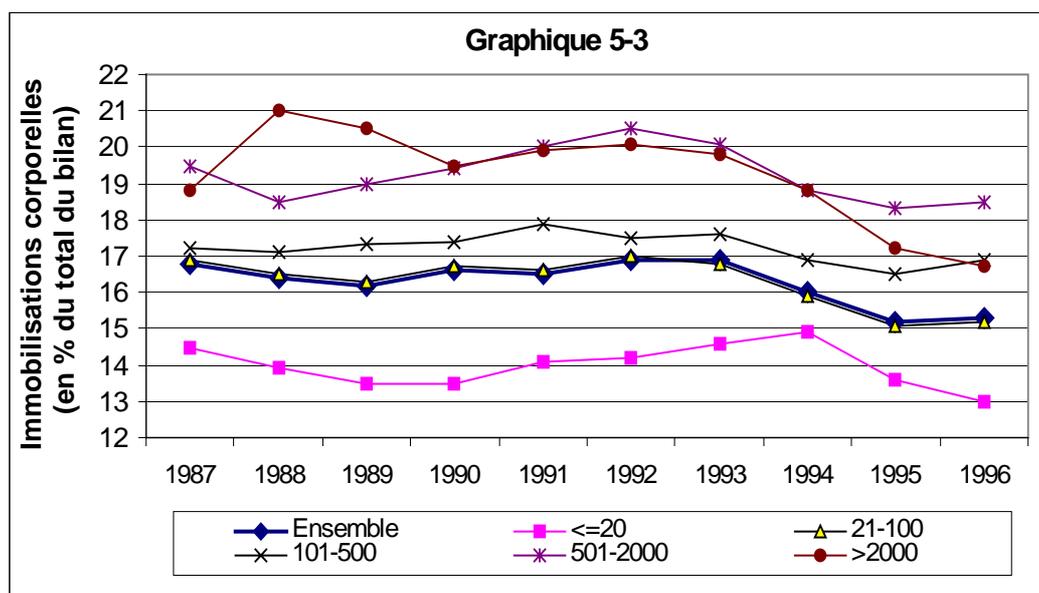
La distinction des firmes par classes de taille d'effectifs nous permet de préciser l'hétérogénéité des évolutions des composantes de l'actif immobilisé (*I.I.2.*) et de l'actif circulant (*I.I.1.*) entre classes d'entreprises et au cours du temps.

Elle nous permet également de préciser cette tendance par rapport aux changements de politique monétaire : des restructurations de l'actif circulant qui surviennent systématiquement de manière retardée dans le temps, après une variation en sens inverse des taux d'intérêt directs.

1.1.1. - Les grandes entreprises substituent les immobilisations financières à celles corporelles et incorporelles

La comparaison entre l'année 1987 et 1996 montre que, mises à part les très grandes firmes de plus de 2000 salariés, les entreprises industrielles françaises ont plus ou moins maintenu leur part d'immobilisations corporelles par rapport au total du bilan (*Graphique 5-3*).

Graphique 5-3

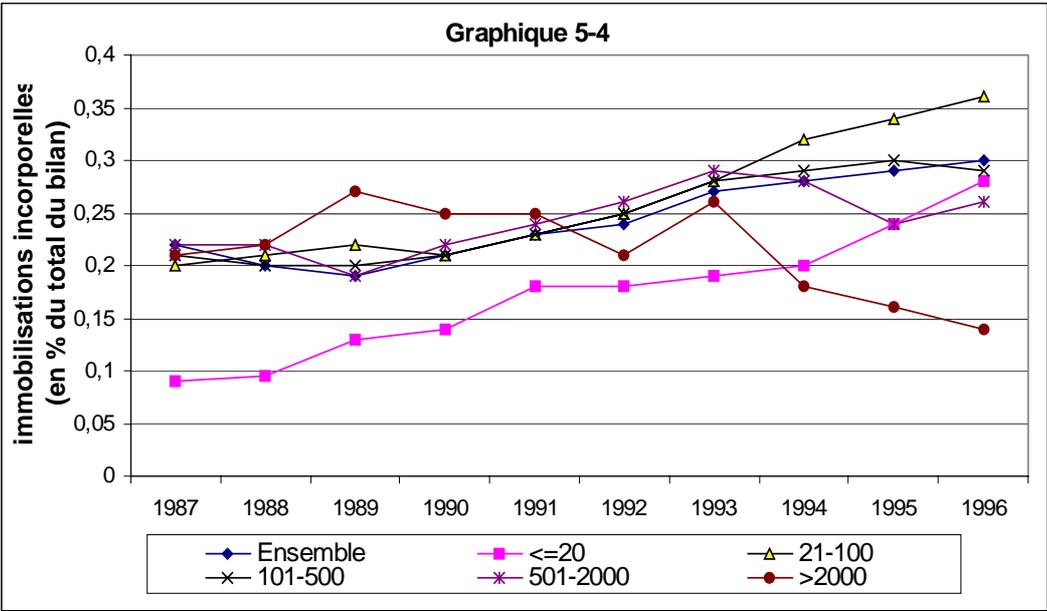


Cette tendance n'a cependant pas été constante au cours du temps ; les immobilisations corporelles ont en effet augmenté jusqu'en 1991-1992 pour reculer ensuite à partir de l'année 1993. Cette tendance pourrait s'expliquer en France à la fois par le ralentissement de l'activité économique enregistré depuis le début des années 90 et par les perturbations monétaires qui ont continué à secouer l'année 1993. Dans la suite de nos travaux, il s'agira de savoir si les entreprises se retrouvent acculées à modifier la structure de leur dépense en raison des éventuelles restrictions directement imposées par les offreurs de capitaux où s'il s'agit plutôt pour elles de développer des stratégies qui visent à accroître le niveau de leurs sources internes de financement et/ou satisfaire leur besoin d'une assurance d'accès à la liquidité dans un climat d'incertitude croissante sur la situation économique.

Comptabilisant les unes par rapport aux autres des proportions similaires d'immobilisations incorporelles dans le total de leur bilan, les entreprises françaises enregistrent en général la croissance régulière au cours de la période de la part prise par

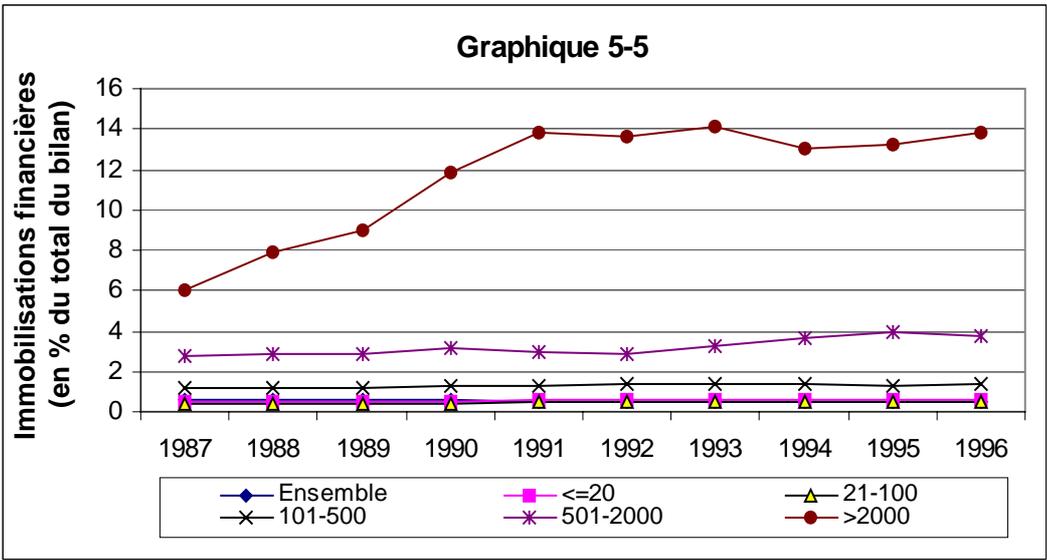
celles-ci dans le total du bilan (*Graphique 5-4*). On remarque toutefois le comportement original des très grandes entreprises qui enregistrent des ruptures brutales de tendance en 1989, en 1992 et en 1993, date à laquelle leur part d'immobilisations incorporelles dans l'actif montre une franche diminution.

Graphique 5-4



Comme pour les immobilisations incorporelles, les immobilisations financières occupent, les très grandes entreprises mises à part, une proportion relativement réduite parmi l'actif des entreprises industrielles françaises (*Graphique 5-5*).

Graphique 5-5



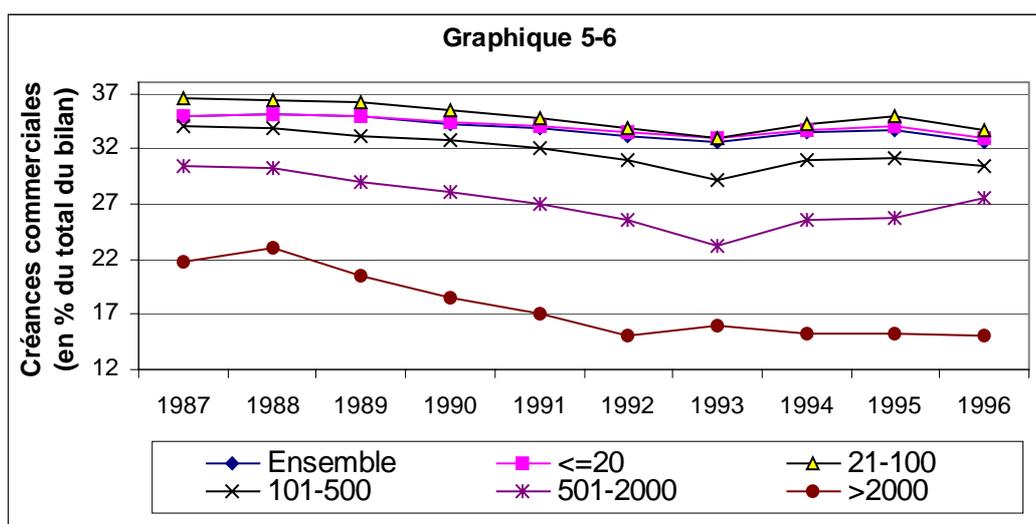
Le mouvement important de croissance précédemment repéré³³⁰ au niveau de l'ensemble des entreprises a donc trait uniquement au comportement des très grandes entreprises françaises. Il semble que ces dernières tendent à substituer les immobilisations financières aux immobilisations corporelles et incorporelles.

Au total, exception faite des immobilisations corporelles qui montrent une évolution relativement saccadée sur la période 87-96 et qui enregistrent des ruptures de tendance un voire deux ans après un changement de direction des taux directeurs, les composants de l'actif immobilisé des entreprises industrielles françaises semblent évoluer de manière tout à fait régulière et indépendante relativement aux modifications enregistrées dans l'environnement monétaire. Les firmes ont-elles réussi à protéger leurs immobilisations en adoptant des politiques particulières au niveau de la gestion de leur activité ? Celles-ci se reflètent-elles en partie dans la structure et l'évolution de l'actif circulant ?

1.1.2. Les plus petites entreprises sont celles qui détiennent les niveaux de liquidités les plus élevés

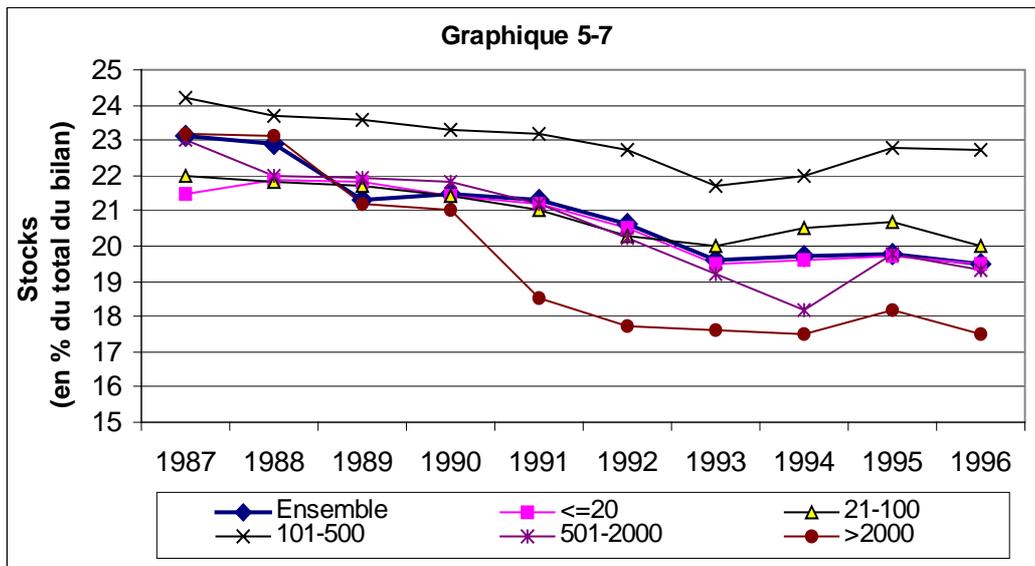
La période 1985-1996 a été marquée en France par une modification de la composition des actifs circulants de l'ensemble des entreprises de l'industrie manufacturière française au détriment des stocks et des créances commerciales (hors groupe et associés) qui diminuent régulièrement au cours du temps (*Graphiques 5-6 et 5-7*).

Graphique 5-6



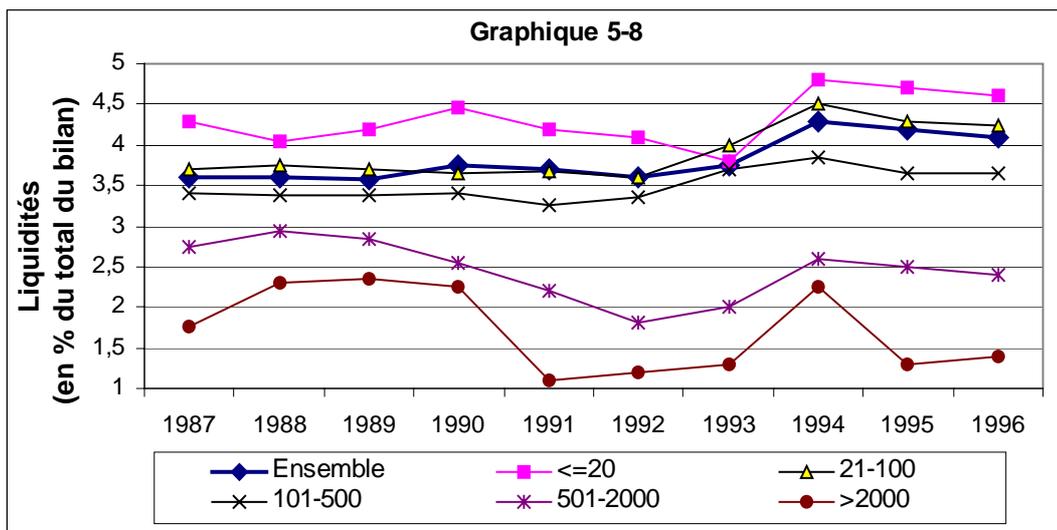
³³⁰ Dans le *Graphique 5-2*.

Graphique 5-7



On remarque que, comparativement aux grandes entreprises, ce sont les firmes les plus petites en taille qui détiennent les niveaux les plus élevés de stocks, de créances commerciales, mais aussi de liquidités, i.e. de valeurs mobilières de placement et disponibilités par rapport au total du bilan (*Graphique 5-8*). Ces entreprises sont également celles, nous l'avons vu, qui montrent sur la période une évolution stable de leurs immobilisations.

Graphique 5-8



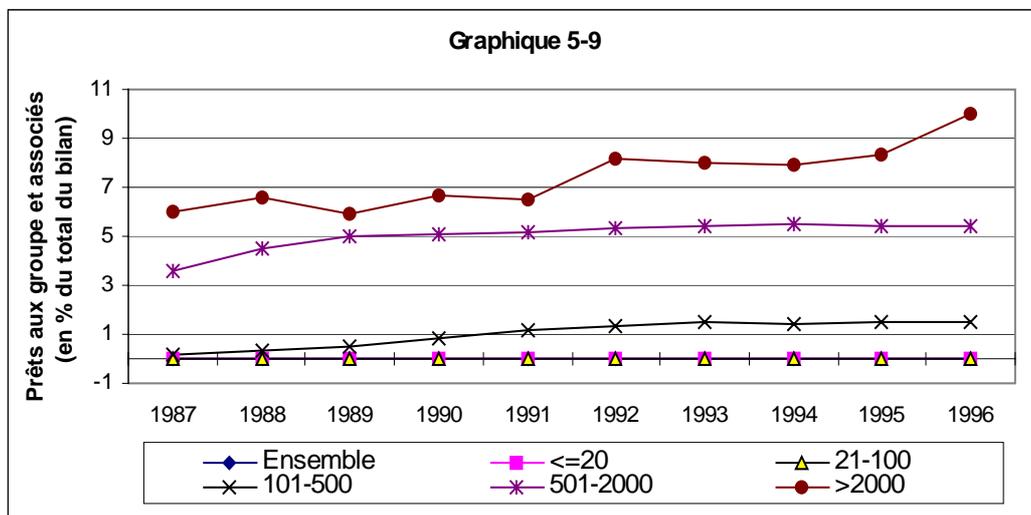
Par ailleurs, contrairement aux grandes entreprises qui les diminuent, les P.M.E. conservent une proportion suffisamment stable de liquidité au cours de la période. Il apparaît

par conséquent que ces entités réussissent mieux que les grandes entreprises à gérer le niveau de leurs liquidités dans le total du bilan. Nous notons également qu'en 1993, année marquée par la restriction monétaire et la récession économique, les P.M.E. comme toutes les autres entreprises, accroissent plutôt qu'elles ne diminuent la détention de liquidités dans leur total de bilan. Ce comportement se traduit par une plus grande disponibilité des ressources internes et, par conséquent, la possibilité pour la firme qui le désire de mettre en œuvre des projets de dépense. La comparaison entre les graphiques 5-3 et 5-8 nous permet de voir, depuis 1992-93, une évolution en sens inverse, celle de l'importance prise dans le total du bilan et pour l'ensemble des firmes, entre les liquidités d'une part et les immobilisations corporelles d'autre part. Ce constat laisse envisager que ces entités ont pu procéder à des cessions d'actifs immobilisés de manière à renflouer leur liquidité.

Nous relevons en outre l'évolution complètement désordonnée des liquidités dans le total du bilan des très grandes entreprises industrielles pour lesquelles les années 1989-90 apparaissent comme des années de rupture, lors desquelles le niveau des liquidités diminue brutalement jusqu'en 1991 pour croître à nouveau et finalement chuter tout aussi fortement l'année suivante. Ainsi P.M.E. et grandes entreprises se démarquent dans l'évolution de leurs liquidités sur la période. Mais si l'originalité des petites entreprises tient en une évolution stable de ce poste, celle des grandes entreprises apparaît au contraire dans des mouvements largement instables.

Enfin, quasiment les seules à en bénéficier, les grandes entreprises voient croître la part des créances vis-à-vis du groupe et des associés (*Graphique 5-9*).

Graphique 5-9



Au total, il ressort de cette analyse que si l'évolution des interventions de la Banque de France sur le marché interbancaire est le reflet d'une politique monétaire largement fluctuante en France depuis le milieu des années 80, l'évolution de l'actif des entreprises industrielles françaises n'offre aucunement le reflet d'une telle agitation. En effet, mis à part l'année 1993 pour les créances commerciales, il est extrêmement difficile de faire un parallèle entre l'évolution des éléments qui composent les actifs circulants et celle des taux directeurs. Notons cependant que, hormis les liquidités, les variations des différents éléments qui entrent dans la composition de l'actif des firmes se font toujours dans le même sens et ce, plus ou moins dans les mêmes proportions pour l'ensemble des entreprises étudiées.

1.2. – Etude de la combinaison productive, de l'investissement et de l'emploi des firmes

L'analyse de diverses composantes de la dépense des entreprises de l'industrie française permet de faire des parallèles plus précis entre l'évolution de ces éléments et celle des taux directeurs. Que l'on s'intéresse à l'investissement productif ou au cycle d'exploitation des entreprises, les changements qui marquent l'évolution de ces composantes de la dépense apparaissent toujours décalés de un, deux voire trois ans après un changement dans le sens de variation des taux directeurs (1.2.1). Ce constat apparaît également dans l'analyse des principaux soldes d'activité dégagés par ces entités (1.2.2).

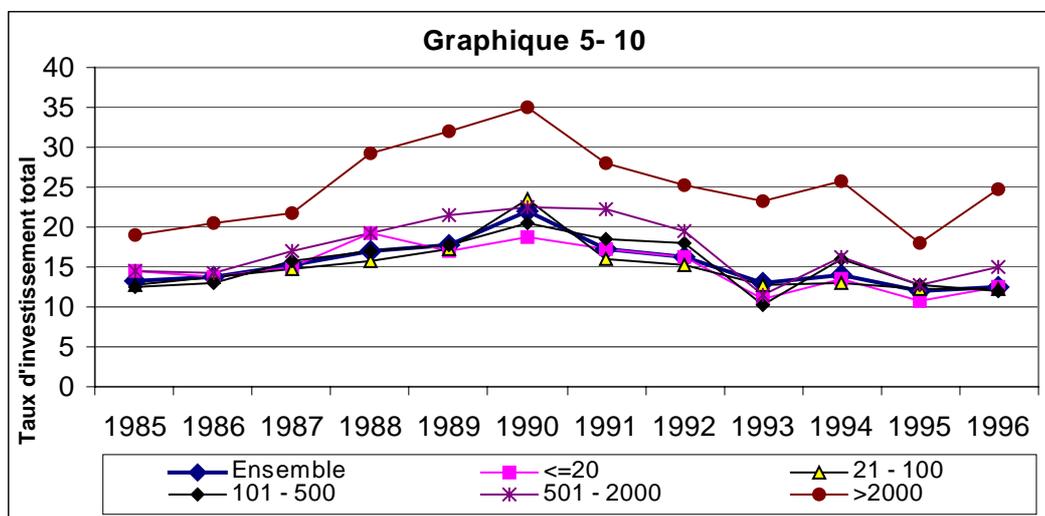
1.2.1. - Les comportements d'investissement et de gestion de l'exploitation

A) Trois périodes dans l'effort d'investissement productif

Trois indicateurs, définis par les services de la CdB de la banque de France, permettent d'apprécier pleinement l'effort d'investissement des entreprises de l'échantillon, à savoir le

taux d'investissement total,³³¹ le taux d'accumulation³³² ou encore le taux d'accumulation élargie.³³³

Graphique 5-10

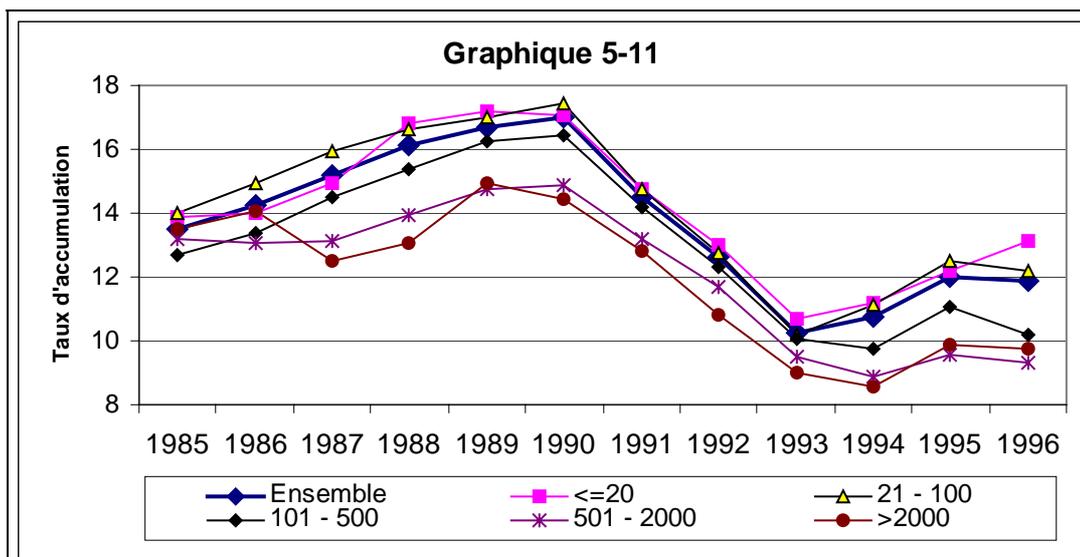


Graphique 5-11

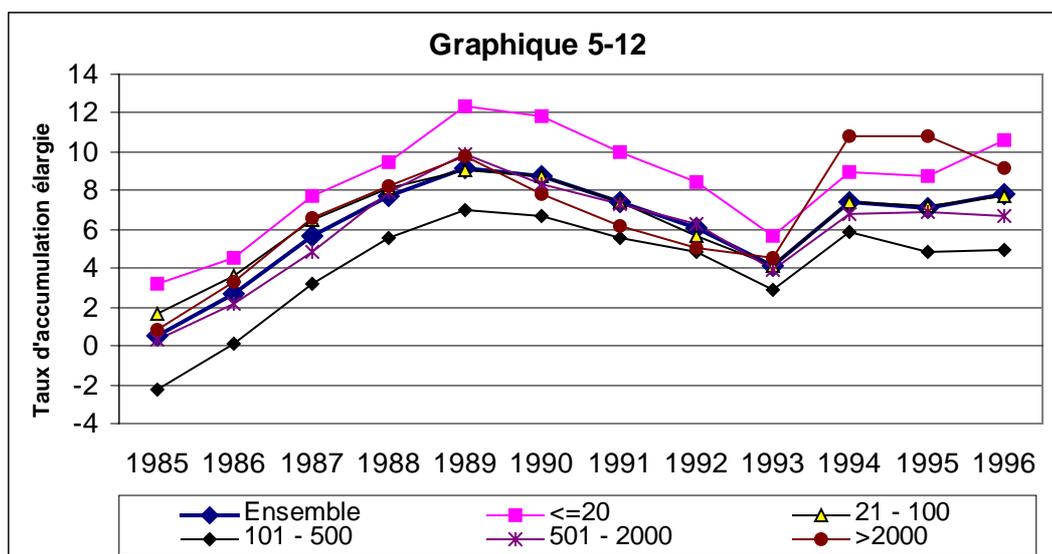
³³¹ Le taux d'investissement total rapporte l'investissement productif à la valeur ajoutée.

³³² Le taux d'accumulation est égal au rapport entre Investissement productif et équipement productif, crédit-bail inclus.

³³³ Taux d'accumulation élargie = Investissement total + variation du BFR / capital engagé.



Graphique 5-12



Quel que soit l'indicateur que l'on retient, il ressort de l'analyse des comportements de dépenses que les entreprises de l'industrie manufacturière française sont passées par 3 phases distinctes sur la période 1985-1996 (*Graphiques 5-10 à 5-12*). Dans chacune de ces évolutions, les points de rupture se situent en 1989 et en 1993, un an après ceux relevés pour les taux directeurs.

11. Jusqu'en 1989 : L'effort de renouvellement du potentiel productif des entreprises industrielles françaises reste soutenu et évolue dans des proportions similaires pour l'ensemble des classes de taille d'entreprises. Avec des taux d'accumulation globalement

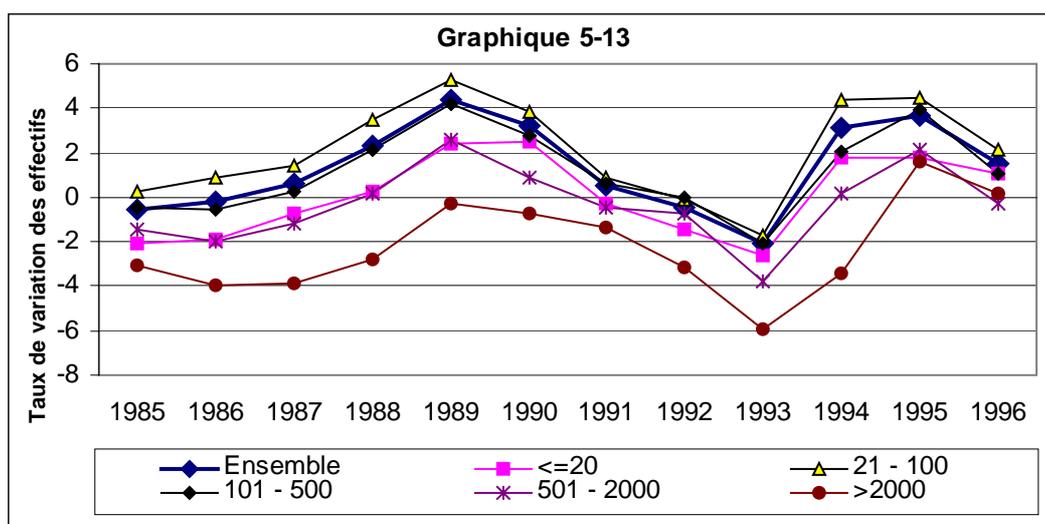
plus faibles relativement aux PMI, les grandes entreprises sont également celles qui vont connaître la baisse la plus importante.³³⁴

12. **De 1990 à 1993** : L'effort de renouvellement du potentiel productif des entreprises industrielles françaises est fortement en recul.

13. **À partir de 1993** : La dépense d'investissement durable des entreprises de l'industrie manufacturière française reprend légèrement.

On le constate aisément, hormis la fin de période, chacun des indicateurs de la dépense d'investissement des entreprises suit un mouvement concomitant avec les périodes de croissance ou les épisodes de récessions.³³⁵ Par ailleurs, nous constatons à partir des graphiques 5-11 et 5-12 que ce sont les P.M.E. qui, en France, montrent les taux d'investissement productif les plus élevés. On retrouve cette dernière information ainsi que le découpage historique en trois temps dans l'évolution sur la période du taux de variation des effectifs des entreprises industrielles qui intervient, là aussi, dans un délai allant entre un et deux ans après la modification des taux directeurs (*Graphique 5-13*).

Graphique 5-13



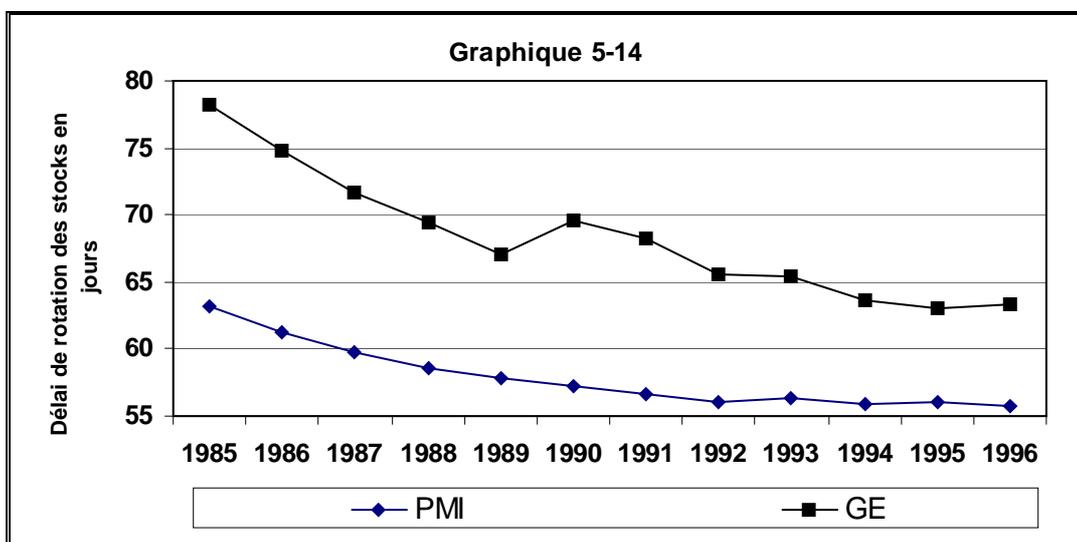
B) Une gestion sans à-coups du cycle d'exploitation

³³⁴ Le taux de marge – rapport entre l'Excédent Brut Global et la valeur ajoutée globale – étant plus faible dans les P.M.E. (PARANQUE, 1997), l'effort d'accroissement du potentiel productif a en outre été moins défavorable à la rémunération des salariés dans ces catégories d'entreprises.

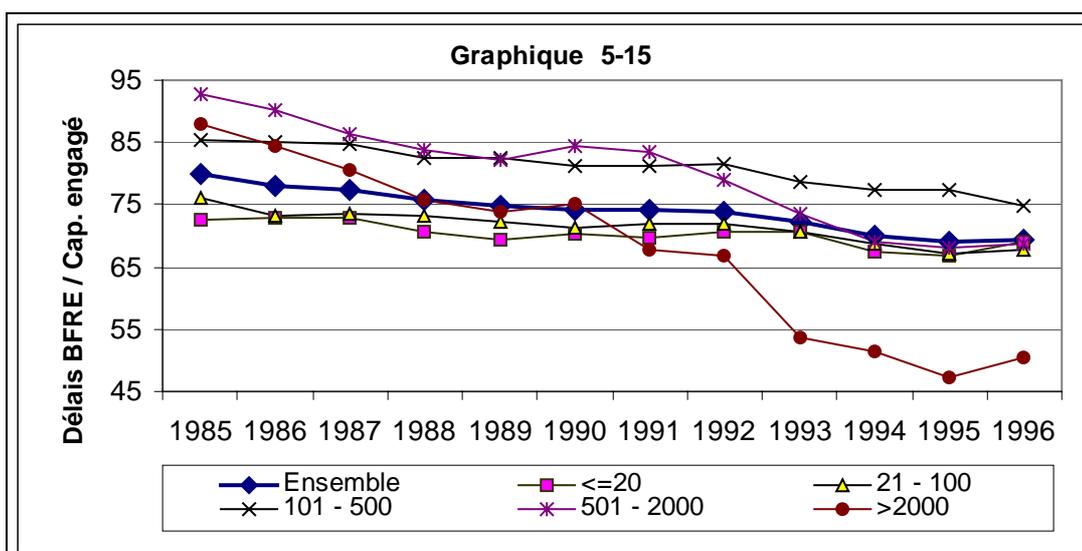
³³⁵ Ce constat a également été fait par HERBET (2001).

La subdivision de la période étudiée en trois sous-périodes relevées pour la dépense durable de l'ensemble des firmes industrielles françaises caractérise uniquement la dépense d'exploitation des grandes entreprises, comme le montrent les changements dans leurs délais de rotation des stocks en jours (*Graphique 5-14*) et dans les délais des besoins en fonds de roulement d'exploitation (*Graphique 5-15*). Pour les petites entreprises en revanche, les délais de rotation des stocks et des besoins en fonds de roulement d'exploitation connaissent depuis le milieu des années 80 en France une évolution tendancielle à la baisse, sans passer par des phases de modifications brusques.

Graphique 5-14



Graphique 5-15

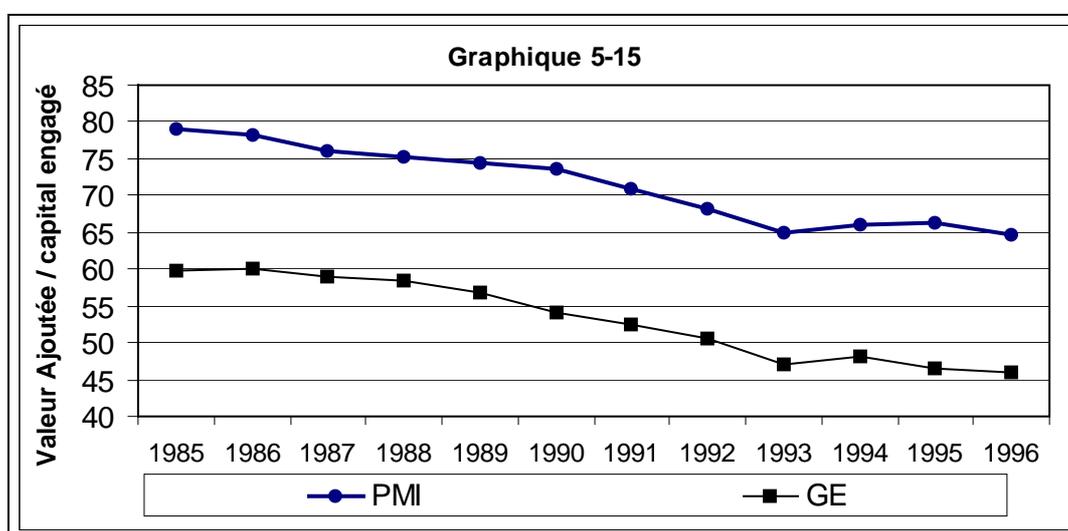


L'étude des principaux soldes de gestion ne permet pas plus la mise en parallèle directe de l'évolution de ceux-ci et de celle des taux directeurs.

1.2.2 - L'évolution des principaux résultats de l'activité des entreprises

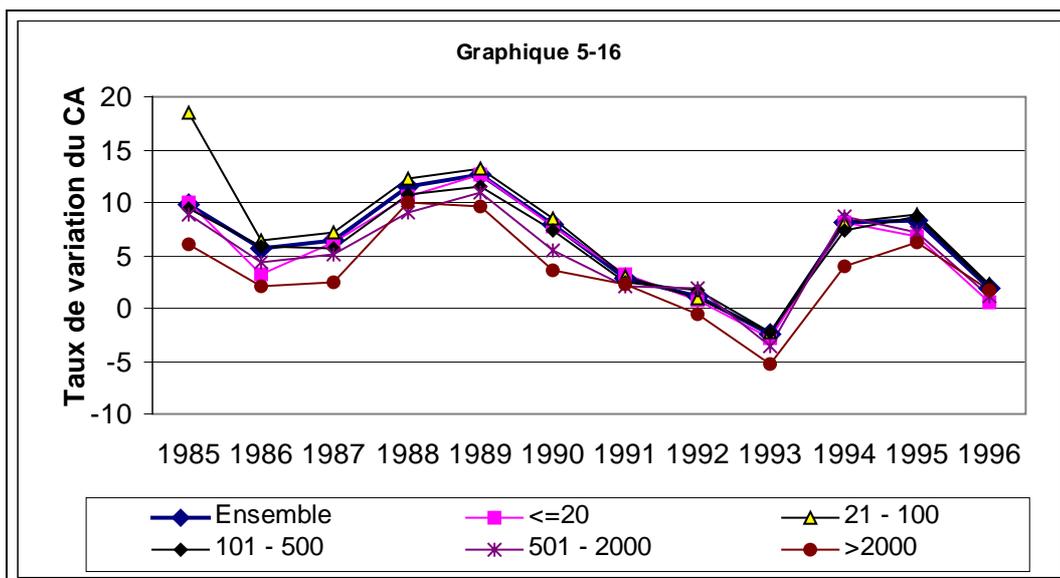
La productivité du capital que mesure le ratio Valeur ajoutée / Capital engagé s'étiolé peu à peu sur l'ensemble de la période étudiée (**Graphique 5-15**). Enregistrant un niveau supérieur relativement aux grandes entreprises, les PMI sont aussi celles qui voient l'érosion la plus forte de l'efficacité de leur capital engagé. Les années 1987 et 1993, référantes des années de crise dans cette étude, marquent toutes deux la détérioration générale de cette grandeur relativement aux autres années.

Graphique 5-15



Indicateur de l'activité courante des firmes, le chiffre d'affaires traduit lui aussi une évolution très hétérogène de l'activité, dans une logique conforme aux variations des composantes de la dépense (**Graphique 5-16**). Plus exactement, divers points de rupture apparaissent dans l'évolution du taux de variation de chiffre d'affaire, situés en 1986, 1989, 1993 et 1995.

Graphique 5-16



En définitive, l'analyse en parallèle de l'évolution d'une part de la structure des actifs et des différentes composantes de la dépense des entreprises industrielles françaises et, d'autre part, des indicateurs de politique monétaire nous donne peu d'éléments sur l'influence éventuellement exercée par celle-ci depuis le milieu des années 80. Si elles existent, les ruptures dans l'évolution des premiers éléments apparaissent toujours décalées d'une, de deux voire de trois années par rapport au changement de sens de variation des taux directeurs. Par ailleurs, il semble que les entreprises aient eu à gérer des difficultés qui ne se sont pas répercutées sur ses postes de dépense d'investissement durable et de gestion d'exploitation, la période 1989-1993 mise à part pour les dépenses de long terme. Nous cherchons maintenant à compléter les études statistiques précédentes par une description modélisée des comportements de dépense des firmes de l'industrie manufacturière française. Conformément à la tradition actuelle, les spécifications d'équations retenues sont issues des formalisations théoriques standards que nous augmentons de variables financières. Le passage à l'étude économétrique des déterminants des dépenses d'investissement durable et de gestion de l'exploitation par les entreprises de l'échantillon va nous permettre de montrer que nous ne pouvons pas conclure pour autant en l'absence de sensibilité financière de la dépense, bien au contraire.

Section 2. - Influences empiriques significatives des variables de liquidité sur la dépense d'investissement durable et le comportement de stockage des entreprises

Dans leur ensemble, les travaux empiriques sur le canal large tentent de donner une réponse à cette question en respectant trois principes méthodologiques (*cf. chapitre 2, 2.2.1.*) : (1) l'identification d'une variable comptable susceptible d'approcher le concept de richesse nette interne, ce qui est généralement fait par le choix du cash-flow^{336,337} ; (2) l'introduction de la variable financière ainsi choisie dans des spécifications standards où, jusqu'à présent les données financières étaient largement absentes ; et (3) La réalisation des régressions sur des entreprises en général différenciées en fonction de leur taille de chiffres d'affaires.

Transposant cette démarche générale de test à l'analyse de la sensibilité financière des dépenses des entreprises de l'industrie manufacturière française, nous nous en démarquons néanmoins en tenant compte tout d'abord d'une gamme élargie de mesures de la richesse financière des firmes. Toujours dans cette optique de choix des indicateurs financiers, nous considérons également les relations susceptibles d'être entretenues par la firme avec ses partenaires financiers. Enfin, outre la dépense d'investissement durable, nous nous intéressons aussi aux déterminants de la gestion de l'exploitation. Plus exactement, notre investigation économétrique vise directement à apprécier la sensibilité financière de ces dépenses et, face à ce constat, à identifier s'il existe des différences dans le temps, entre les variables explicatives et entre les classes d'entreprises.³³⁸

³³⁶ Défini, rappelons-le, comme le flux net des liquidités reçues – *net cash flow* – ou comme la marge brute d'autofinancement.

³³⁷ Cette démarche n'est plus exclusivement américaine. On peut citer, par exemple, l'étude récente de BEAUDU & HECKEL (2001) qui, sur données individuelles d'entreprises (base BACH) agrégées par pays, retranscrit à l'identique la démarche de test consistant à étudier « la *sensibilité de l'investissement au cash-flow* » (*ib.*, p. 2), entendue comme la marge brute d'autofinancement.

³³⁸ Notre démarche générale est la suivante : Nous spécifions d'abord le type de dépense en fonction des variables « réelles » traditionnelles et financières et leurs *proxy*

Dans un premier temps, nous reportons et analysons les résultats des régressions menées en coupes transversales sur la période 1986-1996 pour l'ensemble des entreprises de l'échantillon. Puis, eu égard à la théorie du canal large selon laquelle le lien entre la sensibilité financière de la dépense est d'autant plus forte que l'environnement est défavorable, nous comparons plus précisément les résultats obtenus pour 1993, année de restriction monétaire, à ceux de 1996 où la politique a été plus souple. À ce niveau, nous différencions les entreprises selon, d'une part, leur taille en effectifs et, d'autre part, leur taux de distribution de dividendes. Cette distinction dans les critères de différenciation entre les entreprises ne changeant pas les résultats initialement obtenus pour les entreprises repérées selon leur taille en effectifs, nous ne reportons ici que ceux-ci.³³⁹

Nous présentons d'abord notre démarche de spécification empirique des déterminants de la dépense d'investissement durable puis les résultats obtenus à partir des régressions menées sur l'échantillon d'entreprises industrielles (**2.1.**).

comptables. L'équation testable ainsi définie est estimée en coupes transversales grâce au Logiciel SAS (*Statistical Analysis System*) où nous mobilisons les procédures PROC GLM, PROC REG et PROC ANOVA, celles-ci servant pour des diagnostics additionnels sur les régressions et notamment la détection de colinéarité. Nous procédons ainsi successivement au test de la significativité globale de chacune des régressions, puis à celui des paramètres qui composent ces dernières— Grâce à la statistique de test F et la *p value* associée au F observé que le logiciel SAS fournit. Les problèmes de multicollinéarité sont détectés grâce aux deux options VIF (Variance inflation factor) et TOL (tolérance) également disponibles sous SAS. Nous complétons ces derniers à l'aide des options COLLIN et COLLINOINT. Nous vérifions aussi pour chaque test qu'il y a bien homoscedasticité et détectons sinon les variables responsables de l'hétéroscedasticité grâce à l'option SPEC. L'hypothèse nulle d'hétéroscedasticité est dans ce cas testée à l'aide d'une statistique suivant la loi du Chi2 (White, 1980). En cas d'hétéroscedasticité des variables, la solution consiste à mettre en œuvre les MCG avec la procédure PROC GLM.

³³⁹ Nous reportons dans l'**Annexe 4**, les résultats obtenus pour l'année 1996 des régressions obtenues pour des firmes classées selon leur taux de distribution de dividende.

Mais, nous l'avons vu, parce que l'entreprise désireuse de se protéger adopte une gestion au jour le jour de la liquidité, elle est susceptible de traiter des difficultés passagères de liquidité en modifiant ses postes de dépense. À court terme, elle procède à la reconstitution de ses liquidités en modifiant d'abord les dépenses pour lesquelles les coûts d'ajustement sont les plus faibles.³⁴⁰ Par ailleurs, l'entreprise qui doute de sa capacité dans le futur à dégager des gains de sa dépense d'investissement durable peut décider de reporter celle-ci et, par conséquent être amenée à conserver ses liquidités dans des formes qui les maintiennent en l'état. Dans cette optique, les réserves de liquidité ne serviront que pour les besoins transitoires de l'activité. Aussi décidons-nous d'analyser, outre l'investissement productif, l'influence des variables financières sur la gestion du cycle d'exploitation par les firmes de l'échantillon (2.2.).

³⁴⁰ Ce n'est qu'en cas de persistance des difficultés qu'elle touchera aux autres postes de dépenses.

2.1. – L’investissement ne peut pas être expliqué uniquement par ses déterminants « réels » traditionnels

Comme il est coutume de le faire, nous partons d’une fonction d’investissement traditionnelle de type « accélérateur ventes »^{341,342} où les facteurs financiers ne figurent pas. Nous les faisons au contraire intervenir parmi les variables explicatives afin de satisfaire notre objectif d’appréciation de la sensibilité financière de la dépense des firmes (2.1.1.). Nous procédons ensuite à l’analyse des résultats dégagés des régressions en coupes transversales, menées pas à pas, sur l’échantillon d’entreprises (2.1.2.).

2.1.1. – La spécification empirique de la dépense d’investissement par rapport à ses déterminants

Après avoir spécifié l’équation testable du modèle standard (*A*), nous l’enrichissons de déterminants financiers (*B*). Notre choix d’indicateurs est fait à partir de la liste de ceux qui sont calculés selon la méthode d’analyse financière utilisée par la centrale des bilans et mis à disposition par celle-ci.³⁴³

³⁴¹ Nous l’avons vu dans le chapitre 2 (*section 2*), les modèles les plus classiquement utilisés pour expliquer le comportement d’investissement des entreprises dont 1) le modèle accélérateur-vente, 2) le modèle du *q* de Tobin et 3) le modèle dérivé à partir de l’équation d’Euler (Voir ROSENWALD, 1994, 1999 pour un exposé détaillé de ces trois modèles). Nous avons choisi de retenir la spécification la plus simple car l’objet de notre étude n’est pas d’estimer le modèle d’investissement le plus adapté à l’analyse du comportement des entreprises mais de vérifier la sensibilité financière de l’investissement, en distinguant les années et les entreprises en fonction de leur taille en effectif. Dans leur étude, BOND, MAIRESSE & MULKAY (1997) montrent que le modèle accélérateur-vente suffit à détecter la présence de contraintes financières.

³⁴² Rappelons-le, le principe de ce modèle standard est simple, cherchant à retracer le comportement d’accumulation du capital des entreprises lorsque celles-ci sont contraintes sur leurs débouchés, *ie.* la demande qui leur est adressée. Il tente par conséquent de relier l’augmentation de capital par une entreprise à ses perspectives de profit.

³⁴³ L’analyse financière de la CdB privilégiée, de manière générale et quel que soit le plan comptable en vigueur, une analyse fonctionnelle des comptes de l’entreprise.

A) La spécification empirique du modèle standard

(i) La variable expliquée

Nous retenons comme variable approchant le comportement d'investissement durable des firmes françaises celle qui rend compte des efforts de celles-ci en la matière, à savoir le taux d'investissement productif. Nous disposons pour approcher le renforcement du potentiel productif de la variable « *taux d'accumulation* »³⁴⁴ (*BB4*)*, égal au rapport entre l'investissement productif et les équipements productifs (y compris les biens acquis en crédit-bail, pour leur valeur brute au contrat).

(ii) Les variables explicatives traditionnelles

Selon le modèle accélérateur-vente sous-jacent, l'effort d'investissement des entreprises est d'abord fonction de l'effort d'investissement fait par la firme les années précédentes.³⁴⁵ Aussi, suivant en cela les spécifications empiriques qui sont généralement retenues pour le tester, nous considérons dans notre étude la valeur retardée de la variable « *taux d'accumulation* » (*BB4_{n-1}*) dans les variables explicatives. De plus, toujours d'après la

L'originalité de la CdB par rapport au Plan Comptable Général est d'isoler la fonction d'exploitation qui est d'ailleurs réduite à une fonction purement industrielle (productive) de la firme. L'entreprise est alors considérée en dehors de toute question relative à sa structure financière ou fiscale (financement interne, endettement, distribution de dividende, etc.). Nous renvoyons le lecteur à la thèse de CIEPLY (1997) qui donne un exposé très précis de la démarche suivie par la CdB. Nous reportons dans l'*Annexe 2* la méthode de détermination des soldes de gestion et de variables bilancielle que nous retenons dans notre investigation pratique.

³⁴⁴ Notons-le, le terme « *taux d'accumulation* » est utilisé par la Centrale des Bilans de la Banque de France pour désigner le rapport entre investissement productif et équipement productif.

* Les signes entre parenthèses sont relatifs à la démarche de classification (identification) des indicateurs par la Banque de France.

³⁴⁵ Il s'agit d'incorporer des retards pour prendre en compte la dynamique de l'ajustement du stock de capital à son niveau optimal.

logique traditionnelle, pour que le projet d'investissement soit engagé, il faut que le profit anticipé soit suffisant – principe au cœur même de l'accélérateur. Nous exploitons le lien possible entre la dépense d'investissement durable et l'évolution future de la demande grâce à la variable « *taux de variation du chiffre d'affaires* » (*BMI*), que nous considérons dans sa valeur actuelle (BMI_n) et retardée (BMI_{n-1}).

La spécification empirique standard prend finalement la forme suivante :

$$\left(\frac{I}{K}\right)_{jt} = \beta_0 \left(\frac{I}{K}\right)_{jt-1} + \beta_1 \left(\frac{\Delta CA}{CA}\right)_{jt} + \beta_2 \left(\frac{\Delta CA}{CA}\right)_{jt-1} + e_{jt}$$

Avec I/K représentant l'effort d'investissement productif, $\Delta CA/CA$, les ventes de la firme et e , un terme d'erreur.

B) L'augmentation de la spécification standard par des variables financières

La spécification traditionnelle de l'effort d'investissement productif ne retient pour expliquer celui-ci que des variables « réelles ». Au contraire, dans le souci d'apprécier et de distinguer entre elles les influences financières, nous augmentons l'équation testable standard de variables supplémentaires, indicatrices des ressources internes de la firme mais aussi de l'état de la relation de la firme avec les partenaires financiers extérieurs.

Tout d'abord, nous faisons le choix de retenir les indicateurs de la capacité de la firme à entreprendre elle-même ses dépenses d'investissement. En effet, si elle vérifie le respect d'une hiérarchie des financements, l'entreprise qui veut engager un projet d'investissement durable vérifie, outre le fait qu'elle répond bien à une certaine demande de biens et services³⁴⁶, qu'elle dispose des réserves de liquidité internes nécessaires pour le faire. Trois mesures du degré de stricte autonomie financière des entreprises retiennent notre attention ; elles se rapportent directement à la capacité du dirigeant d'entreprise à dégager des liquidités de ses activités. Cela est saisi grâce :

³⁴⁶ Ce dont on prend compte avec la présence du « *taux de variation de chiffre d'affaire* » (*BMI*).

- au ratio « autofinancement dans capital engagé » ($BX10$)^{347,348} pour sa valeur retardée ($BX10_{n-1}$) et actuelle ($BX10_n$). Rappelons-le, mesure de l'autonomie financière de la firme vis-à-vis de ses partenaires financiers, que ces derniers soient associés ou prêteurs de fonds, les réserves d'autofinancement constituent également un déterminant-clé dans l'accès des firmes au financement externe, servant d'indicateur sur le degré de récupération des capitaux mis en œuvre dans l'entreprise.
- à l'influence des « Valeurs Mobilières de Placement (VMP) et disponibilités dans le capital engagé »³⁴⁹ en terme de taux de variation, avec le « *taux de variation des VMP* » ($BM10$) et le « *taux de variation des disponibilités* » ($BM18$) ; et
- à la variable « Augmentation – réduction du capital dans le capital engagé » ($BJ4$).

³⁴⁷ Egal au rapport entre les réserves d'autofinancement et le capital engagé, il s'agit là d'un ratio de couverture interne du capital engagé (lui-même défini dans la note de bas de page ci-après). Ressources accumulées par l'entreprise au cours de sa vie sociale, les réserves d'autofinancement sont constituées par :

- les résultats, les réserves et les provisions réglementées comptabilisées en application des dispositions légales ;
- les amortissements qui restent disponibles pendant la durée du plan d'amortissement tant que les immobilisations à l'origine de ces amortissements sont en service et génèrent un revenu ;
- les provisions pour dépréciation qui ont le même caractère de ressources affectées que les provisions pour risque et charges.

³⁴⁸ Défini ici à partir des comptes de passif, le « *capital engagé* » est égal à la somme des financements propres (y compris la part amortie des immobilisations en crédit bail) et des dettes financières (y compris les effets escomptés non échus et créances cédées et la part non amortie du financement par crédit bail).

³⁴⁹ Défini ici à partir des comptes de l'actif, le « *capital engagé* » est égal à la somme de l'équipement productif (y compris les biens acquis en crédit bail, valeur brute au contrat), des participations, des autres actifs immobilisés, des besoins en fonds de roulement d'exploitation, des besoins en fonds de roulement hors exploitation et des disponibilités.

Ensuite, il nous semble en effet important, dans le cadre de cette étude sur données françaises, de tenir compte des éventuelles spécificités de notre système de financement dans la satisfaction des besoins des firmes. Comme l'Allemagne et l'Angleterre, les Etats unis sont fortement caractérisés par la faiblesse du financement externe des entreprises (CORBETT & JENKINSON, 1994 ; MOJON, 1998), ce qui explique peut-être que la plupart des travaux sur le sujet ne considèrent pas ces variables dans l'étude du lien entre l'investissement et les conditions de financement. Au contraire, notre choix d'indicateurs se rapporte à l'ensemble des éléments composant la structure de financement des entreprises à l'initiative de la dépense d'investissement durable. Cet enrichissement des déterminants financiers nous permettra, entre autres, de relever les spécificités des relations de financement entre la firme et sa banque :

- Nous considérons, tout d'abord, les « *Concours Bancaires courants dans le capital engagé* » (BK8) qui, offerts par les banques, ont trait à la flexibilité externe des firmes en matière d'accès à la liquidité. Outre cette forme de financement externe préalablement négociée auprès des banques, et dans l'objectif d'apprécier la réalité d'un comportement de rationnement (quantitatif et tarifaire) de la part des offreurs de capitaux, nous tenons compte également de la variable « *emprunts bancaires / capital engagé* » (BQ22, indicateur d'un engagement à long terme avec la banque ;
- Nous apprécions un éventuel effet « coût du financement » sur la dépense d'investissement durable en tenant compte de l'indicateur « *coût de l'endettement* » (BT2), construit par la CdB et, dans un souci d'appréciation de cet effet, de la variable « *charge de la dette* » (BB7). Les préoccupations en terme de coût du financement sont susceptibles également d'influencer la dépense d'investissement dans la mesure où, une fois son projet d'investissement en œuvre, l'entreprise qui mobilise du financement externe doit remplir ses engagements auprès de ses financiers, ce qui lui demande de dégager des ressources suffisantes de son activité. Elle doit être capable de remplir la charge de la dette, solvabilité qui dépend du poids de l'endettement dans l'entreprise. Nous retenons également une variable d'environnement monétaire : le taux des obligations d'État à 10

ans (TAOE),³⁵⁰ choix qui nous semble le plus logique dans l'étude d'une dépense de long terme.

- Nous tenons compte également du rôle susceptible d'être joué par les collatéraux de la firme dans la disponibilité du financement externe. Nous retenons pour cela les immobilisations financières à travers la variable « *Participations financières dans capital engagé* » (BJ3).

Enfin, le financement externe des entreprises ne se réduisant pas aux intermédiaires financiers, nous tenons compte également de la variable « *Prêts des Groupe et associés dans le capital engagé* » (BQ21), qui se rapporte au degré d'engagement des actionnaires dans l'entreprise.³⁵¹

En définitive, la fonction que nous proposons d'estimer prend la forme :

$$\begin{aligned} \left(\frac{I}{K}\right)_{jt} = & \beta_0 \left(\frac{I}{K}\right)_{jt-1} + \beta_1 \left(\frac{\Delta CA}{CA}\right)_{jt} + \beta_2 \left(\frac{\Delta CA}{CA}\right)_{jt-1} + \beta_3 \left(\frac{\text{Autofi.}}{CE}\right)_{jt} + \beta_4 \left(\frac{\text{Autofi.}}{CE}\right)_{jt-1} \\ & + \beta_5 (\text{TVDisp})_{jt} + \beta_6 (\text{TVVMP})_{jt} + \beta_7 \left(\frac{\text{Aug - dim cap.}}{CE}\right)_{jt} + \beta_8 \left(\frac{\text{CBC}}{CE}\right)_{jt} + \beta_9 \left(\frac{\text{ENDB}}{CE}\right)_{jt} \\ & + \beta_{10} \left(\frac{\text{G \& A}}{CE}\right)_{jt} + \beta_{11} \left(\frac{\text{FF + AE}}{\text{EBG}}\right)_{jt} + \beta_{12} \text{CoûtEnd}_{jt} + \beta_{13} \text{TAOE}_{jt} + \beta_{14} \left(\frac{\text{Particip.}}{CE}\right)_{jt} + e_{jt} \end{aligned}$$

Soit, lorsque l'on considère les *proxy* empiriques :

$$\begin{aligned} \text{BB4}_{jt} = & \beta_0 \text{BB4}_{jt-1} + \beta_1 \text{BM1}_{jt} + \beta_2 \text{BM1}_{jt-1} + \beta_3 \text{BX10}_{jt} + \beta_4 \text{BX10}_{jt-1} + \beta_5 \text{BM10}_{jt} + \beta_6 \text{BM18}_{jt} \\ & + \beta_7 \text{BJ4}_{jt} + \beta_8 \text{BK8}_{jt} + \beta_9 \text{BQ22}_{jt} + \beta_{10} \text{BQ21}_{jt} + \beta_{11} \text{BB7}_{jt} + \beta_{12} \text{BT2}_{jt} + \beta_{13} \text{TAOE}_{jt} + \beta_{14} \text{BJ3}_{jt} + e_{jt} \end{aligned}$$

Le tableau suivant résume le choix des variables et leur *proxy*:

³⁵⁰ Statistiques élaborées et mises à notre disposition par le service des séries monétaires et économiques de la Banque de France. Le taux des obligations d'état est la moyenne glissante annuelle du TAOE mensualisé. Il est affecté à chaque entreprise pour sa valeur à la date d'arrêté des comptes de celle-ci.

³⁵¹ Dans des tests alternatifs préliminaires, nous avons tenu compte du crédit inter-entreprises qui ne montrait pas d'influence significative, ce qui nous a conduit à l'écartier dans la suite des travaux.

		<i>Proxy</i>	
Variable à expliquer			
Investissement / stock de capital	$(I/K)_n$	Taux d'accumulation en t	BB4 _n
Variables explicatives			
Les déterminants non financiers			
investissement / stock de capital _{n-1}	$(I/K)_{n-1}$	taux d'accumulation en t-1	BB4 _{n-1}
ventes en n et n-1	$(\Delta CA/CA)$	taux de croissance du CA	BM1 _n et BM1 _{n-1}
Les déterminants financiers			
*Ressources internes en n et n-1			
autofinancement dans CE en n	$(Autofi./CE)_n$	autofinancement / capital engagé n	$BX10_n^{*,<}$
autofinancement dans CE en n-1	$(Autofi./CE)_{n-1}$	autofinancement / capital engagé n-1	$BX10_{n-1}^{*,<}$
taux de variation des VMP	(TVVMP)	Taux de variation des VMP	BM10 ^{<}
taux de var. des disponibilités	(TVDisp)	Taux de variation des disponibilités	BM18 ^{<}
Augm. – réd. du capital dans CE	(aug-red cap/CE)	Augmentation nette de capital	BJ4
*Flexibilité externe n-1			
Lignes de crédit	CBC/CE)	CBC / capital engagé	BK8 [#]
*Fonds externes			
Emprunts bancaires	(EndB/CE)	Emprunts bancaires / capital engagé	BQ22 [#]
Prêts des Groupe et associés / CE	(G&A/CE)	Groupe et associés / capital engagé	BQ21
Charges de la dette	(FF+AE/EBG)	Frais financiers + annuités d'emprunt / EBG	BB7
Coût de l'endettement	(CoûtEnd)	Coût de l'endettement	BT2
Taux des obligations d'Etat	(TAOE)	Taux des obligations d'Etat à 10 ans	TAOE
Collatéraux	Partic/CE)	Participations financières / capital engagé	BJ3 ^{##}

2.1.2. – La sensibilité de l'investissement au financement interne et externe est vérifiée pour toutes les années étudiées^{352,353}

Les résultats des régressions obtenus pour chacune des années allant de 1986 à 1996 sur l'ensemble de l'échantillon sont conformes aux prédictions standards (cf. **Annexe 4**). Ils montrent que l'effort de renouvellement du potentiel productif des entreprises industrielles françaises est corrélé positivement à l'effort consenti l'année précédente et au taux de croissance du chiffre d'affaires, y compris à celui de l'année antérieure à la mise en œuvre du projet.³⁵⁴

Outre ces déterminants traditionnellement reconnus, la dépense d'investissement durable des firmes subit également l'effet significatif d'autres déterminants venus augmenter

³⁵² Très modestement, nous nous intéressons dans cette étude empirique au signe des coefficients de corrélation entre les variables financières et les composantes de la dépense.

³⁵³ Nous présentons ici les résultats principaux et renvoyons le lecteur à **l'Annexe 4** pour les résultats des tests alternatifs, en terme de choix des variables déterminantes ou avec une classification des entreprises en classe de taux de distribution de dividendes.

³⁵⁴ La corrélation positive entre l'effort d'investissement durable des entreprises et le taux de croissance du chiffre d'affaires est le signe d'un effet accélérateur des ventes sur la variable expliquée.

l'équation testable standard. L'hypothèse de la sensibilité financière de l'investissement productif des entreprises de l'industrie manufacturière française est validée sur la période 1986-1996. Nous remarquons d'ors et déjà que la réalité de la sensibilité financière de l'investissement productif n'est pas spécifique à une année, *ie.* un environnement récessif ou expansif, particulière mais apparaît au contraire comme un déterminant permanent de cette dépense durable. Par ailleurs, la sensibilité financière ne s'étend pas à une variable spécifique ; la dépense d'investissement durable répond en effet à un grand nombre de variables financières présentes dans la spécification empirique.

Tout d'abord, qu'elle que soit l'année considérée, l'effort de renouvellement du potentiel productif se modifie significativement et positivement avec le niveau courant et retardé d'autofinancement des firmes. Les résultats sur la valeur retardée des réserves d'autofinancement peuvent être interprétés comme illustrant le rôle joué par celles-ci dans l'objectif d'autonomie financière des entreprises. Ce comportement est d'autant plus probable que les coefficients apparaissent pour les années de ralentissement économique (1989, 1990, 1991 et 1992) mais aussi pour les années de croissance économique soutenue (1986, 1987, 1994, 1995 et 1996). Quels arguments avancer pour expliquer cette sensibilité entre autofinancement et dépense en terme de contrainte de financement dans un environnement macroéconomique qui, favorable sur le plan monétaire et financier, n'est pas susceptible de modifier la richesse nette interne des entreprises, déterminants-clefs de l'offre de financement externe ? ³⁵⁵

Parmi les autres variables indicatrices de la liquidité à disposition de la firme que nous avons retenues, nous relevons, pour toutes les années étudiées, l'influence positive et significative sur l'effort d'investissement productif des variables « *augmentation – réduction de capital* », « *concours bancaires courants* »³⁵⁶ mais aussi « *emprunts bancaires dans*

³⁵⁵ Lorsque, dans des tests alternatifs, nous remplaçons la variable « *autofinancement sur capital engagé* » par « *Valeurs Mobilières de Placement (VMP) et disponibilités dans le capital engagé* » (*BM8*), pour sa valeur courante et passée, les résultats sont inchangés par rapport à ceux que nous relevons ici en terme de sensibilité financière de l'investissement productif.

³⁵⁶ Les concours bancaires courants montrent une influence plus stable au cours du temps mais également plus faible comparativement aux autres formes de financement externe.

capital engagé ». Il apparaît donc que les entreprises industrielles ont pu, sur la période étudiée, bénéficier de modes de financement que nous considérons dès lors comme étant complémentaires. L'influence positive et a-temporelle des variables « *CBC dans capital engagé* » et « *emprunts bancaires dans capital engagé* » sur l'investissement productif suppose également que, si elles y sont éventuellement exposées, les firmes de l'échantillon ne souffrent pas totalement d'un rationnement quantitatif de la part des offreurs de capitaux. D'après le signe des coefficients sur la dette, on peut enfin considérer que les banques, « partenaires » financiers des entreprises, ont pour rôle d'accompagner et de soutenir plutôt que de limiter et contraindre la dépense et, cela, quel que soit le contexte qui prévaut.³⁵⁷ Dans cette configuration, fortes de réserves accumulées de liquidité et d'un accès assuré à la liquidité potentielle offerte par les banques, les entreprises industrielles françaises qui décident de réduire ou reporter leur dépense d'investissement durable montrent plutôt leur crainte quant à l'engagement de ces liquidités dans des emplois qui, en avenir aléatoire, risquent de les détruire. Prendre ce risque revient, pour l'entreprise, à mettre en danger le niveau futur de ses réserves d'autofinancement et, à partir de là, ses capacités de financement interne mais également de financement externe, en raison de la détérioration de l'indicateur du degré de récupération des capitaux par les prêteurs. Si la mise en œuvre de leurs dépenses d'investissement profite favorablement de leurs réserves d'autofinancement et d'un soutien des partenaires bancaires, il appartient toutefois aux firmes de gérer efficacement cet équilibre, ceci d'autant plus lorsqu'elles doivent formuler des décisions d'engagement dans des dépenses de long terme et, en raison de l'avenir incertain, par nature risquées.

Par ailleurs, il ressort des résultats des régressions que l'investissement productif est toujours découragé par, ce qui est surprenant à première vue, le « *taux de variation des disponibilités* »³⁵⁸. Cette relation inverse qui s'observe sur des années précédant la crise ou marquées par celle-ci (1987, 1988, 1990, 1993 et 1994), laisse penser que les entreprises

³⁵⁷ Défendue depuis il y a longtemps dans la littérature, le rôle positif des banques dans le financement de l'économie est renouvelé avec les nouvelles théories de l'intermédiation financière qui présentent notamment ces institutions comme des solutions efficaces contre les défaillances transactionnelles, informationnelles, etc. du marché.

³⁵⁸ De même que les « *prêts des groupe et associés dans le capital engagé* », en 1989, 1992 et 1993.

industrielles françaises se sont préparées à répondre et/ou ont répondu aux éventuelles difficultés passagères en puisant dans leurs stocks de liquidités. Nous ne pouvons donc pas infirmer l'hypothèse selon laquelle les liquidités à disposition des firmes jouent auprès d'elles un rôle amortisseur de chocs. De plus, il découle de ce résultat que la mobilisation des sources externes de financement apparaît toujours comme une solution de premier ordre pour répondre à la crise, ce conforterait l'idée que la firme procède d'une organisation stratégique de la structure de ses financements lui permettant, en tout cas, le financement interne et externe de sa dépense.

Parmi les variables retenues dans la spécification empirique comme mesures des conditions tarifaires et qualitatives de l'offre de crédit, nous constatons que l'investissement productif est toujours découragé par le coût de l'endettement.³⁵⁹ En revanche, les résultats sont ambigus pour la variable « *charge de la dette* » qui, les rares fois où son influence est significative, montre un coefficient tantôt négatif (1993, 1994 et 1996) et, ce qui est surprenant, tantôt positif (1988 et 1991). On arrive au même résultat avec la variable « *participations financières dans la capital engagé* », qui ne semble pas avoir joué un rôle positif de garantie en faveur du financement externe de l'investissement. Au questionnement sur la réalité d'un rationnement quantitatif du crédit se rajoute celui de l'existence d'un rationnement fondé sur des mécanismes hors-prix. Les entreprises de l'industrie manufacturière française ne semblent pas contraintes dans leur accès au financement externe. Il semblerait, en outre, que si elles doivent respecter une condition d'accès au financement externe, celle-ci tient principalement en l'obligation pour elles de maintenir les réserves d'autofinancement à un niveau jugé favorable par les offreurs de capitaux. Dès lors que cette clause hors-prix du contrat de crédit est respectée, l'entreprise de l'industrie manufacturière française est garante non seulement de sa capacité à être autonome financièrement mais aussi du soutien de ses partenaires bancaires en matière de financement des investissements

³⁵⁹ On le voit, si elles semblent pouvoir disposer des fonds externes bancaires, les firmes en supportent également les conséquences. Mais dans la mesure où la disponibilité de ces fonds est tout de même vérifiée, on peut difficilement conclure en l'existence de contraintes entendues comme le pouvoir des offreurs de capitaux de modifier quantitativement la dépense mise en œuvre par les entreprises. Cette logique ignore la capacité des entreprises à trouver, si elles le désirent des sources de financement supplémentaires.

durables. Cette logique s'apprécie ici par les effets, positifs et significatifs, sur la dépense d'investissement des variables « *autofinancement dans capital engagé* », « *CBC dans capital engagé* » et « *emprunts bancaires dans capital engagé* ». Par ailleurs, la relation de financement banque – entreprise a pu jouer un rôle favorable de signal de qualité auprès des associés qui ont, comme les coefficients positifs et significatifs sur la variable « *prêts des groupes et associés* » le montrent, participé eux-aussi à la dépense d'investissement productif des firmes.

Enfin, pris comme un indicateur du coût du financement externe, qui permet en même temps d'apprécier l'environnement monétaire de la dépense durable, le taux des obligations montre des résultats plutôt inattendus à travers une influence significative et positive sur la dépense d'investissement des firmes. Pour prendre seulement l'exemple de 1988, on pourrait considérer que le caractère élevé de la dépense d'investissement cette année-là (*cf. Graphique 5-11*) a été à l'origine de pressions sur la demande de financement externe, ce qui a poussé le taux d'intérêt à la hausse. Ce résultat nous conduit là-encore à penser que la dépense d'investissement n'a pas été victime d'une baisse de l'offre de crédit de la part des banques, mais a conduit au contraire à un dynamisme de la demande de financement de la part des firmes face à laquelle les banques ont rempli, entre autres fonctions, celle d'y répondre.

Au total, les résultats obtenus des régressions sur l'investissement productif révèlent la sensibilité du taux d'accumulation des entreprises industrielles françaises aux variables financières indicatrices des modes de financement des entreprises. Quelle que soit la période que l'on considère en effet, l'autofinancement dégagé de l'activité de l'année et de l'année précédente, les concours bancaires courants, les emprunts bancaires et l'appel aux actionnaires apparaissent comme des déterminants essentiels de l'investissement productif. Si cette investigation pratique a pu nous montrer l'importance du financement interne de la dépense, elle nous a également conduit à un autre résultat tout aussi remarquable, en lien avec le rôle particulier joué par les banques, constaté au travers des coefficients toujours positifs et significatifs des CBC et des emprunts bancaires.³⁶⁰ Il est par conséquent difficile de mettre en évidence empiriquement le rationnement des entreprises industrielles françaises et nous rejoignons ici les conclusions avancées notamment par BELLANDO & POLLIN (1996),

³⁶⁰ Un rôle qu'il n'assume pas, nous le verrons dans le point suivant, dans l'explication du comportement de gestion du cycle d'exploitation.

GOUX (1996) ou encore BARRAN & ALII (1997). Il semble au contraire que les entreprises ont pu respecter des clauses hors-prix des contrats de crédits qui aient facilité leur accès au crédit. Ce résultat rejoint celui mis en avant par MOJON (1998) qui, dans l'analyse de l'influence de la politique monétaire sur les intermédiaires financiers, défend, par suite, la baisse de la demande de crédit par la baisse des prix immobiliers.

Nous prolongeons cette analyse globale en différenciant les entreprises par classes de taille d'effectifs.³⁶¹ Dans un souci de comparaison de périodes différentes en terme d'environnement, nous présentons ci-après les résultats des régressions obtenus pour, d'une part, l'année 1996³⁶² qui s'inscrit dans une logique de reprise économique et de contexte monétaire favorable et, d'autre part, l'année 1993³⁶³ qui apparaît comme une année de récession, faisant suite à la période de ralentissement économique des années 90-92 et à des bouleversements monétaires intervenus durant l'année 1992. L'année 1993, 11 373 entreprises sont présentes dans l'échantillon : 10 921 entreprises de moins de 500 salariés (définissant la famille des « P.M.E. ») et 599 entreprises de plus de 500 salariés (« Grandes entreprises »). En 1996, l'échantillon est constitué de 12 878 entreprises : 11 205 entreprises de moins de 500 salariés et 550 entreprises de plus de 500 salariés.

2.1.3. – Une sensibilité financière de l'investissement similaire en 1996 et en 1993

Pour 1993 comme pour 1996, la corrélation positive entre l'effort de renouvellement du potentiel productif d'une part, et l'effort consenti l'année précédente et le taux de croissance du chiffre d'affaires, d'autre part, ne semble pas être réservée à une catégorie

³⁶¹ Les régressions ont également été menées après segmentation des entreprises en fonction de leur taux de distribution de dividende. Les résultats obtenus sont identiques à ceux des tests menés sur les classes de taille d'effectifs.

³⁶² Nous comparons les résultats obtenus pour cette année favorable à ceux issus d'autres années semblables (1986, 1987, 1994, 1995).

³⁶³ Résultats que nous comparons à des années de même profil en terme d'environnement monétaire (1991, 1992).

particulière de firmes, enregistrée tant pour les grandes entreprises que pour les petites.³⁶⁴ Ce résultat semble confirmer, pour ces dernières, l'importance des débouchés autant, voire plus, que le coût du crédit pour lequel la corrélation est logiquement négative, essentiellement pour les sociétés de 20 à 100 salariés.

En ce qui concerne la sensibilité financière de la dépense des grandes entreprises, on constate l'absence, le plus souvent, de significativité dans les résultats obtenus pour les deux années comparées comme pour les autres années sous-revues. À partir de là, nous pouvons difficilement conclure étant donné le faible poids de ces entreprises dans l'échantillon. Nous montrons cependant que, malgré leur faible nombre (94 en 1993 et 84 en 1996) les très grandes entreprises font quelque fois exception (1992, 1993) en ce qui concerne la variable « *autofinancement dans le capital engagé* » de l'année passée.

Pour l'ensemble des entreprises de moins de 500 salariés, les résultats obtenus pour ces deux années révèlent que l'investissement durable est positivement sensible à la variable « *autofinancement sur capital engagé* » de l'année en cours mais surtout de l'année précédente.³⁶⁵ Ce résultat empirique reste toujours significatif sur chacune des années de la période 1986-1996. L'utilisation des liquidités tirées de l'activité apparaît ainsi comme une pratique qui n'est pas réduite aux périodes difficiles, ce qui laisse par conséquent suggérer une autonomie des entreprises françaises en matière de financement de la dépense d'investissement.

Outre les réserves d'autofinancement, la dépense d'investissement productif des firmes profite, en 1993, de l'influence positive de la variable « *augmentation – réduction de capital dans le capital engagé* » ainsi que des « *CBC dans le capital engagé* », variable qui est significative pour toutes les petites entreprises. Systématiquement indépendant du « *taux des obligations d'état* » et peu influencé par la « *charge de la dette* » et le « *coût de*

³⁶⁴ Nous notons cependant que, quelle que soit l'année, les ventes de l'année et passées des très grandes entreprises (de plus de 2000 salariés) ne montrent aucun effet significatif sur leur dépense d'investissement productif.

³⁶⁵ Le résultat n'est pas significatif pour les entreprises de 501 à 2000 salariés en 1993 et pour l'ensemble des entreprises de plus de 500 salariés en 1996.

l'endettement »³⁶⁶ l'investissement productif profite par ailleurs, des « *emprunts bancaires dans capital engagé* » et, dans une moindre mesure, du « *taux de variation des valeurs mobilières de placement* ». L'utilisation combinée des divers modes de financement, interne et externe, met en lumière l'absence de contraintes de financement. La comparaison des résultats avec l'année 1996 où, au contraire, la « *charge de la dette* » et le « *coût de l'endettement* » deviennent significatifs pour les P.M.E. laisse penser que les firmes de l'industrie manufacturière française empruntent pendant les temps difficiles pour ensuite rembourser leur dette quand leur situation s'améliore. Il apparaît ainsi que les banques françaises participent, plutôt qu'à les isoler davantage, à soutenir leurs clients en prise à des difficultés passagères.³⁶⁷

Nous constatons par ailleurs que le coefficient des « *participations financières dans capital engagé* » ne montre aucun signe sur la dépense d'investissement en 1993, ce qui infirme leur rôle de garanties auprès des banquiers et l'hypothèse que ceux-ci s'en servent particulièrement pendant les périodes difficiles.³⁶⁸ On note également que, pour les très petites entreprises, l'investissement productif est d'autant moins intense que les frais financiers sont plus importants relativement à l'excédent brut global. Enfin, il apparaît que, dans ce contexte de restriction monétaire, le taux des obligations d'état n'est jamais significatif, ce qui infirme l'hypothèse selon laquelle l'influence financière sur la dépense dériverait d'un effet coût du financement et justifie par suite la sensibilité financière de la dépense, comme la résultante, au moins en partie, d'actions et d'intentions propres aux dirigeants d'entreprises.

Au total, les résultats obtenus pour l'année 1996 ne diffèrent pas vraiment de ceux

³⁶⁶ En 1993, la « *charge de la dette* » est significative uniquement pour les entreprises de 101 à 500 salariés. En revanche, sur les 5 classes analysées, le « *coût de l'endettement* » en touche deux et composées d'entreprises de petites taille, allant de 21 à 500 salariés.

³⁶⁷ Il appartient seulement à la firme cliente de remplir les conditions d'une telle interaction, ce qu'elle réalise, nous le verrons dans le chapitre suivant, en gérant, à son passif, ses réserves d'autofinancement.

³⁶⁸ Alternativement, les tests avec le coefficient des « *équipements productifs dans capital engagé* ».

pour l'année 1993 : la sensibilité financière de la dépense est d'importance égale à l'année 1993. Il ne semble donc pas que le contexte de restriction monétaire ait introduit des différences dans les comportements d'investissement productif des entreprises françaises entre 1993 et 1996. Nous avons cependant pu remarquer l'absence de pression sur le TAOE, laissant penser que l'entreprise est dans un cadre où elle ne subit pas de contraintes financières externes. Le fait que le TAOE ne perturbe pas la dépense peut, plus largement, s'expliquer par le fait que les entreprises de l'industrie manufacturière française ont avant tout utilisé leurs ressources internes dans la gestion de leur dépense d'investissement. Pour être plus précis dans la validation de l'hypothèse que les entreprises respectent une utilisation hiérarchique de leur financement, nous repérons, pour chacune des années étudiées, l'origine des fonds auxquels la dépense d'investissement répond significativement. Il en ressort le **Tableau 5-1** présenté ci-dessous.

Nous pouvons le voir, sur les 11 années étudiées, l'autofinancement dégagé de l'activité l'année précédente sont toujours significatifs tout comme les emprunts bancaires et, cela, pour les 3 classes de P.M.E.. Il ne semble donc pas que la dépense d'investissement des firmes ait été contrainte à un certain moment par les emprunts bancaires qui sont venus compléter le financement interne strict, jouant tous les deux un rôle positif et complémentaire dans le financement de la dépense.

Tableau 5-1 : Repérage sur les années des modes de financement qui montrent une influence significative sur la dépense d'investissement.

	<20	21 à 100	101 à 500
Autofinancement/CE (n-1) (influence +)	11 années (100%) : 1986, 1987, 1988, 1989, 1990, 1991, 1992, 1993, 1994, 1995, 1996	11 années (100%) : 1986, 1987, 1988, 1989, 1990, 1991, 1992, 1993, 1994, 1995, 1996	11 années (100%): 1986, 1987, 1988, 1989, 1990, 1991, 1992, 1993, 1994, 1995, 1996
Autofinancement/CE (n) (influence +)	4 années (36%): 1987, 1988, 1992, 1995	9 années (81%): 1986, 1987, 1988, 1990, 1991, 1992, 1993, 1995, 1996,	6 années (54%): 1987, 1988, 1989, 1994, 1995, 1996
Aug – Réd de capital (influence +)	7 années (63%) : 1987, 1988, 1989, 1992, , 1993, 1994, 1995	9 années (81%): 1987, 1988, 1989, 1990, 1991, 1992, 1993, 1995, 1996	10 années (90%): 1986, 1987, 1989, 1990, 1991, 1992, 1993, 1994, 1995, 1996
Taux de var. V.M.P. (influence +)	7 années (63%): 1986, 1987, 1988, 1989, 1990, 1993, 1994	4 années (36%): 1986, 1987, 1989, 1994	1 année (9%): 1992

	1993, 1994	1986, 1987, 1989, 1994	1992
Taux de var. Disponibilités (influence -)	6 années (54%): 1986, 1987, 1990, 1991, 1993, 1994	6 années (54%) : 1986, 1987, 1988, 1990, 1992, 1996	3 années (27%): 1988, 1989, 1993
CBC / CE (influence +)	6 années (54%): 1987, 1988, 1990, 1992, 1993, 1995	9 années (81%): 1987, 1988, 1990, 1991, 1992, 1993, 1994, 1995, 1996	10 années (90%) : 1987, 1988, 1989, 1990, 1991, 1992, 1993, 1994, 1995, 1996
Emprunts bancaires (influence +)	11 années (100%): 1986, 1987, 1988, 1989, 1990, 1991, 1992, 1993, 1994, 1995, 1996	11 années (100%): 1986, 1987, 1988, 1989, 1990, 1991, 1992, 1993, 1994, 1995, 1996	11 années (100%): 1986, 1987, 1988, 1989, 1990, 1991, 1992, 1993, 1994, 1995, 1996
Prêts des groupe et associés (influence +)	7 années : 1987, 1989, 1990, 1991, 1992, 1995, 1996	9 années : 1987, 1988, 1989, 1990, 1992, 1993, 1994, 1995, 1996	8 années : 1986, 1987, 1988, 1989, 1990, 1992, 1993, 1995

Les concours bancaires courants offerts par les banques ou des suppléments de liquidité interne à la firme (augmentation nette de capital, taux de variation des disponibilités et de taux de variation des VMP) n'ont pas toujours montré leur influence sur l'investissement des P.M.E. de moins de 100 salariés. Ce résultat peut s'expliquer par le choix délibéré des firmes de ne pas donner TOUS leurs gages au destin, d'autant plus qu'elles se situent dans un environnement où, apparemment les emprunts bancaires ont pu être combinés dans le financement de la dépense avec les liquidités qu'elles ont dégagées de l'activité antérieure.

2.2 – Un comportement de stockage ultra-sensible aux déterminants financiers

Pour obtenir une description modélisée du comportement de gestion du cycle d'exploitation, notre stratégie consiste, là encore, à enrichir les spécifications théoriques standards type accélérateur-ventes où seules des variables réelles sont considérées par des variables financières indicatrices de la qualité des firmes industrielles françaises. Plusieurs alternatives nous intéressent, ayant trait au comportement de stockage mais aussi à celui, plus global, de gestion des besoins en fonds de roulement d'exploitation (2.2.1.). La caractéristique remarquable des résultats dégagés des analyses régressives menées sur la période 1985-1996 tient à la très forte sensibilité financière du comportement de gestion du cycle d'exploitation par les entreprises industrielles françaises. Nous analysons tout d'abord les résultats obtenus

pour les régressions sur les stocks, cela pour chacune des années étudiées et pour l'ensemble des entreprises de l'échantillon (2.2.2.). Puis, afin de vérifier à la fois si les liens qui existent entre comportement de stockage et moyens de financement n'a trait qu'à l'environnement monétaire et s'ils sont spécifiques à certaines catégories d'entreprises, nous comparons les résultats obtenus pour 1993 de ceux dégagés pour 1996, pour des firmes différenciées selon leur classe de taille en effectifs (2.2.3.).

2.2.1. - La spécification standard « augmentée »

Comme pour la dépense d'investissement durable, le test empirique du comportement de gestion d'exploitation des entreprises passe par la spécification d'une équation standard augmentée du cash-flow des entreprises. Dans l'étude du comportement d'exploitation des entreprises industrielles françaises, nous procédons d'une logique similaire. Nous nous démarquons toutefois de cette tendance en considérant une gamme élargie de variables financières et, pour cela, adoptons à nouveau la logique qui nous a guidés dans l'augmentation de la spécification de l'équation d'investissement durable (sous-section 2.1.1.) ci-dessus.

A) La spécification traditionnelle du comportement de stockage

Notre approche de l'analyse du comportement de stockage s'effectue à partir des formalisations traditionnelles qui, dans la recherche des déterminants des variations de stocks (de matières premières, de produits semi-finis et finis) d'une entreprise à la date t, insistent le plus souvent sur l'écart entre le niveau désiré et celui courant des stocks ainsi que sur la différence entre les ventes actuelles de la firme et celles anticipées.^{369,370} Aussi, pour la firme j à l'instant t, l'équation relative au comportement de stockage se présente ainsi :

$$\Delta S_{jt} = \chi (S_{jt}^* - S_{jt-1}) - \alpha (V_{jt} - E_{t-1} V_{jt}) + e_{jt}$$

³⁶⁹ Le lecteur pourra se référer pour ses travaux au *survey* de la littérature réalisé par BOUTHEVILLAIN C. & EYSSARTIER D. [1997].

³⁷⁰ Nous nous inscrivons ce faisant dans la logique adoptée notamment par KASHYAP, LAMONT & STEIN (1993), CARPENTER, FAZZARI & PETERSEN (1993) ou GERTLER & GILCHRIST (1994) dans l'étude de données américaines.

où ΔS_{jt} représente les variations des stocks, S_{jt} et S^*_{jt} représentent respectivement les niveaux courant et désiré des stocks, V_{jt} et $E_{t-1} V_{jt}$ représentent respectivement les niveaux courant et anticipé des ventes et e_{jt} est un terme d'erreur.

Sachant que le niveau désiré des stocks dépend d'un « effet fixe » (γ) ³⁷¹ qui varie en fonction des caractéristiques intrinsèques des firmes et de la demande anticipée, i.e. des ventes de la firme :

$$S^*_{jt} = \gamma_j + \phi_1 E_{t-1} V_{jt} + w_{jt},$$

Et sachant que les ventes attendues dépendent elles-mêmes fortement du montant des ventes passées :

$$E_{t-1} V_{jt} = \lambda_j + \delta_1 V_{j,t-1} + \delta_2 V_{j,t-2} + v_{jt},$$

alors cette équation peut être simplifiée :

$$\Delta S_{jt} = -\chi S_{j,t-1} - \alpha V_{jt} + [\chi\phi_1 + \alpha]\delta_1 V_{j,t-1} + [\chi\phi_1 + \alpha]\delta_2 V_{j,t-2} + e_{jt}.$$

En définitive, selon la modélisation standard du comportement de stockage, ce dernier s'explique tant par le niveau des stocks à la période précédente que par les ventes actuelles et passées de la firme. D'où la spécification standard testable :

$$\left(\frac{\Delta S}{S}\right)_{jt} = \beta_0 + \beta_1 S_{j,t-1} + \beta_2 \left(\frac{\Delta CA}{CA}\right)_{jt} + \beta_3 \left(\frac{\Delta CA}{CA}\right)_{j,t-1}$$

Nous appréhendons la variable expliquée par le « *taux le variation des stocks en jours* » ($BN4_n$) et considérons comme variable explicative sa valeur retardée ($BN4_{n-1}$). Nous appréhendons les ventes de la firme par le « *taux de variation du chiffre d'affaires* » (BMI), pour sa valeur courante (BMI_n) et retardée (BMI_{n-1}).

Des deux alternatives possibles qui nous permettent d'étudier les stocks ; suivant une modélisation en niveau ou en variation. Selon Fitzgerald (1997), le pouvoir des stocks dans les fluctuations de l'activité n'est pas une histoire de niveau mais plus certainement de variation. Il démontre en effet que malgré un niveau très faible des stocks relativement au

³⁷¹ L'effet γ est « fixe » car selon BLINDER (1982, p. 342), le montant anticipé des stocks dépend de variables spécifiques à la firme, non sensées se modifier rapidement.

PIB, les variations dans les stocks constituent une grande part des fluctuations de celui-ci. Aussi présentons-nous ci-après les résultats de l'étude en variation.³⁷² Par ailleurs, la spécification standard réduit le cycle d'exploitation aux seuls stocks et ne retient pas les dépenses liées aux délais des règlements commerciaux. Nous considérons au contraire ces dernières dans une analyse plus large du cycle d'exploitation de l'entreprise. Aussi, outre le comportement de stockage, faisons-nous le choix de mener des régressions sur le « *taux de variation des besoins en fonds de roulement d'exploitation* » (BFRE) pour tenir compte de l'ensemble des besoins liés au financement de l'activité (y compris les relations commerciales). Comme pour les stocks, nous analysons les déterminants des BFRE en variation et en niveau. Les résultats obtenus n'apportant rien d'original par rapport à notre investigation originale sur les stocks, nous ne les reportons pas ici (cf. *Annexe 5*).³⁷³

B) L'élargissement de la spécification traditionnelle

L'approche standard réduit le comportement de gestion d'exploitation par les firmes à des déterminants « réels », sans tenir compte de la position financière de ces entités. Or, notre hypothèse, nous le rappelons, est qu'en contexte incertain, la dépense des firmes dépend de leur comportement par rapport à la liquidité, ce qui nous demande de tenir compte de variables financières indicatrices de leur capacité à couvrir – en recourant au marché des capitaux mais aussi et surtout en interne – leurs besoins de dépense. La démarche que nous adoptons pour enrichir la spécification traditionnelle est assez proche de celle poursuivie pour la spécification de la dépense d'investissement productif. Nous retenons en effet :

– Les réserves internes de l'entreprise : elles permettent de financer les stocks en ouvrant l'accès aux fonds externes et/ou couvrant tout ou partie des emplois de l'exercice. Elles peuvent également être gérées/renflouées à partir de la liquidation des stocks. Nous

³⁷² L'*Annexe 5* donne les résultats de l'étude des stocks en niveau, que nous appréhendons par les « *délais de rotation des stocks en jours* » pour la valeur expliquée et par la valeur retardée du « *taux de variation des stocks en jours* » ($BN4_{n-1}$) pour la variable explicative.

³⁷³ Comme pour les stocks, nous proposons de compléter l'analyse des BFRE **en variation** par une étude des déterminants de ces composantes **en niveau** et considérons, de ce fait, le délai de rotation des besoins en fonds pour l'année t.

l'appréhendons par les ratios « *autofinancement dans le capital engagé* » (BX10) et « *valeurs mobilières de placement et disponibilités dans capital engagé* » (BM8) pour leurs valeurs courantes (BX10_n et BM8_n) et passées (BX10_{n-1} et BM8_{n-1}). Outre ses réserves strictement internes, nous tenons compte également des liquidités potentiellement offertes par les banques à l'aide du ratio « *concours bancaires courants dans le capital engagé* » (BK8).

– Afin d'apprécier les effets financiers des relations que l'entreprise entretient avec les apporteurs de capitaux, nous considérons les ratios « *Prêts des Groupe et associés dans le capital engagé* » (BQ21) et « *emprunts bancaires dans le capital engagé* » (BQ22). Nous tenons également compte des conditions d'offre de financement externe (1) en terme de collatéraux avec les « *titres participatifs dans le capital engagé* » (BJ3)³⁷⁴ (2) de coût avec les « *charges d'intérêts / EBG* » (BM11), un indicateur de la qualité de l'entreprise qui, si elle présente une solvabilité détériorée, se verra refuser des financements supplémentaires. À ce niveau, nous retenons le « *taux au jour le jour* » (TAJJ), **variable d'environnement monétaire** qui peut également intervenir comme le coût de l'endettement à court terme.³⁷⁵

L'équation que nous proposons finalement d'estimer est la suivante :³⁷⁶

$$\begin{aligned} \left(\frac{\Delta S}{S}\right)_{jt} &= \beta_0 \left(\frac{S}{CA}\right)_{jt-1} + \beta_1 \left(\frac{\Delta CA}{CA}\right)_{jt} + \beta_2 \left(\frac{\Delta CA}{CA}\right)_{jt-1} + \beta_3 \left(\frac{\text{Autofi.}}{CE}\right)_{jt} \\ &+ \beta_4 \left(\frac{\text{Autofi.}}{CE}\right)_{jt-1} + \beta_5 \left(\frac{VMP + D}{CE}\right)_{jt} + \beta_6 \left(\frac{VMP + D}{CE}\right)_{jt-1} + \beta_7 \left(\frac{CBC}{CE}\right)_{jt} \\ &+ \beta_8 \left(\frac{G \& A}{CE}\right)_{jt} + \beta_9 \left(\frac{EB}{CE}\right)_{jt} + \beta_{10} \left(\frac{FF}{EBG}\right)_{jt} + \beta_{11} \left(\frac{\text{Particip.}}{CE}\right)_{jt} + \beta_{12} \text{TAJJ}_{jt} + e_{jt} \end{aligned}$$

Soit, avec les identifiants comptables :

³⁷⁴ alternativement « *équipement productif / capital engagé* » (BM7).

³⁷⁵ Statistiques élaborées et mises à notre disposition par le service des séries monétaires et économiques (BSME) de la Banque de France. Le taux au jour le jour est la moyenne glissante annuelle du TJJ mensualisé. Il est affecté à chaque entreprise pour sa valeur à la date d'arrêté des comptes de celle-ci.

³⁷⁶ où S représente le BFRE

$$\begin{aligned}
\mathbf{BM5}_{jt} = & \beta_0 \mathbf{BB14}_{jt-1} + \beta_1 \mathbf{BM1}_{jt} + \beta_2 \mathbf{BM1}_{jt-1} + \beta_3 \mathbf{BX10}_{jt} + \beta_4 \mathbf{BX10}_{jt-1} + \beta_5 \mathbf{BM8}_{jt} \\
& + \beta_6 \mathbf{BM8}_{jt-1} + \beta_7 \mathbf{BK8}_{jt} + \beta_8 \mathbf{BQ22}_{jt} + \beta_9 \mathbf{BQ21}_{jt} + \beta_{10} \mathbf{BM11} + \beta_{11} \mathbf{BJ3}_{jt} \\
& + \beta_{12} \mathbf{TAJJ}_{jt} + \mathbf{u}_{jt}
\end{aligned}$$

Le tableau suivant résume les déterminants tant « traditionnels » que financiers du comportement de gestion de l'exploitation par l'entreprise ainsi que les variables qui aideraient à les saisir dans l'estimation de l'équation :

		<i>Proxy</i>
Variables à expliquer		
Le comportement de stockage	($\Delta S / S$)	Taux de variation des stocks BN4^d
Variables explicatives		
<i>Les déterminants non financiers</i>		
Valeur retardée (n-1) en niveau de la variable expliquée	(S/CA)	Délais des BFRE en n-1 BB14_{n-1}
Ventes courantes et passées	($\Delta S / S$) _n ($\Delta S / S$) _{n-1}	Taux de variation du CA BM1_n BM1_{n-1}
<i>Les déterminants financiers</i>		
*Ressources internes		
Autofinancement en n-1 et n	(Autofi./CE) _n (Autofi./CE) _{n-1}	Autofinancement / CE n-1 et n BX10_n BX10_{n-1}
Liquidités internes en n et n-1	(VMP+D/CE) _n (VMP+D/CE) _{n-1}	VMP + disponibilités / capital engagé n et n-1 BM8_n BM8_{n-1}
*Flexibilité externe n-1		
Lignes de crédit	(CBC / CE)	Compte bancaire courant / Capital BK8
*Fonds externes (quantité, qualité et prix)		
Emprunts bancaires		Emprunts bancaires / capital engagé BQ22
Groupe et associés dans dettes financières		Groupe et associés / capital engagé BQ21
Charges d'intérêts		Frais financiers / EBG BM11
Collatéraux		Participations / capital engagé BJ3
Taux au jour le jour		Taux au jour le jour TAJJ

Les résultats des estimations devraient notamment nous renseigner sur la force du lien entre le montant des liquidités internes de la firme et la façon dont elle gère le cycle d'exploitation. Parmi les hypothèses que nous testons, nous supposons en effet que l'entreprise inscrite dans un environnement aléatoire et imparfait devra, selon l'état de ses « réserves internes », adapter ses dépenses liées au cycle d'exploitation. Là-encore, notre objectif ne procède que d'un repérage, année après année, de la réalité de nos hypothèses à partir des signes et la fréquence des coefficients, pour l'ensemble des entreprises ou pour les classes de taille d'entreprises.

2.2.2. - La sensibilité du comportement de stockage aux variables financières n'attend pas les années difficiles pour être reconnue

Quelle que soit l'année considérée, il ressort des régressions sur l'ensemble de l'échantillon que la vitesse d'ajustement des stocks est conforme au modèle théorique standard sous-jacent, toujours négative et hautement significative (cf. *Annexe 6*). Contrairement à tout un pan de recherche théorique sur les déterminants des comportements de stockage des firmes toutefois, les stocks ne semblent pas jouer un rôle tampon face aux

modifications des ventes. On ne décèle en effet aucune relation inverse instantanée existante entre les ventes et la formation des stocks.

En revanche, les coefficients estimés sur les taux de variation du chiffre d'affaires courants et retardés montrent la dépendance positive très forte des stocks à l'égard des ventes de la firme. Ce résultat révèle, au contraire, un rôle « accélérateur – ventes des stocks » : les entreprises adoptent des comportements de stockage dans lesquels elles montrent leur aversion par rapport au risque de ne pas satisfaire une demande plus dynamique que prévu. Dans ce cas où la décision de constitution de stocks est antérieure à la connaissance de la demande des consommateurs, l'entreprise se protège contre un risque de rupture des stocks. La corrélation positive entre les ventes et le taux de variation des stocks de la firme peut également être le reflet du rôle de lissage par les stocks des chocs exogènes sur les coûts. Dans cette logique, les entreprises poursuivent l'objectif de se constituer des « stocks-tampon », qui leur permettent de combler les fluctuations transitoires que connaît leur activité. Quelle que soit la logique théorique sous-jacente que l'on retient, le comportement de stockage des firmes apparaît guidé par une logique de précaution face aux aléas, que ceux-ci portent sur les coûts ou sur la demande.

En ce qui concerne la sensibilité financière du comportement de stockage des entreprises industrielles françaises, les coefficients des variables financières sont en général largement significatifs sur la période 1986-1996, exception faite de la part des groupe et associés dans le capital engagé. On remarque plus particulièrement que, exerçant une influence en décalage, les réserves d'autofinancement (n-1) et la part des « valeurs mobilières de placement et des disponibilités dans le capital engagé » (n-1) sont toujours corrélées positivement avec le comportement de stockage. Dans la mesure où l'influence de ces grandeurs s'observe toujours *en décalage* – que traduit l'influence des variables *retardées* – par rapport à la période étudiée, l'on peut interpréter ces résultats comme l'illustration de la capacité des firmes à être financièrement autonomes dans la gestion de leur activité courante. Cette influence de la liquidité détenue par les firmes dans la décision de dépense est confirmée durant toute la période sous-revue.

En revanche, les coefficients courants de l'autofinancement, des participations et des VMP et disponibilités dans le capital engagé montrent une influence négative sur le comportement de stockage. Ils pourraient indiquer que les entreprises industrielles françaises ont pu accroître leur liquidité interne en jouant sur les stocks qui apparaissent ainsi comme un

moyen pour les entités en manque de liquidités de répondre temporairement à cette difficulté. Ce comportement est particulièrement vrai pour la période allant de 1989 à 1991. Dans cette configuration, on pourrait penser que ce seraient les stocks qui, « liquidés » à court terme aux coûts d'ajustement les plus faibles, serviraient de stocks-tampons, amortisseurs des difficultés passagères rencontrées par la firme en matière de disponibilités. Mais ces résultats pourraient également traduire le fait que, comme les liquidités de l'année précédente (n-1) financent les stocks de l'année en cours (n), ceux-ci les utilisent entièrement, ce qui justifie par conséquent les corrélations négatives observées entre les variables de liquidité interne de l'année en cours et les stocks. En tous les cas, il semble que la firme dispose à son actif des moyens de gérer à court terme ses besoins de liquidité : D'une part, pouvant être rapidement « liquidés », les stocks permettent à l'entreprise de trouver à court terme les disponibilités financières de l'année et, d'autre part, forte de détentions de réserves d'autofinancement et de disponibilités (valeurs retardées), la firme a les moyens de financer ses stocks. Elle est aidée en cela par les lignes de crédit qui, préalablement négociées auprès de leurs partenaires bancaires, semblent, là-encore, d'un accès libre, effectivement utilisées dans le financement pour financer du poste de stockage. En effet, nous le constatons, les coefficients pour les concours bancaires courants sont, pour chacune des années étudiées, positifs et significatifs. Là encore, il ne semble pas que le rationnement du crédit ait pu jouer sur le comportement des entreprises.

Il ressort enfin des estimations que, qu'elle que soit l'année considérée, les résultats ne nous permettent pas de réfuter l'hypothèse théorique selon laquelle les frais financiers découragent la dépense des entreprises industrielles françaises. Nous réfutons toutefois le rôle de collatéral des participations financières. Nous remarquons enfin que, lorsque le « *taux au jour le jour* » (TAJJ) a des effets significatifs mais qui ne sont pas bien nets sur le comportement de stockage : En effet, ils se manifestent au travers d'une influence tantôt négative – notamment en 1987 ou, au contraire, tantôt positive – notamment en 1990 et 1991. On ne peut donc pas conclure à ce sujet. Au total, l'existence d'un rationnement tarifaire et /ou hors prix de l'offre de financement interne est difficile à imaginer.

Comme précédemment avec la dépense d'investissement, nous tentons d'affiner ces résultats en différenciant les entreprises et comparant les résultats obtenus pour 1993, année où l'environnement macro-économique est défavorable et pour 1996.

2.2.3. - Comparaison des déterminants du comportement de stockage entre 1993 - année de restriction monétaire - et 1996 - année plus favorable

Quelles que soient l'année et la taille de l'entreprise que l'on retient, on constate que la vitesse d'ajustement des stocks reste conforme au modèle théorique standard sous-jacent, négative et hautement significative. Par ailleurs, les coefficients estimés sur les « *taux de variation du chiffre d'affaires* » courants et retardés montrent toujours la dépendance positive hautement significative des stocks à l'égard des ventes de la firme.

Les sensibilités financières du comportement de stockage apparaissent de manière évidente dans les résultats des régressions menées sur l'année 1993, et ceci pour toutes les tailles d'entreprises. Contrairement à ce que l'on peut voir dans la littérature cependant, ce ne sont pas forcément les P.M.E. qui sont les plus sensibles aux indicateurs financiers. Bien au contraire, l'analyse des résultats sur les deux ratios « *autofinancement dans capital engagé* » (1992) et « *Valeurs mobilières de placement et disponibilités dans capital engagé* » (1992) montre que même les très grandes entreprises enregistrent la sensibilité de leur comportement de stockage aux liquidités accumulées.

Les résultats des régressions sur 1993 comme sur 1996 montrent, là encore, des coefficients significatifs et négatifs pour les « *participations financières* » et les « *valeurs mobilières de placement et disponibilités* ». Si les résultats sur les « *participations financières* » concernent uniquement les P.M.E., ceux sur les « *valeurs mobilières de placement et disponibilités* » concernent l'ensemble des entreprises du secteur manufacturier. Au total, les stocks apparaissent comme un moyen pour les firmes en manque de liquidités de répondre temporairement à cette difficulté ; les entreprises industrielles françaises ont pu jouer sur les stocks pour accroître leur liquidité interne au cours de l'année.

On constate également que, outre leurs liquidités strictement internes, les firmes mobilisent également des liquidités externes pour réaliser la gestion de leur cycle d'exploitation, sous forme de « *comptes bancaires courants* » notamment. La majorité des entreprises industrielles françaises, semblent utiliser alternativement, selon l'état de la conjoncture, les emprunts bancaires et les comptes bancaires courants. Lors de la période de restriction monétaire de 1993, elles montrent en effet les plus grandes sensibilités de leurs stocks aux comptes bancaires courants tandis que les emprunts bancaires n'entrent aucunement dans l'explication de cette dépense. En 1996 au contraire où l'on suppose les tensions financières tombées, la sensibilité des stocks aux comptes bancaires courants est

moindre alors que les emprunts bancaires et les prêts des groupe et associés retrouvent une influence sur cette composante de la dépense. En période de crise, les liquidités externes disponibles dans les banques sous forme de comptes bancaires semblent par conséquent constituer un moyen pour la firme de continuer son activité.

Par ailleurs, des différences apparaissent dans le temps en ce qui concerne l'influence du « *taux au jour le jour* » sur le comportement de stockage : l'indicateur de l'environnement monétaire dans lequel opèrent les firmes a, pour toutes les tailles d'entreprise, un effet négatif fort sur les stocks en 1993 tandis qu'il n'est jamais significatif en 1996. Cette influence qui mesure un effet « coût du financement » ne dérive pas directement de la politique monétaire. Celle-ci peut néanmoins s'en servir pour influencer le comportement de dépense des entreprises.

Pour l'année 1996, la sensibilité financière du comportement de stockage reste significative mais dans des proportions globalement moins importantes que pour 1993. Pour prendre un exemple flagrant, significatifs pour les grandes entreprises pendant l'année de restriction monétaire, les ratios « *Autofinancement dans capital engagé* » et « *Valeurs mobilières de placement et disponibilités* » ne le sont plus en 1996. Enfin, pour 1993 comme pour 1996, les résultats des tests ne nous permettent pas de réfuter l'hypothèse théorique selon laquelle les frais financiers découragent la dépense. Nous remarquons cependant peu de différences entre les coefficients obtenus sur les deux années.

Au total, l'analyse du comportement de stockage ne nous permet pas de réfuter l'hypothèse selon laquelle le comportement de stockage des firmes industrielles françaises est sensible aux variables financières. Nous ne pouvons pas non plus rejeter l'idée selon laquelle les réserves et ressources internes des firmes ont d'autant plus d'impact sur la gestion du cycle d'exploitation que l'économie est en récession et en politique monétaire restrictive. En terme de canal de transmission de la politique monétaire, il est aisé de constater, à travers une étude comparative des résultats sur les deux années, que les stocks des firmes industrielles françaises montrent une plus grande sensibilité aux variables financières en période de récession et de contraction monétaire. Contrairement aux conclusions généralement avancées dans la littérature cependant, ce ne sont pas forcément les entreprises les plus petites qui présentent toujours les sensibilités les plus fortes. La comparaison des résultats nous permet au contraire d'avancer que, sur certaines variables financières, ce sont surtout les plus grandes entreprises qui expriment leur sensibilité. Ainsi, alors qu'on n'enregistre aucun lien entre les

stocks et l'autofinancement que les firmes de plus de 500 salariés dégagent de leur activité en 1996, ce sont ces mêmes entreprises qui enregistrent les effets les plus importants eu égard à cette variable financière en 1993.

Dans quelle mesure l'influence, sur le comportement de stockage, des variables financières mesurant la liquidité de la firme pourrait-elle être le résultat d'une politique stratégique développée par celle-ci ? Repérant, en fonction des années et des classes d'entreprises, les variables financières qui montrent une influence significative sur le comportement de stockage, nous aboutissons au résultat suivant :

Tableau 5-1 : Repérage sur les années des modes de financement qui montrent une influence significative sur le comportement de stockage

	<20 salariés	21 à 100 salariés	101 à 500 salariés
Autofinancement/CE (n-1) (influence +)	7 années (63%) : 1987, 1989, 1990, 1991, 1993, 1995, 1996	11 années (100%) : 1986, 1987, 1988, 1989, 1990, 1991, 1992, 1993, 1994, 1995, 1996	7 années (63%) : 1987, 1988, 1990, 1991, 1993, 1994, 1996
Autofinancement/CE (n) (influence +)*	6 années (54%) : 1987, 1989, 1990, 1992, 1995, 1996	8 années (72%) : 1986, 1987, 1989, 1990, 1991, 1992, 1993, 1994	2 années (18%) : 1991, 1996
VMP + Disponibilités / CE (n) (influence -)	11 années (100%) : 1986, 1987, 1988, 1989, 1990, 1991, 1992, 1993, 1994, 1995, 1996	11 années (100%) : 1986, 1987, 1988, 1989, 1990, 1991, 1992, 1993, 1994, 1995, 1996	10 années (90%) : 1986, 1987, 1988, 1989, 1991, 1992, 1993, 1994, 1995, 1996
VMP + Disponibilités / CE (n-1) (influence +)	11 années (100%) : 1986, 1987, 1988, 1989, 1990, 1991, 1992, 1993, 1994, 1995, 1996	11 années (100%) : 1986, 1987, 1988, 1989, 1990, 1991, 1992, 1993, 1994, 1995, 1996	9 années (81%) : 1987, 1988, 1989, 1991, 1992, 1993, 1994, 1995, 1996
CBC / CE (influence +)	6 années (54%) : 1986, 1988, 1990, 1991, 1994, 1995	11 années (100%) : 1986, 1987, 1988, 1989,	8 années (72%) : 1986, 1987, 1988, 1989, 1990, 1991, 1993, 1996

* mises à part en 1990 et 1992 pour les très petites entreprises inférieures à 20 salariés où l'influence est négative.

	1994, 1995	1990, 1991, 1992, 1993, 1994, 1995, 1996	1990, 1991, 1993, 1996
Emprunts bancaires (influence +)	6 années (54%): 1986, 1987, 1989, 1990, 1994, 1996	7 années (63 %): 1986, 1987, 1990, 1991, 1994, 1995, 1996	6 années (54%): 1986, 1987, 1988, 1989, 1991, 1996
Groupe et associés (influence +)	2 années (18%): 1987, 1989	5 années (45%): 1989, 1990, 1991, 1995, 1996	3 années (27%): 1989, 1990, 1995

Le premier constat que nous pouvons faire est celui de la tendance des firmes, sur la période, à systématiquement utiliser les liquidités qu'elle ont accumulées sous forme de valeurs mobilières et disponibilités. Par ailleurs, les entreprises de 20 à 101 salariés mises à part, le recours des firmes aux liquidités externes, sous forme de CBC, n'a pas été systématique toutes les années. Nous pouvons le remarquer, quand l'entreprise s'y est tournée (1986, 1988, 1990, 1991, 1994, 1995), elles n'étaient pas dans un environnement macroéconomique défavorable mais en passe de le devenir, surtout pour les premières dates, une ou deux années après. Nous pouvons donc penser que, anticipant des changements d'environnement défavorable, la firme a réétudié ses plans de dépense en faveur d'une gestion de ses liquidités et d'un refus de s'engager. Ces dates correspondent pour la plupart à celles pour lesquelles on avait relevé une croissance des postes de liquidités dans le total du bilan des entreprises (cf. *Graphique 5-8*). Par ailleurs, de nombreuses années apparaissent où les firmes ne mobilisent que leurs sources « internes » de financement, sous forme de réserves d'autofinancement et de disponibilités mais aussi d'utilisation de CBC, pour financer leurs dépenses de stockage.³⁷⁷ Pour d'autres années, comme 1994 ou 1995, elles ne mobilisent que leurs sources strictement internes de fonds. Ces deux années étant marquées par la reprise économique et l'assouplissement de l'environnement monétaire en France, il est difficile d'expliquer ces résultats par des comportements de rationnement des offreurs de capitaux qui, par ailleurs, auront satisfait les besoins de financement des entreprises lors de périodes de crises, comme en 1990 par exemple.

³⁷⁷ ce sont les années 1986 pour les entreprises de 101 à 500 salariés, 1988 pour les entreprises de 0 à 20 et de 21 à 100 salariés, 1989 pour les entreprises de 21 à 100 salariés, 1991 pour les entreprises de moins de 20 salariés, 1992 pour les entreprises de 21 à 100 salariés, et 1993 pour les entreprises de 21 à 100 et de 101 à 500 salariés.

Bien que le processus de modernisation du système financier amorcée en France depuis le début des années 80 ait conduit à une reformulation des modalités d'intervention de la Banque de France dans l'économie et à l'accroissement des pouvoirs de celle-ci dans cette manœuvre, l'analyse de la structure et de l'évolution des différentes composantes de l'actif des entreprises n'a pas pu mettre en lien ces deux évolutions. À des changements brusques des taux directeurs correspondent en effet une évolution sans à-coups et homogène pour la plupart des entreprises des éléments composants leur bilan. L'analyse plus précise des comportements d'investissement productif nous a cependant conduit à repérer des dates de rupture dans l'évolution de ce poste, dans un sens concomitant avec la conjoncture macroéconomique. En revanche, une telle tendance n'a pas été vérifiée pour les dépenses d'exploitation qui diminuent doucement mais régulièrement sur la période. Si cette analyse descriptive ne nous a pas donné les moyens d'apprécier la réalité de la sensibilité financière de la dépense des firmes de l'échantillon, il n'en est pas de même avec l'étude économétrique venue compléter cette première analyse.

Nos investigations pratiques avaient pour objectif d'apprécier, d'une part, la sensibilité financière des dépenses des firmes industrielles françaises et, d'autre part, à travers une analyse comparative des résultats sur deux périodes différemment typées en terme de conjoncture économique et d'environnement monétaire, l'influence des différents moyens de financement à disposition des firmes. Les résultats obtenus pour chacune des années de la période 1985-1996 pour l'ensemble des entreprises et, les différences de résultats entre 1993 et 1996 pour des entreprises classées selon leur taille en effectifs, ne nous permettent pas de réfuter l'hypothèse de la sensibilité financière de la dépense d'investissement durable et de stockage.

Nous l'avons montré, l'influence des variables financières sur la dépense n'attend pas, pour être reconnue, les périodes les plus néfastes sur le plan économique et monétaire.

Pour la dépense d'investissement productif, les variables « *autofinancement dans le capital engagé* », « *concours bancaires courants dans le capital engagé* », « *prêts des groupes et associés dans le capital engagé* » ou encore « *emprunts bancaires dans le capital engagé* » montrent pour chacune des années étudiées leur influence systématique, positive et significative. La différenciation des entreprises par classe de taille précise ce constat pour

l'ensemble des entreprises de moins de 500 salariés.³⁷⁸ L'étude des conditions hors prix d'offre de financement ne nous permet pas cependant d'attester l'existence d'un rationnement du crédit de la part des banques en France.

En ce qui concerne les stocks, nous retrouvons la présence systématique et significative, des variables « *autofinancement dans le capital engagé* », « *valeurs mobilières de placement et disponibilités dans le capital engagé* » et les « concours bancaires courants dans le capital engagé ». Nous notons cependant le signe systématiquement négatif pour la valeur retardée des « *valeurs mobilières de placement et disponibilités dans le capital engagé* » de l'année. On pourrait alors penser que les firmes ont mobilisé tous les moyens à leur disposition pour financer ses besoins de liquidité. En effet, les liquidités accumulées dans les périodes passées ont permis de financer les stocks de l'année qui constituent, eux-mêmes, un moyen éventuel pour les firmes de dégager des liquidités pendant l'année en cours.

³⁷⁸ Si l'influence financière se fait plus rare chez les grandes entreprises, d'un poids très faible dans l'échantillon, celles-ci (notamment les plus grandes) sont quelquefois elles aussi concernées par la sensibilité de la dépense aux variables mesurant leur liquidité interne.

Chapitre six

Les choix des dirigeants d'entreprise en matière de financement de la dépense

Le chapitre précédent nous a permis d'apprécier la sensibilité systématique, significative et positive de la dépense d'investissement des entreprises industrielles françaises à la liquidité strictement interne à leur disposition, appréhendée par le ratio « autofinancement dans le capital engagé »³⁷⁹ ainsi qu'aux financements bancaires, à travers les variables « concours bancaires courants dans le capital engagé » et « emprunts bancaires dans le capital engagé ». Pour le comportement de stockage, la même configuration apparaît avec, d'une part, la présence de l'« autofinancement dans le capital engagé »³⁸⁰ et les « valeurs mobilières de placement et disponibilités dans le capital engagé »³⁸¹ et, d'autre part, les « concours bancaires courants dans le capital engagé ». La présence simultanée des variables de financement interne et de financement externe ne nous permet pas de conclure à l'existence d'un rationnement du crédit de la part des offreurs de capitaux.³⁸² Elle laisse penser, au contraire, que des clauses hors-prix du contrat de crédit ont pu jouer, comme la nécessité pour les firmes de montrer le niveau d'autofinancement minimal qui leur ouvre l'accès à un financement externe pré-négocié sous la forme de lignes de crédit.³⁸³ Par suite,

³⁷⁹ Dans sa valeur actuelle ou retardée.

³⁸⁰ Dans sa valeur actuelle ou retardée.

³⁸¹ D'une influence positive pour sa valeur retardée uniquement. La valeur actuelle montre en effet un impact négatif.

³⁸² Au questionnement sur l'existence d'un rationnement quantitatif s'est rajouté un autre sur les autres conditions attachées à l'offre de financement (garantie, coût, etc.), dont les influences ont été le plus souvent réfutées.

³⁸³ Cette hypothèse défendue par la théorie sous-jacente demande simplement, pour être validée, que la firme remplisse les attentes des partenaires financiers en terme de niveau d'autofinancement, indicateur de la possibilité pour les offreurs de fonds de l'espérance de

dès lors où l'accès à la liquidité, interne et externe, leur reste ouvert, les firmes de l'industrie manufacturière française qui décident de diminuer ou reporter leur investissement durable manifestent de cette façon leur crainte d'engager cette liquidité effective et/ou potentielle dans des emplois qui les détruisent et réduisent par conséquent les choix possibles à l'avenir.³⁸⁴ Aussi, soucieux de la pérennité de la firme dans le temps, les chefs d'entreprise sont amenés à gérer leur accès futur à la liquidité et sont conduits, dans cette optique, à sélectionner stratégiquement les dépenses qu'ils réalisent.

Mais valider l'hypothèse selon laquelle la sensibilité financière de la dépense aux variables de liquidité, interne et externe, résulte de choix propres des dirigeants d'entreprises désireux de ne pas s'engager face à un avenir incertain demande avant tout que l'on valide rigoureusement l'hypothèse d'autonomie financière de ces agents. Nous distinguerons ainsi, dans les empreintes financières sur la dépense, entre ce qui dériverait des contraintes directement imposées par les offreurs de financement et ce qui refléterait plutôt les choix stratégiques du dirigeant d'entreprise en matière de financement et de dépense.

Ce chapitre s'inscrit dans cet objectif, tentant plus précisément d'apprécier les marges de manœuvre à disposition, depuis le début des années 80 en France, des dirigeants d'entreprise en matière de financement de la dépense.

À partir du même échantillon d'entreprises et toujours motivés par l'étude des interactions entre les comportements de financement et de dépense – d'investissement durable et de stockage – sur la période 1986-1996, nous faisons le choix, tout d'abord, d'une méthode de statistique descriptive. Nous utilisons plus exactement la méthode de l'analyse factorielle

recouvrer les sommes confiées. Ce rôle positif de l'autofinancement est retranscrit, rappelons-le, dans la présence de coefficients positifs et significatifs quelle que soit l'année étudiée.

³⁸⁴ Une contrainte en terme de financement interne et, par suite, de financement externe. Bénéficiant des bienfaits qu'elles tirent d'un soutien, dans leur activité quotidienne, par leurs partenaires bancaires et de ses réserves propres de liquidité, la firme est naturellement conduite à gérer efficacement cet équilibre instable. De cette gestion dépendra sa force dans le futur.

en composantes principales³⁸⁵ et, par suite, la méthode de classification hiérarchique³⁸⁶, susceptibles de nous aider en effet au niveau des outils de visualisation, avec des plans factoriels et au niveau typologique, avec une classification des firmes qui prend compte simultanément de plusieurs de leurs caractéristiques de base³⁸⁷ (*Section 1*).

Nous nous penchons, ensuite, sur la pratique des entreprises de l'échantillon en matière de structuration – contenu et évolution – de leurs divers modes de financement. Au début des années 80, les firmes de l'économie française assuraient 60% de leur financement par autofinancement et seulement 40% par financement externe, au niveau duquel les intermédiaires financiers intervenaient à hauteur de 80 à 90 % (PLIHON, 1998). Depuis, le système financier s'est modernisé et ses bienfaits pour l'économie française ont largement été démontrés par de nombreuses analyses macroéconomiques (*cf. Annexe 6*). En développant une étude détaillée de la structure du passif des entreprises qui composent notre échantillon, nous tentons de voir comment celle-ci a évolué. Notre objectif est plus particulièrement de voir si, dans un contexte macroéconomique qui se modernise de manière à leur être favorable, les entreprises de l'industrie manufacturière françaises modifient l'organisation de leurs modes de financement (*Section 2*).

SECTION 1 – ANALYSES DE DONNEES ET PRATIQUES DU CHEF D'ENTREPRISE EN MATIERE DE FINANCEMENT DE LA DEPENSE

Définie comme la méthode qui a « l'ambition de représenter un grand nombre de variables dans un espace de faible dimension » (SAPORTA, 1994, p. 75), nous optons tout d'abord pour une analyse en composantes principales (ACP) par le biais de représentations graphiques, celle-ci devrait nous permettre de trouver et d'étudier directement des sous-

³⁸⁵ L'analyse en composantes principales tente de mettre en évidence des composantes tenant compte de la variance totale de toutes les variables à l'étude.

³⁸⁶ Ces méthodes opèrent des regroupements en familles de classes hiérarchisées des variables.

³⁸⁷ Pour une information plus complète concernant ces méthodes ou les règles de lecture et d'interprétation des résultats voir, par exemple, GRANGE & LEBART (1994).

espaces de représentation des proximités – distances – entre les divers vecteurs de description d'observations que nous retenons. Pour le calcul des plans factoriels³⁸⁸ puis, par suite, l'analyse des corrélations des variables entre elles, les « *variables actives* »³⁸⁹ que nous retenons sont, pour les stocks comme pour l'investissement productif, celles choisies comme « variables à observer » dans les équations testées au cours du chapitre précédent. Nous les complétons d'une large gamme de « *variables illustratives* »^{390,391} de manière à avoir l'appréciation la plus fidèle possible du comportement des entreprises industrielles françaises en matière de dépense :

³⁸⁸ Les plans factoriels sont des représentations graphiques planes d'axes (le plus souvent deux). Chacun des axes (appelé axe factoriel) est associé à une *variable composite* (appelée facteur ou composante principale), combinaison linéaire particulière des variables observées. Pour chaque axe, certaines variables ont, dans la combinaison linéaire, plus de poids que les autres. Ainsi, chaque axe correspondra à un groupe de variables observées initialement. Un tel groupe est homogène en ce sens que ses variables sont fortement corrélées linéairement entre elles, ce qui sera déterminé par le cercle des corrélations alors calculé.

³⁸⁹ Encore appelées « éléments actifs », les variables actives doivent former un ensemble homogène pour que les distances entre les individus ou observations s'interprètent facilement.

³⁹⁰ L'ACP permet en effet de positionner dans le plan factoriel des informations (variables illustratives ou éléments supplémentaires) qui n'ont pas participé à la construction de ces plans mais qui permettent de l'illustrer, ce qui va avoir des conséquences très importantes au niveau de l'interprétation des résultats. Les variables illustratives sont donc des éléments qui interviennent *a posteriori* pour caractériser les axes.

³⁹¹ Nous le rappelons, la dichotomie entre variables actives et illustratives est du même ordre que la distinction que l'on établit entre variables explicatives et à expliquer : les variables actives engendrent un sous-espace, que l'on va réduire pour le visualiser puis on projette les variables illustratives sur cet espace réduit. Variables actives et variables illustratives sont donc distinguées selon leur fonction dans l'analyse : seules les variables actives participent à la détermination de l'espace factoriel.

LE COMPORTEMENT DE STOCKAGE*	L'INVESTISSEMENT PRODUCTIF*
<i>Variables actives (11)</i>	<i>Variables actives (15)</i>
Délais Stocks en n-1 Taux de variation du CA en n-1 Autofinancement / capital engagé en n-1 CBC / capital engagé Variation des stocks en jour Taux de variation du CA VMP + Disponibilités / Capital engagé Groupe & Associés / CE Emprunts bancaires / Capital engagé Autofinancement / Capital engagé TAOE	Taux d'accumulation en n-1 Taux de variation du CA en n-1 Autofinancement / CE en n-1 CBC / capital engagé Taux d'accumulation Taux de variation du CA Coût de l'endettement Taux de variation des VMP Taux de variation des disponibilités Participations / capital engagé Augmentation nette de capital / CE Groupe & Associés / CE Emprunts bancaires / capital engagé Autofinancement / capital engagé TAOE
<i>Variables illustratives (205 variables de 1985 à 1996)</i>	<i>Variables illustratives (201 variables de 1985 à 1996)</i>

CBC / capital engagé	CBC / capital engagé
Délais Stocks	Délais Stocks
Variation des stocks en jours	Variation des stocks en jours
Coût de l'endettement	Coût de l'endettement
Taux d'accumulation	Taux d'accumulation
Charge de la dette	Charge de la dette
Taux de variation du Chiffre d'affaires	Taux de variation du Chiffre d'affaires
VMP+Disponibilités / Capital engagé	VMP+Disponibilités / CE
Taux de variation des VMP	Taux de variation des VMP
Poids des intérêts (FF / EBG)	Poids des intérêts (FF / EBG)
Taux de var. des disponibilités	Taux de var. des disponibilités
Participations / Capital engagé	Participations / Capital engagé
Augmentation- réduction de capital / CE	Augmentation nette de capital / CE
Groupe & Associés / CE	Groupe & Associés /CE
TAJJ	Emprunts bancaires / capital engagé
TAOE	Autofinancement / capital engagé
	TAJJ ;TAOE
<p>* CBC = Concours bancaires courants ; CE = Capital engagé ; VMP = Valeurs mobilières de placement, FF = Frais financiers ; EBG = Excédent Brut Global ; TAOE = Taux des obligations d'Etat ; TAJJ = Taux Au Jour le Jour</p>	

Dans cette étude des liens entre moyens de financement et postes de dépense, nous distinguons les périodes d'analyse : nous menons d'abord les études sur deux années de crise ; les années 1987 et 1993,³⁹² puis nous comparons les résultats ainsi obtenus avec ceux dégagés sur la période 1985-1996 pour des années de reprise économique.

Afin de remédier aux principaux inconvénients d'une analyse en composantes principales réalisée seule,³⁹³ nous utilisons conjointement la technique de la classification

³⁹² L'année 1987 s'inscrit dans le début du cycle de croissance économique, initié en 1985/1986 et se terminant en 1989/1990, et a été marquée par la crise boursière d'octobre. L'année 1993 apparaît, en France, comme une année de récession à l'issue de la période de ralentissement économique des années 1990/1992.

³⁹³ En effet, (1) ces visualisations sont limitées à deux dimensions, alors que le nombre d'axes significatifs peut-être beaucoup plus important, pouvant atteindre, nous dit

hiérarchique des données qui a l'avantage de compléter, clarifier et alléger la présentation des résultats de l'analyse en composantes principales.³⁹⁴ Une fois les entreprises regroupées en classes, il nous sera plus facile d'obtenir une description claire de ces groupes de firmes, comparativement à l'ensemble des firmes de l'échantillon.

Après avoir présenté les résultats de l'analyse des données pour le comportement de stockage (*I.1.*), nous nous attarderons sur ceux relatifs au comportement d'investissement productif (*I.2.*).

1.1. – Les résultats sur le comportement de stockage

Notre investigation de la sensibilité financière du comportement de stockage des entreprises de l'échantillon respecte deux temps ; axée d'abord sur les résultats de l'analyse en composantes principales (*I.1.1.*) puis, sur ceux obtenus avec la classification ascendante hiérarchique (*I.1.2.*).

1.1.1. – Situation de crise et combinaison entre financement interne et fonds externes bancaires dans la gestion des stocks

L'analyse en composantes principales (ACP) est menée sur 9 083 entreprises industrielles en 1987 (7 406 entreprises en 1986) et, sur 13 767 entreprises en 1993 (11 404 entreprises en 1992) (*A*). Simultanément présents avec les liquidités – internes et externes – de la firme lors des années de crise, les emprunts bancaires ont moins de poids dans la gestion des stocks lorsque l'environnement macroéconomique devient favorable. Ce constat, ajouté à celui de l'absence de poids du taux au jour le jour, donnent aux intermédiaires financiers un rôle de soutien plutôt que de contrainte dans l'organisation des firmes françaises (*B*).

A) Périodes de récession et opposition des firmes entre utilisation de liquidités internes et emprunts bancaires

LEBART (1994), 8 ou 10 ; et (2) Ces visualisations peuvent inclure des centaines de points, donnant lieu à des graphiques chargés ou illisibles.

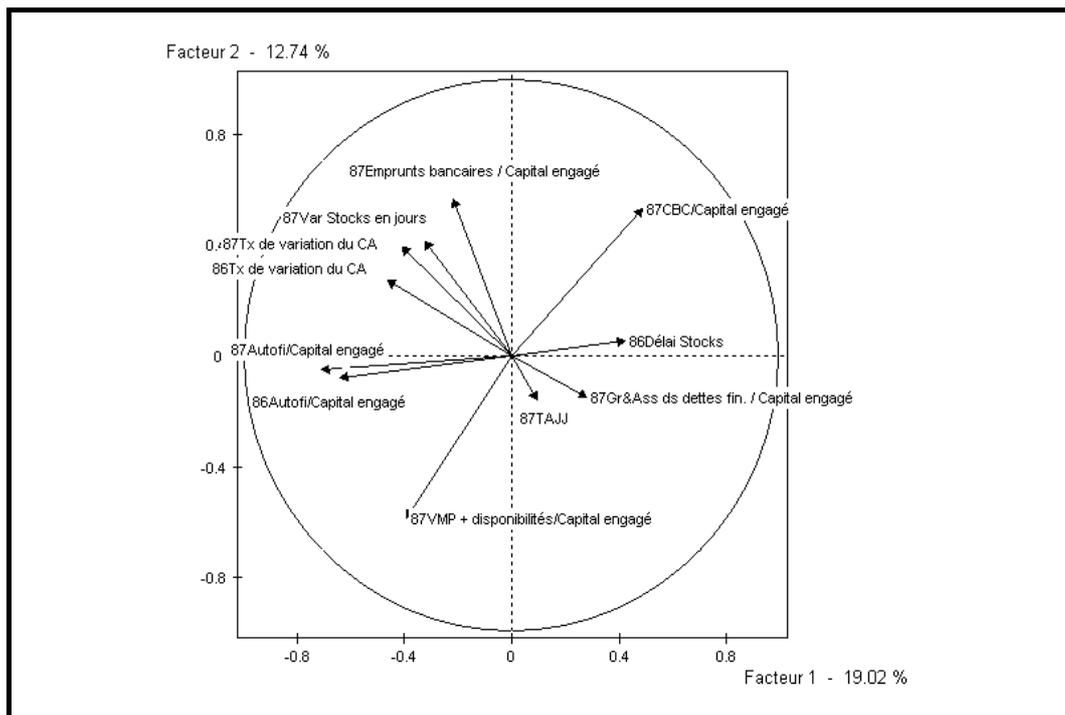
³⁹⁴ La CAH permet de calculer des statistiques d'écart entre les valeurs internes à la classe et les valeurs globales, on peut également convertir ces statistiques en *valeur-test* et opérer un tri sur ces dernières. On adopte cette technique où l'on obtient finalement, pour chaque classe les modalités les plus caractéristiques.

L'ACP est d'abord menée sur les entreprises présentes en 1987 (cf. *Annexe 7* pour les statistiques dégagées de l'ACP pour les deux années de crise). L'étude de la matrice des corrélations indique une corrélation entre certaines variables, mais elle ne dépasse jamais 0,30 – entre « *autofinancement dans capital engagé* » et le « *taux de variation du chiffre d'affaires de l'année* » –. Les cinq premiers axes de l'ACP expriment près de 60 % de l'inertie totale, un tiers de cette dernière étant capté par les deux premiers axes. L'analyse du nuage de points fait apparaître une observation extrême, mais les résultats de l'ACP ne sont pas modifiés quand on la supprime.

Il ressort de l'analyse une double opposition des entreprises entre elles (*Graphique 6-1*). La première opposition apparaît sur le premier axe (19,50 % de l'inertie totale) où les entreprises se distinguent selon, d'une part, l'importance de l'**autofinancement** rapporté au capital engagé de l'année courante (-0,71)** et, d'autre part, le montant élevé du recours aux **concours bancaires courants** dans le capital engagé (0,49). Il apparaît d'ores et déjà que les firmes ont le choix, en matière de gestion de leur poste de stockage, entre leurs liquidités internes, dégagées de leur activité, et des liquidités externes, sous forme de lignes de crédit préalablement négociées auprès des banques. L'alternative entre un financement d'origine interne et le financement externe bancaire apparaît également sur le deuxième axe (13 % de l'inertie totale), où l'on relève une opposition entre les firmes selon, d'une part, le niveau des **liquidités** qu'elles détiennent sous forme de valeurs mobilières de placement et de disponibilités dans le capital engagé (-0,58) et, d'autre part, les **emprunts bancaires** dans le capital engagé (0,57).

Graphique 6-1 : Coordonnées des variables actives pour l'année 1987

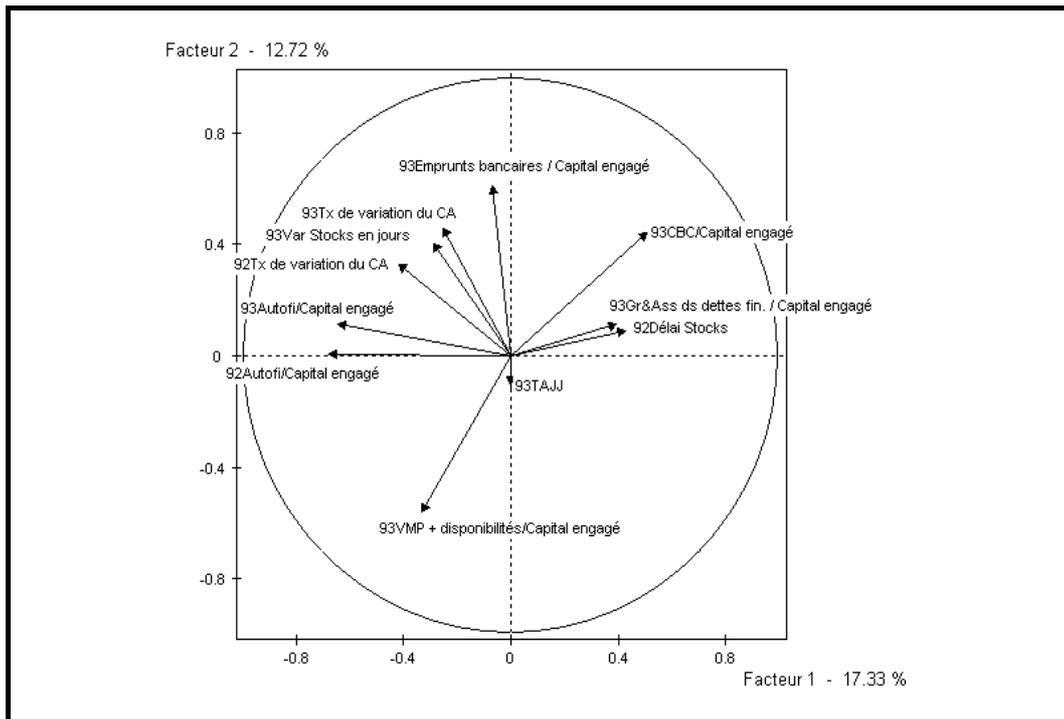
** Les chiffres entre parenthèses correspondent aux coordonnées des variables actives dans le plan.



Ces doubles oppositions dessinent un espace qui différencie les firmes selon l'importance des ressources internes disponibles — issues de l'activité de l'exercice ou placées — et le recours au financement bancaire. L'organisation de l'espace en deux axes a entièrement trait à la politique de financement de la firme ; la variable « réelle » « *taux de variation du chiffre d'affaires* » n'apparaissant que sur les troisième (année en cours) et cinquième axes (année précédente). Il apparaît en particulier que, dans l'organisation des modes de financement de la firme, la liquidité est un critère déterminant, présent sur les deux axes du plan factoriel. Par ailleurs, l'absence systématique de poids du « *taux au jour le jour* » laisse penser qu'il n'y a pas de tension sur le marché de l'offre de financement externe et que le choix du mode de financement des stocks a plus certainement trait à un choix délibéré de la part du dirigeant d'entreprise.

Les résultats obtenus pour 1993, année repérée pour le ralentissement économique qui la caractérise, sont similaires à ceux l'année 1987. L'étude de la matrice des corrélations indique une corrélation entre certaines variables qui ne dépasse pas 0,33 (entre « *taux de variation du chiffre d'affaires* » et « *autofinancement dans le capital engagé 1992* »). Les 4 premiers axes expriment près de 50 % de l'inertie totale dont les deux tiers sont captés par les deux premiers (**Graphique 6-2**). Sur l'axe un (17 % de l'inertie totale), les firmes s'opposent sur l'importance de l'**autofinancement** dégagé en **1992** (-0,68), d'une part, et sur celle des **concours bancaires courants** en 1993 (0,51), d'autre part.

Graphique 6-2 : Coordonnées des variables actives pour l'année 1993



Le comportement de stockage des entreprises industrielles en 1993 s’apprécie donc avant tout en fonction des liquidités disponibles pour les firmes, sous forme de réserves dégagées de l’activité de l’année précédente ou d’utilisation de lignes préalablement confirmées.

En 1993, les emprunts bancaires ne sont pas pour autant absents dans la gestion de la crise par les firmes. Sur l’axe deux (12 % de l’inertie totale) en effet, les entreprises industrielles françaises se distinguent selon qu’elles mobilisent plutôt les **liquidités** sous forme de « *valeurs mobilières de placement et disponibilités dans capital engagé* » (-0,56) qu’elles détiennent ou qu’elles font appel aux **emprunts bancaires** (0,61). Par ailleurs, la variable d’environnement réel, le « *taux de variation du chiffre d’affaires* », n’apparaît que sur le troisième axe où les firmes ayant connu une forte croissance de leur chiffre d’affaires en 1993 se différencient de celles pour lesquelles ce dernier a augmenté en 1992.

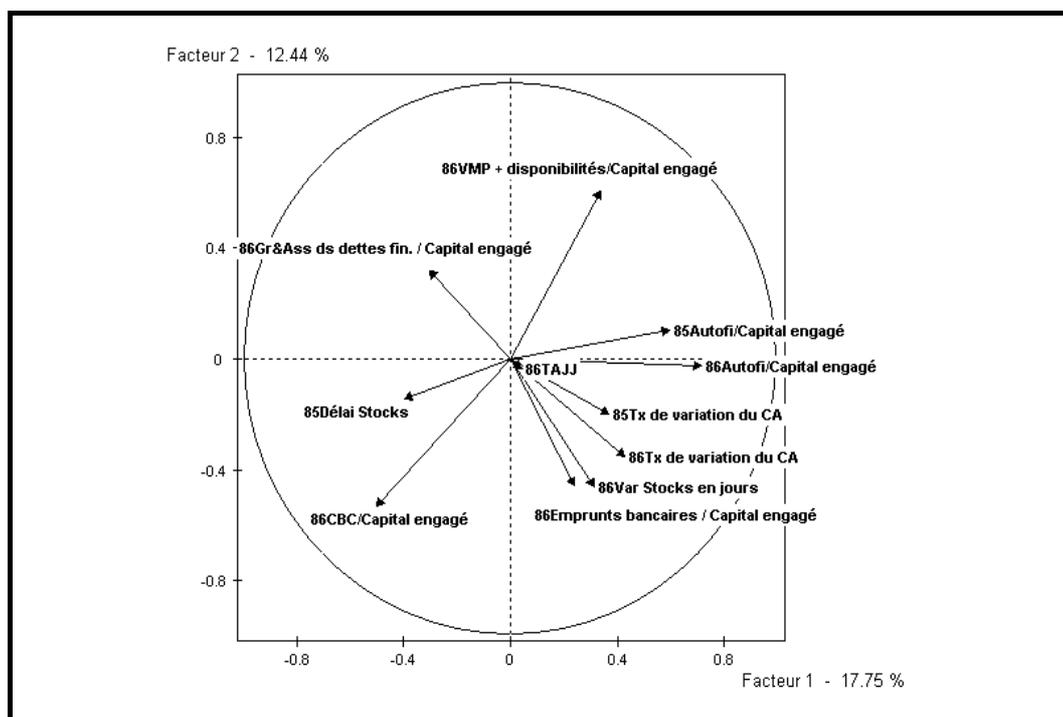
Il ressort de cette étude sur deux années récessives que les comportements de stockage se différencient selon que les firmes recourent à des financements externes ou qu’elles mobilisent volontiers les liquidités détenues et/ou préalablement négociées auprès des banques sous forme de concours bancaires courants. La présence, sur les deux axes et pour les deux années, des mesures de la liquidité –interne et externe– de la firme est systématique et d’une influence prédominante par rapport, par exemple, aux variables de chiffres d’affaires. En outre, l’absence de tension en matière d’offre de financement est traduit par un taux au

jour le jour qui n'apparaît que sur les quatrième (1987) et cinquième axes (1993) ; la présence des variables de liquidité peut donc être appréciée en dehors de toute considération de contraintes de financement directement imposées par des prêteurs. Cette configuration de double opposition entre les firmes sur les deux axes réapparaît exactement de la même façon pour toutes les autres années de crise ; 1988, 1989, 1990, 1991 ou encore 1992 (Cf. *annexe 7*). La comparaison des résultats avec ceux dégagés pour les années dont l'état de santé macroéconomique est plus favorable va nous permettre de voir que, au contraire, les banques accompagnent les firmes, notamment pendant les temps difficiles.

B) Périodes d'expansion et moindre poids des emprunts bancaires

On reproduit la même démarche d'analyse sur l'année 1986 qui correspond au début de la phase du cycle de croissance qui s'achèvera en 1989/1990 et précède l'année du krach boursier d'octobre 1987. Les résultats obtenus mettent en évidence la stabilité de l'opposition sur le premier axe entre, d'une part, **l'autofinancement** rapporté au capital engagé de l'année (0,71) et, d'autre part, le recours aux **concours bancaires courants** dans le capital engagé (-0,50). Sur le deuxième axe, le niveau des liquidités (0,61) s'oppose aux **concours bancaires courants** (-0.53) et non aux emprunts bancaires qui prévalaient en temps de crise (*Graphique 6-3*).

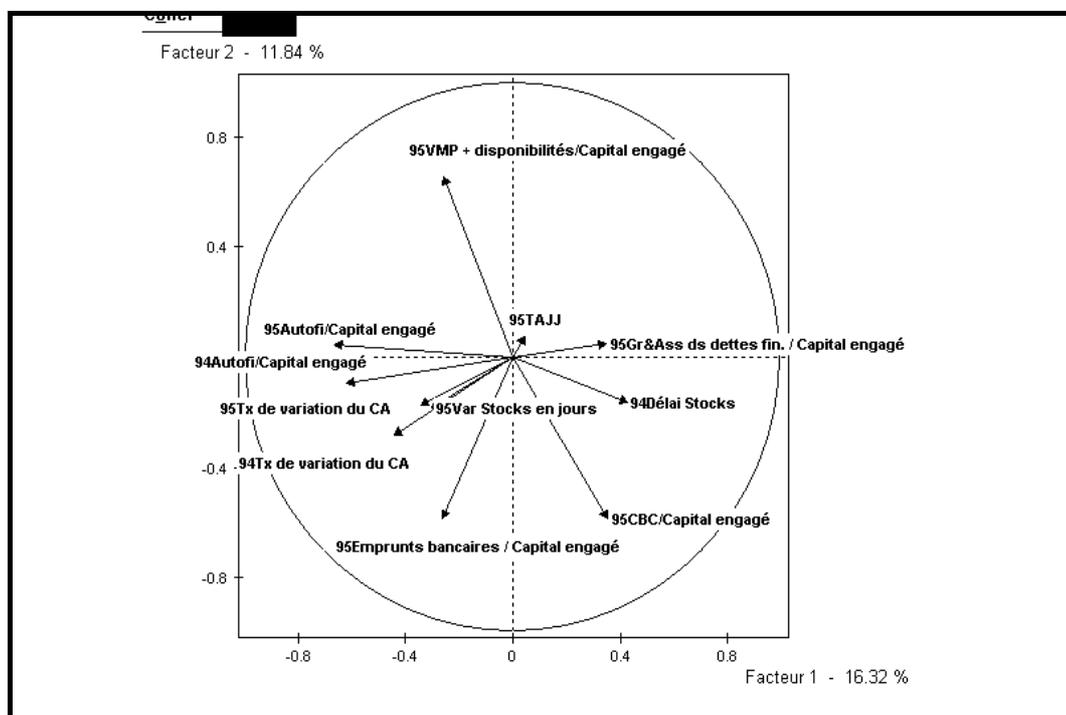
Graphique 6-3 : Coordonnées des variables actives pour l'année 1986



On le constate, lorsque l'environnement macroéconomique est plus favorable, il s'agit simplement pour les firmes de choisir entre la forme – interne ou externe – des liquidités qu'elles utilisent. Les emprunts bancaires à long terme ont moins de poids dans la gestion du poste de stockage des firmes, n'apparaissant que sur le quatrième axe (*Cf. annexe 7*), ce qui laisse penser qu'ils sont surtout un moyen pour les firmes de répondre aux temps difficiles.

De la même façon, l'analyse des données pour 1995, reconnue comme une année de reprise économique en France, nous permet de relever les mêmes oppositions entre les firmes, selon qu'elles mobilisent leurs liquidités strictement internes ou plutôt celles offertes par le système bancaire (*Graphique 6-4*).

Graphique 6-4 : Coordonnées des variables actives pour l'année 1995



Au total, des rapports étroits apparaissent entre les variables financières et le comportement de stockage des firmes de l'industrie manufacturière française. Dans tous les cas de figure, en effet, la variable d'environnement réel saisie par *le taux de variation du chiffre d'affaires* n'intervient, dans le meilleur des cas, que sur le troisième axe, cela toujours après les variables financières. L'analyse montre également que, quelle que soit l'année que l'on considère et quel que soit l'environnement — de récession ou de reprise — qui prévaut à ce moment-là, l'exigence de liquidité ou d'accès à celle-ci est un trait déterminant dans la gestion des stocks par les firmes. Variables de liquidité et dépense n'attendent donc pas les

moments difficiles pour entretenir des liens étroits entre elles ; la gestion de la liquidité est une activité permanente de la firme. En effet, la stabilité de l'opposition entre « *autofinancement dans le capital engagé* » et « *concours bancaires courants dans le capital engagé* » apparaît, sur le premier axe, aussi bien en 1992 et 1993, années de ralentissement de l'activité économique et de récession qu'en 1995 et 1996, période de reprise économique. Cette condition de réalisation de la dépense est confirmée sur le deuxième axe avec la présence de « *valeurs mobilières de placement et disponibilités* » sur toutes les années analysées. Selon le cycle économique qui prévaut, cette dernière variable s'oppose soit aux emprunts bancaires (1987, 1992 et 1993) soit aux concours bancaires courants (en 1986, 1995 et 1996). On le voit, le poids des emprunts bancaires est moins important lors des périodes favorables, ce qui laisse penser que les banques montrent surtout leurs particularités dans le financement de l'économie en prise avec des temps difficiles. Par ailleurs, la double origine, bancaire ou interne, de la flexibilité financière des firmes apparaît clairement en période de croissance et ne se retrouve, par exemple, ni en 1988, ni en 1989, années de fin de cycle. Ceci serait alors un trait caractéristique de la phase initiale du cycle de croissance d'autant que le caractère de réserves des « *valeurs mobilières de placement et disponibilités* » semble dominer les années de crise ou de ralentissement conjoncturel. Il semblerait par conséquent que les firmes qui anticipent un avenir favorable font le choix de la liquidité externe sous forme de lignes de crédit, tandis que celles qui se projettent dans un futur qui l'est moins privilégient l'utilisation de leurs réserves de liquidité. Nous trouvons ici un écho direct à l'hypothèse selon laquelle la firme prudente utilise d'abord les liquidités qu'elle possède en propre. Nous relevons enfin que la variable d'environnement monétaire (TAJJ) n'apparaît pas dans les résultats. Cette absence simultanée à la présence des variables de liquidité plaide pour l'hypothèse selon laquelle la sensibilité financière de la dépense des firmes peut être commandée par des considérations autres que celles exclusivement attachées à une politique monétaire restrictive et aux diverses contraintes véhiculées par celle-ci et imposées aux firmes par, entre autres, les offreurs de capitaux.

Afin d'affiner les résultats, nous procédons à une classification ascendante hiérarchique (CAH) sur l'ensemble des axes factoriels obtenus à l'issue de l'ACP conduite sur chacune des années de la période 1985 – 1996. Nous allons montrer que les entreprises présentent non seulement une sensibilité différente au cycle conjoncturel proprement dit mais peuvent aussi être décalées par rapport à celui-ci comme l'indiquent les typologies réalisées sur les deux années de référence.

1.1.2. – Les entreprises combinent toujours financement interne et financements externes bancaires

Comme précédemment, nous réalisons la CAH sur deux années de crise, 1987(A) et 1993(B).

A) En 1987, 59 % des entreprises de l'échantillon utilisent l'autofinancement et les emprunts bancaires

Dans la démarche de CAH, il importe d'obtenir un classement des firmes selon leurs caractéristiques propres qui soit le moins aléatoire possible. En 1987, cinq classes sont retenues à l'aide d'une partition par consolidation autour du centre de ces classes suite à 20 itérations à centres mobiles. Le quotient « inertie interclasse / inertie totale » est de 0,2281 avant itération de consolidation et de 0,2606 après.³⁹⁵

Tableau 6-1 : Caractérisation des classes par les variables actives (moyennes)

1987						E nsemble
CBC / capital engagé	,3	,5	2,8	0,4	4,9	1 4,0
Taux de variation des stocks en jours	1,8	,2	5,1	2,5	11,1	2 1,1
Taux de variation du chiffre d'affaires	0,4	,0	,3	,1	0,4	6 ,4
VMP et disponibilité / capital engagé	,3	9,8	,9	S	,7	1 1,5
Prêts groupe et associés / capital engagé	,1	,2	,9	8,4	,8	5 ,3

³⁹⁵ Le même résultat est pratiquement obtenu après retraitement de l'observation extrême.

Emprunts bancaires / capital engagé	5,4	,9	5,8	,9	,1	2,8	1
Autofinancement / capital engagé	1,0	5,5	,6	,2	,6	,0	8
Taux au jour le jour	,0	S	,5	S	,8	,8	7
Taux de var. du chiffre d'affaires en 1986	1,4	0,1	,7	,3	2,1	,0	6
Délais de rotation des stocks en 1986	4,1	1,7	1,8	2,3	5,7	1,9	6
Autofinancement / capital engagé en 1986	1,3	5,6	,4	,0	,6	,1	8
<i>Poids des entreprises dans l'effectif total (%)</i>	1%	%	8%	%	9%	00%	1
<i>Profil (en terme d'effectifs salariés)</i>	>100	< 100			100		
		salariés³⁹⁶					

En matière de mode de financement, la CAH fait apparaître deux groupes d'entreprises caractérisées par des ressources stables importantes relativement à l'ensemble des entreprises, sous forme simultanément d'autofinancement³⁹⁷ et d'emprunts bancaires³⁹⁸ : ce sont les firmes des classes 1-87 et 3-87, qui regroupent des entreprises de toutes les tailles. Les entreprises inscrites dans la classe 1-87, montrent également, comparativement à l'ensemble de l'échantillon, une variation plus forte des stocks (+41,8 jours et + 35,1 jours

³⁹⁶ Ce sont essentiellement des P.M.E. de moins de 20 salariés pour les classes 3 et 4.

³⁹⁷ Avec des moyennes respectives égales à 11 et 9,6 contre une moyenne de 8 pour l'ensemble de l'échantillon.

³⁹⁸ Respectivement 15,4 et 15,8 contre 12,8 pour l'ensemble de l'échantillon.

contre + 21,1 jours pour le total de la population) et des délais de rotation des stocks en 1986 plus faibles (respectivement 44,1 jours et 51,8 jours contre 61,9 jours). Cette situation est à rapprocher d'une forte progression du chiffre d'affaires en 1986 et 1987. Ainsi, celle-ci aura permis aux entreprises de la classe de dégager des réserves d'autofinancement et, par conséquent, d'assouplir leur condition d'accès aux emprunts bancaires.

Si elles ont en général des profils très proches, les entreprises des classes 1-87 et 3-87 se distinguent l'une de l'autre par la plus grande importance de l'autofinancement dans la classe 1-87 et une moindre intensité de la progression de l'activité dans la classe 3-87. Cette dernière semble cependant compenser le manque de liquidités strictement internes par un recours plus important aux lignes de crédit.

Tandis qu'elles s'apparentent par des délais de rotation des stocks élevés comparativement à l'ensemble de l'échantillon (82,3 jours et 95,7 jours contre 61,9 jours), les classes 4-87 et 5-87 – toutes deux composées de petites P.M.E. – se distinguent toutefois l'une de l'autre dans la mesure où elles adoptent des réponses différentes à l'égard d'un même problème d'insuffisance d'autofinancement de l'année en cours (respectivement 3,2 % et 1,6 % du capital engagé contre 8 % pour l'ensemble de l'échantillon) ou de l'année précédente (respectivement 1 % et 2,7 % du capital engagé contre 8,1 % pour l'ensemble). En effet, les firmes de la classe 4-87 privilégient un recours important aux prêts des groupes et associés (38,4 % du capital engagé contre 5,2 % pour l'ensemble des firmes) tandis que celles de la classe 5-87 se tournent vers les concours bancaires (24,9 % du capital engagé contre 14 % pour l'ensemble de la population). Il apparaît par conséquent que, qu'elle qu'en soit la forme lors de cette année de crise, l'accès au financement externe reste ouvert pour les petites P.M.E.. Les firmes ne semblent donc pas contraintes par l'offre de financement externe dont elles enregistrent, par ailleurs, les effets bénéfiques sur leur activité. En effet, confrontées à une stagnation ou un recul de leur activité, ces firmes ont néanmoins pu réduire leurs stocks (respectivement, -2,5 jours et -11,1 jours).

Par ailleurs, les entreprises regroupées de la classe 2-87 se rapprochent de celles des classes 1-87 et 3-87 par le fait que leurs délais de rotation des stocks en 1986 sont plus faibles que la moyenne. Elles s'en distinguent néanmoins largement par leur capacité à mieux absorber la croissance de leur activité sans impact sur leurs stocks, ce que l'on peut expliquer par leur capacité à mobiliser, en cas de besoin, des liquidités. En effet, la classe 2-87 se distingue nettement des quatre autres sous-populations par l'importance de ses sources

internes de financement. Celles-ci prennent la forme, d'une part, de « *valeurs mobilières de placement et disponibilités* » qui représentent 69,8% du capital engagé comparativement à 11,5 % pour l'échantillon total et, d'autre part, d'une part importante d'autofinancement dans le capital engagé de 1987 et de 1986 (respectivement 15,5 % et 15,6 % contre 8% et 8,1% pour l'ensemble des firmes). Il est intéressant de noter que, dans cette classe d'entreprises caractérisée par l'autonomie financière dans la gestion de l'activité courante, les très petites entreprises sont sur-représentées. L'on peut rapprocher ce résultat des études menées par ROSENWALD (1998) qui montre que, en France, les petites entreprises se démarquent largement par leur comportement d'autofinancement de la dépense. Il est, en définitive, difficile dans cette configuration d'imputer la sensibilité financière de la dépense aux seules contraintes susceptibles d'être directement imposées sur ces catégories d'entreprises par les offreurs de capitaux.

La classification hiérarchique fait finalement apparaître, pour l'année 1987, des groupes distincts de firmes selon leurs modes de financement, sans que l'on puisse pour autant conclure en un effet « taille » d'entreprise :

- Sans qu'un effet taille apparaisse, 59 % des entreprises étudiées appuient leur dépense sur les **ressources stables**, mobilisant à la fois l'**autofinancement** de l'année en cours et passée et les **emprunts bancaires** (classes 1-87 et 3-87).
- Par ailleurs, parmi les 34 % des firmes qui assurent principalement leurs financements de manière externe, 29 % de l'échantillon utilise en réalité des **lignes de crédit pré-négociées** (Classe 5-87 ; entreprises dont l'effectif salarié est le plus souvent* supérieur à 100 salariés). Les 5 % restants recourent aux prêts du groupe et des associés (classe 4-87).
- Enfin, remarquable par des niveaux d'autofinancement supérieurs à l'ensemble de l'échantillon, 7 % des entreprises sous-revues font très largement appel à leurs liquidités internes, sous forme de **valeurs mobilières de placement et disponibilités** dans la gestion de leur dépense. Cet ensemble composé principalement de très petites entreprises est totalement autonome financièrement (classe 2-87).

* On regarde les fréquences supérieures à la moyenne dans l'échantillon des entreprises.

Pour les entreprises qui sont présentes plus d'une année dans l'échantillon, il apparaît, sur la période 1985-1996, une large stabilité du comportement économique et financier tel qu'il est appréhendé au travers des différentes classes. Ainsi pour les classes 1-87 et 3-87, la part de l'autofinancement et celle des emprunts bancaires dans le capital engagé sont toujours supérieures à la moyenne de l'échantillon. C'est le cas aussi pour la classe 2-87 et l'importance des liquidités, la classe 4-87 et le recours élevé aux prêts des groupes et associés et la classe 5-87 et le fort niveau des concours bancaires courants.

B) En 1993, 64 % des firmes utilisent conjointement autofinancement et emprunts bancaires

De la même façon, nous réalisons une nouvelle typologie sur les axes factoriels obtenus sur l'année 1993. Quatre classes d'entreprises se dégagent autour d'une double opposition en matière de modes de financement selon l'importance des ressources stables — sous forme d'autofinancement ou d'emprunts bancaires— ou le recours aux crédits bancaires courants.

Tableau 6-2 : Caractérisation des classes par les variables actives (moyennes)

1993			3	4	E nsemble
CBC / capital engagé	,9	S	,0	17	10,
Taux de variation des stocks en jours	7,37	0,1	18,0	39,5	0,5
Taux de variation du chiffre d'affaires	,2	,4	3,1	8,9	1,7
Liquidités / capital engagé	,4	0,4	7,0	6	5,1
Prêts groupe et associés / capital engagé	,4	,4	,6	6	2
Emprunts bancaires / capital engagé	5,8	4,9	,4	5	9,3
Autofinancement / capital engagé	,8	,2	,7	8	-
				2,6	5,8

Taux au jour le jour	,0	,2	,8	8	8,9	8,7
Taux de variation du chiffre d'affaires en 1992	,4	S	S	N	-	1,5
Délais de rotation des stocks en 1992	0,3	9,2	1,0	4	96,7	56,6
Autofinancement / capital engagé en 1992	0,5	,6	1,3	1	-	7,6
<i>Poids des entreprises dans l'effectif total (%)</i>	1%	3%	1%	1	25%	10%
<i>Profil des entreprises en effectif salarié</i>	<500 salariés ³⁹⁹		100 sal.	<	1	00>n>2000

Les classes 1-93 et 2-93 montrent des caractéristiques totalement différentes vis-à-vis leur actif. D'un côté, la classe 1-93 réunit les entreprises pour lesquelles les délais de rotation des stocks en 1992 sont moindres, comparativement au reste des firmes (40,3 jours contre 56,6 jours), alors que les stocks enregistrent une hausse en 1993 (17,4 jours contre - 0,5 jour), simultanément à deux années de faible croissance de leur chiffre d'affaires. Représentant 51 % des entreprises de l'échantillon, cette classe montre en outre un niveau bas de liquidités relativement à l'échantillon total (7,4 % contre 13,8 %). De l'autre côté, représentant 13 % des firmes étudiées, la classe 2-93 regroupe des entreprises dont les stocks ont progressé (20,1 jours) bien que, dans ce groupe, le délai de rotation de 1992 soit faible (49,2 jours) simultanément à deux années de croissance soutenue de leur chiffre d'affaires. Les entreprises de la classe 2-93 disposent en outre d'un niveau plus confortable de liquidités.

Pourtant, au passif, ces deux classes présentent des profils similaires en matière d'organisation des financements, ce qui laisse supposer que les prêteurs leur ont fait confiance malgré leurs différences. Aussi, plutôt que d'admettre qu'il existe des contraintes directement imposées à la dépense de stockage par les offreurs de capitaux, on est plus enclin

³⁹⁹ Ce sont essentiellement des entreprises de moins de 20 salariés qui composent la classe 2.

à penser que les firmes se sont organisées de manière à obtenir le niveau de financement interne qui autorise l'accès au financement externe : Les classes 1-93 et 2-93, composées principalement d'entreprises de moins de 500 salariés et représentant finalement 64 % de l'échantillon, réunissent les firmes qui bénéficient de ressources stables sous forme d'emprunts bancaires (respectivement 15,8 % et 14,9 % contre 12,9 % pour l'ensemble des firmes) et d'autofinancement dégagé de l'année en cours (respectivement 8,8 % et 8,2 % du capital engagé contre 5,8 % au total) et passée (respectivement 10,5 % et 8,6 % du capital engagé contre 7,6 % au total).

Les résultats de la typologie réalisée pour l'année 1993 font apparaître un autre groupe de firmes qui, composant la classe 3-93 et représentant 11 % des firmes de l'échantillon, montrent une large autonomie financière en matière de dépense. Dans cette classe où les très petites entreprises sont sur-représentées, tant les liquidités (67 % contre 13,8% pour l'ensemble des entreprises étudiées) que l'autofinancement sur les deux années sous revues (8,7 contre 5,8 en 1993 et 11,3 contre 7,6 en 1992) sont importants. Bien qu'elles aient peu eu recours aux emprunts bancaires (5,4 % contre 12,9 %) et aux concours bancaires courants (1 % contre 10,1 %), les firmes ont pu réduire leurs stocks (- 18,0 jours contre -0,5 jours) et bénéficier de délais de rotation rapides en 1992 (41,1 jours contre 56,6 jours). On le voit, les entreprises les plus petites ne sont pas forcément celles les plus exposées aux imperfections du marché, conformément aux résultats mis en avant par CIEPLY & PARANQUE (1996). Bien au contraire, il semble que ces entreprises s'organisent en interne de manière à accumuler des liquidités et à disposer ainsi des moyens de financer leurs dépenses de stockage.

Enfin, le dernier groupe d'entreprises, repéré dans la classe 4-93 et représentant 25% de l'échantillon, rassemble des firmes qui ont eu recours aux concours bancaires courants à moins d'un an (18,7 % du capital engagé contre 10,1). En raison de délais de rotation des stocks élevés en 1992 (96,7 jours) et malgré un taux de variation des stocks de - 39,5 jours, ces entreprises qui sont majoritairement des entreprises de taille moyenne ont également pu faire appel aux prêts du groupe et des associés (10,6 % contre 5,3 %) pour pallier les besoins de ressources internes. L'accès apparemment libre de ces firmes au financement externe permet, là encore de mettre en doute l'hypothèse de l'existence systématique de contraintes d'offre de financement ou, tout du moins, l'influence directe et exclusive des offreurs de capitaux dans la sensibilité de la dépense aux variables financières.

Au total, 36 % des firmes de l'échantillon (classes 3-93 et 4-93) ont réduit leurs stocks en 1993, tout en se distinguant par leur mode de financement : les unes – le plus souvent des firmes de 100 à 2000 salariés –recourant aux comptes bancaires courants et les autres– au sein desquelles les entreprises de moins de 100 personnes sont sur représentées – aux liquidités accumulées en interne. Le reste de l'échantillon (classes 1-93 et 2-93 ; on relève parmi elles la présence plus fréquente des firmes occupant moins de 500 salariés), soit 64% des firmes, qui fait face à une hausse remarquable des stocks, dispose de ressources stables mais se différencie sur la structure de ces dernières : les firmes combinent les emprunts bancaires d'une part à l'autofinancement ou aux liquidités sous forme de valeurs mobilières de placement et de disponibilités, d'autre part.

Au total, tant en 1987 qu'en 1993, il ressort des typologies réalisées sur le comportement de stockage que les firmes industrielles françaises montrent principalement leur capacité à, simultanément, générer des ressources internes et à mobiliser des emprunts bancaires à plus d'un an tout en maîtrisant la rotation de leurs stocks, cela malgré leur forte sensibilité —mesurée en terme de variation— aux fluctuations de l'activité économique. En effet, 59% des entreprises étudiées en 1987 et 64 % de celles analysées en 1993 (1-87, 3-87, 1-93 et 2-93) combinent ces deux modes de financement dans la gestion de leurs stocks. Plus rares sont, en revanche, les entreprises qui assurent une gestion strictement interne (7 % des firmes de 1987 et 11 % des firmes de 1993 au travers des classes 2-87 et 3-93)⁴⁰⁰ ou strictement externe (5% des entreprises de 1987 et 25 % de celles de 1993 ; 4-87 et 4-93), des moyens de financement des stocks. Ces résultats permettent de mettre l'accent sur la particularité du système de financement français dans lequel les banques jouent un rôle actif d'accompagnement des entreprises. L'importance du taux d'autofinancement permet également de voir que, forte du soutien des banques, les entreprises du secteur industriel français ne montrent pas moins une gestion active du niveau de leur financement interne, garant de leur capacité actuelle mais aussi future à financer – en interne ou avec la participation des offreurs de capitaux– et, donc, à entreprendre, si elles le désirent, la dépense. Cette façon qu'ont les firmes d'organiser leur financement nous empêche par conséquent de

⁴⁰⁰ Pour ces deux classes, l'importance de l'autofinancement et des liquidités coïncidant avec une faible rotation des stocks et un contrôle de la variation de ceux-ci que ce soit en période de croissance soutenue (2-87) ou de récession marquée (3-93) de leur chiffre d'affaires.

considérer la sensibilité financière du comportement de stockage comme le résultat d'une influence directe des offreurs de capitaux sur ce poste de dépense. La sensibilité financière de la dépense semble donc répondre, au moins en partie, à des choix propres du chef d'entreprise en matière de structuration des financements entre autofinancement et emprunts bancaires. Cette hypothèse est d'autant plus probable que, quelle que soit l'année que l'on retient, ni la politique monétaire, ni l'environnement réel ne semble avoir contraint l'organisation des firmes concernées (classes 1-87, 3-87, 1-93 et 2-93). En effet, il ressort des résultats dégagés pour l'année 1987, par exemple, que le taux au jour le jour, *proxy* de la sensibilité de la dépense aux interventions de la Banque Centrale, est plus faible pour les classes 2-87⁴⁰¹ (7) et 1-87 (7.5) que pour l'ensemble des firmes (7,8). Par ailleurs, ces deux classes de firmes disposent de ressources stables et de liquidités importantes et bénéficient d'une rotation rapide des stocks. On peut donc supposer que la moitié⁴⁰² des entreprises industrielles françaises n'étaient exposées ni aux chocs monétaires (hausse du TAJJ), ni à ceux réels (chute de l'activité). De la même façon, pour l'année 1993, période de récession, le taux au jour le jour est plus faible dans la classe 2-93 (7,2 contre 8,7 pour l'échantillon total) dont les entreprises enregistrent, par ailleurs, une hausse de 2,5 % de leur chiffre d'affaires.⁴⁰³

1.2 - Les résultats sur le comportement d'investissement productif

Nous reproduisons la même démarche d'analyse pour la dépense d'investissement productif des entreprises de l'échantillon. Celui-ci est le même : 9 083 entreprises industrielles en 1987 (7 406 entreprises en 1986) et 13 767 entreprises en 1993 (11 404 entreprises en 1992). Comme précédemment, nous complétons l'analyse factorielle en composantes principales (I.2.1.) par une classification ascendante hiérarchique (I.2.2.).

⁴⁰¹ Qui, par ailleurs, bénéficie d'un montant élevé de liquidités et

⁴⁰² Plus exactement 48% de l'échantillon total en 1987.

⁴⁰³ Pour les entreprises de la classe 1-93 en revanche, l'effet du TAJJ est plus fort (9,0) comparativement à l'effet sur l'ensemble des firmes (8,7).

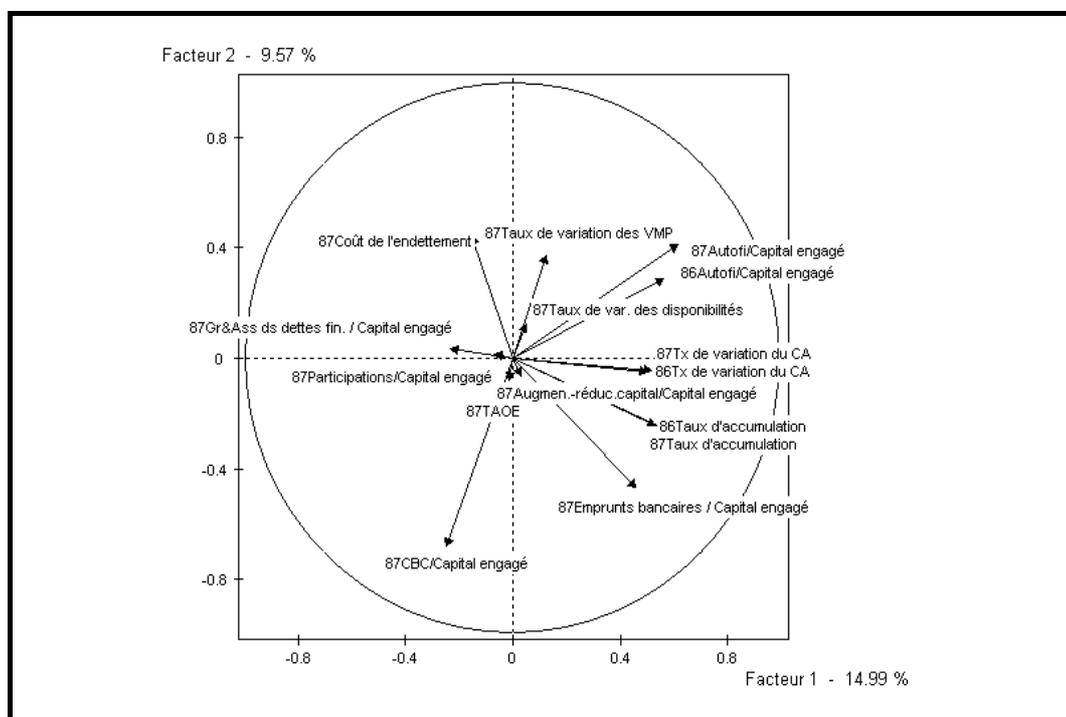
1.2.1. - La sensibilité financière de l'investissement productif ne passe pas que par le coût du crédit

Nous réalisons l'analyse en composantes principales sur les mêmes années de référence ; 1987 et 1993 (A) puis nous comparons les résultats obtenus pour des années de reprise économique sur la période 1986 – 1996 (B).

A) Périodes de récession et hiérarchie des financements

En 1987, les 5 premiers axes de l'Analyse en Composantes Principales restituent 47,5 % de l'inertie totale, près de 25 % étant comptés sur les deux premiers (*Graphique 6-5*).

Graphique 6-5 : Coordonnées des variables actives pour l'année 1987



Sur l'axe 1 (14,99 % de l'inertie totale), les entreprises s'opposent sur, d'une part, l'importance des concours bancaires (-0,25) et, d'autre part, le taux d'investissement productif (0,62) et l'autofinancement de l'année (0,61). Ce constat souligne combien les problèmes d'accès aux liquidités bancaires de court terme pré-négociées peuvent entraver le développement industriel des entreprises.

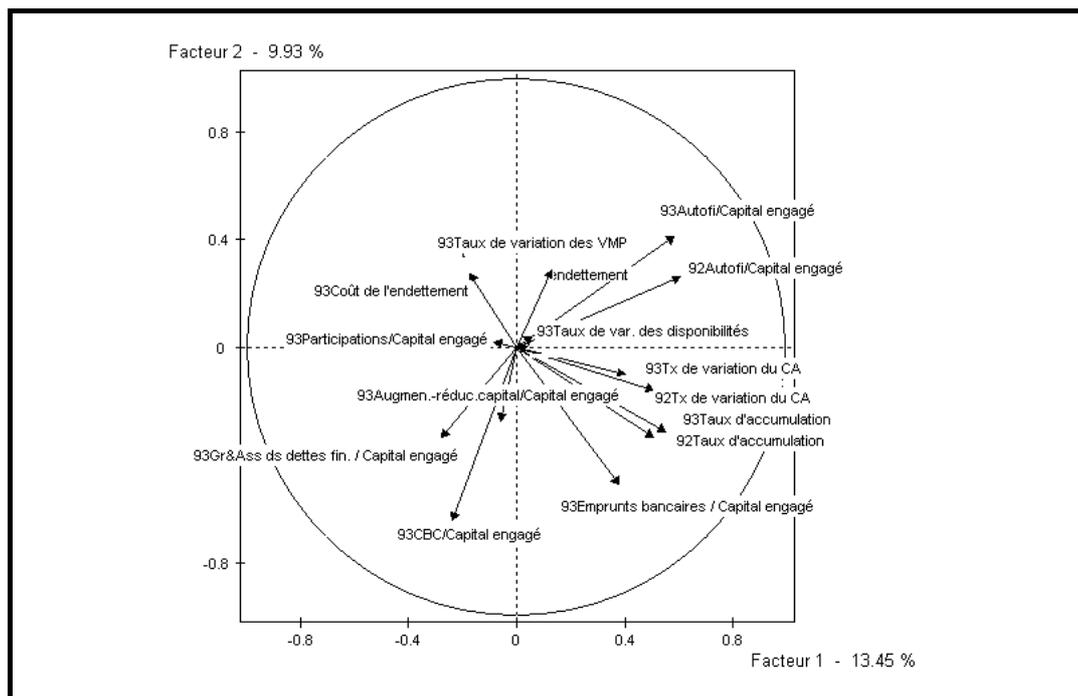
L'axe 2 (9,57 % de l'inertie totale) où les comptes bancaires courants (-0,68) s'opposent au coût de l'endettement (0,44) le souligne, il peut exister de ce point de vue un handicap lié aux taux d'intérêt ; les sociétés subissant un coût de l'endettement important

ayant peu accès aux concours bancaires courants (et réciproquement). Ceci autorise deux cas de figure pour les entreprises ayant besoin de ce type de ressources : soit elles décident de ne pas y accéder du fait du taux d'intérêt et autofinancent par conséquent leur dépense, soit, au contraire, elles ne sont pas gênées par le coût du crédit qui prévaut en cette année de tensions monétaires.

Les résultats qui apparaissent pour 1987, année de récession monétaire, trouvent peu d'équivalent dans ceux dégagés pour 1993, année de ralentissement économique. Ces derniers nous offrent en effet plus de renseignements sur la structure de financement des firmes industrielles françaises.

En 1993, les cinq premiers axes de l'ACP expriment près de 47 % de l'inertie totale, dont les deux premiers axes en retiennent 23,4 %.(*Graphique 6-6*).

Graphique 6-6 : Coordonnées des variables actives pour l'année 1993



La structure de financement oppose, sur l'axe 1, (13,5 % de l'inertie totale), les entreprises selon, d'une part, l'« autofinancement dans le capital engagé » de l'année précédente (0,61) et courante (0,58) et, d'autre part, l'appel aux « prêts du groupe et des associés » (-0,28) et le recours aux « concours bancaires courants » (-0,24). Sur l'axe 2, les sociétés qui dégagent de ressources internes en 1993 (0,41) se distinguent de celles ayant recours aux concours bancaires courants (-0.64). Systématiquement mise en valeur dans la

gestion des stocks, l'importance des réserves que se sont constituées les firmes à l'issue de leur activité pèse, on le voit ici également, sur leur comportement d'investissement durable.

Le résultat le plus significatif au regard de la récession de l'année sous revue et du rapprochement avec 1987 est l'absence du taux d'investissement comme première variable corrélée avec l'un des axes. Il n'apparaît qu'en deuxième position sur l'axe 1, corrélée négativement à l'autofinancement. Ce résultat en ce qui concerne l'investissement productif illustre l'existence du respect d'une hiérarchie de financement de la part des entreprises de l'industrie manufacturière française : l'autofinancement étant la source première de financement, suivi des emprunts bancaires, l'appel aux actionnaires étant corrélé négativement, comme en 1987, au taux d'investissement et à ces ressources.

Ces deux années montrent des configurations très différentes et il nous est par conséquent très difficile d'en sortir des généralités. Mais, nous allons le voir, de ces deux années de crise, ce sont les informations dégagées pour l'année 1993 où l'autofinancement pèse de tout son poids dans le comportement d'investissement productif des entreprises françaises qui seront à nouveau vérifiées pour la plupart des autres années de la période 1985-1996.

B) La présence de l' « autofinancement dans le capital engagé » reste prédominante lors des années de crise

Nous allons le voir, contrairement à ce que nous avons pu constater pour le comportement de stockage, les oppositions obtenues pour les années de crise ne se retrouvent pas à l'identique pour les années de reprise. Les résultats diffèrent notamment par rapport à l'année 1987 avec un glissement sur la définition des axes autour des années 1989/1990, période de retournement du cycle. Mais l'année 1987, comme 1995 et 1996 se montrent atypiques par rapport aux autres années de la période, de l'analyse desquelles nous retenons la présence systématique de l'autofinancement dans la réalisation de l'investissement productif (*Cf Annexe 8*).

Il ressort des ACP sur chacune des autres années de la période 1985-1996 que le *premier facteur* est déterminé :

- En **1986, 1988 et 1989**, par l'opposition entre la part des concours bancaires courants et l'autofinancement de l'année (1986) ou de l'année précédente (de 1987 pour 1988, de 1988 pour 1989);

- **En 1992 et 1993**, par l'autofinancement qui est corrélé négativement aux prêts des groupes et associés;
- Par le taux d'investissement productif corrélé négativement aux concours bancaires courants en **1987**, puis corrélé négativement aux prêts des groupes et associés **1995 et 1996**.

Nous constatons que, pour les années de croissance, l'opposition sur le premier axe n'est plus entre l'autofinancement et les prêts des groupe et associés ou entre le taux d'investissement productif et les concours bancaires courants mais elle apparaît entre ceux-ci et l'autofinancement de l'année ou de l'année précédente. On le remarque, parmi les divers moyens de financement susceptibles d'être offerts par les banques aux entreprises, ce sont les concours bancaires courants qui ont davantage de poids dans le financement de l'investissement productif. Il apparaît toutefois que, avec le passage des années, un mouvement de substitution se dessine entre les concours bancaires courants (présents en 1986, 1987, 1988 et 1989) et les prêts des groupe et associés, en faveur de ces derniers (1992, 1993, 1995 et 1996).⁴⁰⁴ Ainsi, partenaires privilégiés nous l'avons vu en matière de financement du cycle d'exploitation, les banques voient progressivement se réduire leur participation au financement de l'investissement productif des firmes de l'industrie manufacturière française. Ces résultats trouvent des échos dans des travaux sur données françaises qui, à l'exemple de ceux de BOISSONADE & TOURNIER (1997), démontrent l'allégement depuis le début des années 90 du poids de l'endettement des entreprises de l'industrie française, en raison de la diminution des besoins de financement des entreprises et de l'évolution du système financier français en faveur du renforcement des fonds propres des firmes. Nous tenterons de savoir, dans la section suivante, dans quelle mesure la baisse de l'endettement des entreprises, que l'on relève à travers le mouvement de substitution entre concours bancaires courants et prêts du groupe et des associés, résulte d'un déplacement volontaire de la part des dirigeants d'entreprise et non nécessairement d'un resserrement de l'offre de crédit.

Si les emprunts bancaires ne montrent pas de poids central dans la dépense d'investissement productif et si les concours bancaires courants sont de plus en plus détrônés à ce niveau, la détention de sources internes de financement reste en revanche une

⁴⁰⁴ S'il s'avérait que ce mouvement soit pertinent, cela pourrait expliquer, au moins en partie, la lenteur de la reprise du crédit bancaire sur la période depuis le début des années 90.

caractéristique majeure des entreprises de l'industrie française. En effet, mis à part les années 1987, 1994 et 1996 qui sont atypiques relativement aux autres années, l'autofinancement est la ressource financière stable qui caractérise l'organisation des modes de financement par les firmes industrielles, s'opposant tantôt aux concours bancaires courants, tantôt aux prêts du groupe et des associés.

En ce qui le concerne, le *deuxième facteur* subit sur la période 1985-1996 une déformation qui suit formellement le cycle conjoncturel et les conditions de crédits susceptibles de lui correspondre. Ainsi,

- On retrouve, pour l'année 1986, les résultats déjà mis en avant pour l'année 1987 : les concours bancaires sont corrélés négativement au coût de l'endettement.⁴⁰⁵ Notons que ces années de début de cycle de croissance se caractérisent en France par la levée de l'encadrement du crédit, ce qui a permis de diminuer les coûts d'un financement intermédié alors onéreux et, par suite, de favoriser l'accès des firmes aux financements bancaires de court terme.
- En 1988 et 1989, phase de fin de cycle, les concours bancaires à moins d'un an sont corrélés négativement à l'autofinancement de l'année courante et précédente. Ce changement de nature dans la définition de l'axe coïncide également avec les stratégies de désendettement mises en place par les firmes sur la même période.⁴⁰⁶
- En 1992 et 1993, période de ralentissement et de récession économique, réapparaît le rôle de ressources alternatives remplies par les prêts des groupes et associés. En 1992, l'autofinancement est corrélé négativement à ces derniers et, en 1993, on retrouve la configuration de 1988 et 1989 avec les concours bancaires courants. Cette opposition étant une caractéristique des périodes de crise sur le deuxième axe, nous pouvons relever, là encore, la façon dont les offreurs de capitaux montrent leur particularité en offrant un rôle

⁴⁰⁵ Notons que, durant les années de crise, l'on constatait sur l'axe 1 l'opposition entre les Concours bancaires courants et le coût de l'endettement.

⁴⁰⁶ Les firmes décident de se désendetter soit parce qu'elles restent confrontées en début de période à un coût élevé du financement externe soit parce qu'elles refusent de supporter des frais financiers de gestion de compte ou des conditions de crédits pénalisantes pour le peu qu'elles en obtiennent.

de soutien, plutôt que de contrainte, dans l'organisation de la structure financière de la firme, notamment lorsque celle-ci traverse des moments difficiles. En revanche, lorsque le climat macroéconomique s'améliore, les moyens de financement externe ont moins de poids dans le comportement d'investissement productif des firmes industrielles françaises qui reste dès lors principalement caractérisé par le niveau d'autofinancement.

- Les résultats sur les années 1995 et 1996 sont atypiques puisqu'une corrélation négative se manifeste entre les concours bancaires courants et le taux de variation des valeurs mobilières de placement d'une part, et le taux de variation des disponibilités et l'autofinancement, d'autre part. Les firmes assurent ainsi d'un double choix en matière d'accès à la liquidité : elles augmentent (diminuent) les valeurs mobilières ou les disponibilités quand les CBC ou l'autofinancement sont faibles (forts).

Finalement, l'évolution du temps rapproche les axes 1 et 2 où l'autofinancement s'oppose aux concours bancaires courants, ce qui permet de souligner un changement dans les conditions d'investissement productif par rapport à ce qui prévalait en 1987 : l'effort d'investissement durable dépend de plus en plus de la manière dont les entreprises répondent à leur objectif de flexibilité financière, en interne sous forme de liquidité dégagée de l'activité ou en externe, mettant à profil leur relation avec les banques. Il apparaît par conséquent que, de plus en plus, le coût du crédit et la disponibilité des ressources externes de long terme importent moins relativement à l'autofinancement ou aux lignes de crédits préalablement négociées auprès des banques, résultats qui rejoint, sur le dernier point, les conclusions de RIVAUD DANSET & PARANQUE (1998).

1.2.2. - Des profils de financement différenciés mais peu nombreux en 1987

Il ressort des résultats obtenus avec la Classification Ascendante Hiérarchique (CAH) que les profils économiques et financiers des firmes sont plus homogènes que pour le comportement de stockage. En 1987 et en 1993, seulement 3 classes apparaissent.

En 1987, d'abord, il ressort de la CAH que 64,1 % des firmes industrielles de l'échantillon – essentiellement des entreprises de plus de 500 salariés – subissent, après deux années de faible croissance de leur chiffre d'affaires et d'investissement productif atone, une charge de la dette qui absorbe la totalité de leur excédent brut global (**Tableau 6-3**).

Tableau 6-3 : Caractérisation des classes par les variables actives (moyennes)

1987	1	2	3	Ensemble
CBC / capital engagé	15,8	11,7	4,8	14
Coût de l'endettement	14,3	12,3	NS	13,7
Taux d'accumulation	9,9	26,1	NS	15,2
Taux de variation du chiffre d'affaires	1,4	16,8	NS	6,5
Taux de variation des VMP	0,9	4,3	929, 8	50,6
Taux de variation des disponibilités	92,5	NS	304, 8	112, 9
Participations / Capital engagé	2,2	1,5	3	2,1
Augm. - réduction du capital	0,5	NS	1,1	0,6
Groupe et Associés dans dettes financières	6,0	4,0	3,9	5,3
Emprunts bancaires / capital engagé	9,3	20,3	11,4 3	12,8
Autofinancement / capital engagé	5,3	13,1	11,2	8
TAOE	NS	NS	NS	NS
Taux d'accumulation 1986	10	24,6	NS	14,4
Taux de variation du chiffre d'affaires 1986	1,4	16,5	NS	6
Autofinancement / capital engagé 1986	5,8	13,1	10,7	8,1
<i>Poids des entreprises dans l'effectif total (%)</i>	<i>64,1</i>	<i>30,7</i>	<i>5,2</i>	<i>100</i>
<i>Profil</i>	<i>> 500 sal.</i>	<i><100 sal.</i>	<i>100< n<500</i>	

En raison, d'une part, d'un contexte macroéconomique réel⁴⁰⁷ qui met à mal les revenus d'exploitation et, d'autre part, l'obligation de rémunérer les offreurs de capitaux qui les ont soutenus dans le passé, les entreprises présentes dans la classe 1-87 n'ont pas d'autres choix que de mobiliser les lignes de crédit pour assurer la gestion de l'activité.

Les grandes entreprises qui composent la classe 1-87 sont cependant les seules à ne pas disposer de liquidités internes.

D'une part, les entreprises de la classe 2-87 investissent fortement sur les deux années sous-revues et, pour ce faire, combinent des emprunts bancaires élevés (20,3 % contre 12,8 % pour l'ensemble de l'échantillon) et un autofinancement important (13,1 % contre 8 % en 1987 et 13,1 % contre 8,1 % en 1986). L'importance de celui-ci est probablement due au contexte de croissance de l'activité qui tire sans doute la politique d'investissement productif de ces firmes à travers un effet accélérateur. Rassemblant 30,7 % des firmes de l'échantillon, cette classe est principalement composée d'entreprises de moins de 100 salariés.

D'autre part, la classe 3-87 privilégie largement la stricte autonomie financière, que ce soit en terme de liquidités stockées (avec un taux de variation des disponibilités égal à 304,8 % comparativement à 112,9 % pour le total des entreprises, et un taux de variation des valeurs mobilières de 929,8 % par rapport à 50,6 pour l'ensemble), de création de ressources internes (11,2 % contre 8 % en 1987 et 10,7 % contre 8,1 % en 1986) ou d'augmentation du capital. Ce dernier trait coïncide avec des participations financières supérieures à la moyenne (3,0 contre 2,1 % du capital engagé). Dans ce groupe où finalement les firmes ne représentent que 5,2 % du total des entreprises étudiées, on relève une fréquence supérieure à la moyenne dans l'échantillon des P.M.E. dont l'effectif salarié est compris entre 100 et 500.

Pour l'année 1993, l'homogénéité relevée en 1987 est préservée, y compris en terme de répartition par taille, puisque 3 classes sont à nouveau identifiées. Cette fois-ci, reflétant le contexte récessif, les résultats montrent :

⁴⁰⁷ Le chiffre d'affaires exerce son influence mais pas la variable d'environnement monétaire ; le taux des obligations d'état

- Une hausse de la proportion des firmes supportant une charge de la dette élevée. En effet, 69,2 % des entreprises étudiées sont dans la classe 1-93 avec des frais financiers à hauteur de 122,6 % de l'excédent brut global ;
- Une baisse des firmes qui investissent, ce qui représente 25 % des firmes, recensées dans la classe 2-93. Pour réaliser leur projet, ces entités combinent toujours autofinancement et endettement bancaire.
- Un accroissement de la part des firmes financièrement autonomes qui représentent cette fois-ci, au travers de la classe 3-93, 5,8 % de l'échantillon total. Les entreprises de ce groupe renforcent leur degré de flexibilité financière dans la mesure où la part des « valeurs mobilières de placement et des disponibilités dans le capital engagé » passe de 9,1% en 1992 (13,4% sur l'ensemble de l'échantillon) à 27,1% en 1993 (13,8%).

Tableau 6-4 : Caractérisation des classes par les variables actives (moyennes)

STATISTIQUES SUR LES VARIABLES CONTINUES EN 1993				
1993	1	2	3	Ensemble
CBC / capital engagé	10, 7	NS	3,7	10,2
Coût de l'endettement	14, 9	11, 7	NS	14,2
Taux d'accumulation	6,5	21, 3	NS	10,6
Taux de variation du chiffre d'affaires	- 6,1	9,4	0,6	-1,7
Taux de variation des VMP	3,2	6,7	913	56,6
Taux de variation des disponibilités	92, 9	NS	357	114, 1
Participations / Capital engagé	2,9	1,7	3,5	2,7

Augm. - réduction du capital	NS	NS	NS	0,5
Groupe et Associés dans dettes financières	5,9	4,3	3,7	5,3
Emprunts bancaires / capital engagé	9,4	22, 5	11,7	13
Autofinancement / capital engagé	3,6	11, 2	9,4	5,9
TAOE	7,1	7,2	NS	7,1
Taux d'accumulation 1992	8,6	24, 3	NS	12,7
Taux de variation du chiffre d'affaires 1992	- 2,9	13, 7	NS	1,5
Autofinancement / capital engagé 1992	5,8	12, 7	8,9	7,7
<i>Poids des entreprises dans l'effectif total (%)</i>	69, 2%	25 %	5,8 %	100 %
<i>Profil</i>	> 500 sal.	<100 sal.	100< n<500	

Il ressort de la typologie des classes mises en évidence pour les années 1987 et 1993 que, lors de ces temps de crise, relativement peu de firmes combinent autofinancement et emprunts bancaires dans le financement de la dépense d'investissement (36% des firmes seulement en 1987 et 25% en 1993). Nous remarquons cependant que, parmi les entreprises qui le font, les P.M.E sont sur-représentées et montrent généralement la politique d'investissement la plus soutenue. Pour la plupart, les entreprises mobilisent des liquidités

d'origine externe (64% des entreprises en 1987 et 69 % des entreprises en 1993).⁴⁰⁸ Nous ne pouvons cependant pas interpréter ces derniers résultats comme étant la contrepartie de contraintes imposées par les divers offreurs de capitaux aux firmes qui les sollicitent. Tout d'abord, le taux des obligations ne retranscrit aucune pression sur l'offre de fonds et cela, quelle que soit la classe d'entreprises que l'on considère. Enfin, montrer qu'il y a contraintes de financement imposées par le marché des capitaux c'est montrer que les entreprises de notre échantillon dépendent exclusivement du financement externe pour mettre en œuvre leur dépense. C'est cette hypothèse que nous tentons d'infirmer dans la section suivante. On peut dépasser le schéma en terme de contraintes et penser que, inscrites dans un contexte défavorable et s'étant déjà largement endettées avec la levée de l'encadrement du crédit, les firmes consacrent une partie de leurs ressources internes au remboursement des prêts contractés et commencent progressivement à diminuer le poids de l'endettement à leur passif. L'idée qu'une telle politique d'assainissement financier est poursuivie depuis le début des années 90 en France par l'ensemble des entreprises apparaît d'ailleurs au cœur de nombreux travaux sur données françaises (BOISSONADE & TOURNIER, 1997 ; GUIGNON, 2001, HERBET, 2001).

Au total, l'analyse de données permet de voir que les entreprises de l'industrie manufacturière adoptent, selon la destination de la dépense et l'état de santé de l'économie, des modes de financement bien particuliers de la dépense. En ce qui concerne la gestion du poste de stockage, les résultats de l'ACP mettent en évidence une double opposition entre les firmes selon qu'elles mobilisent de l'autofinancement *versus* des lignes de crédit (axe 1) ou des disponibilités *versus* des emprunts bancaires (axe 2). Ces résultats laissent supposer que la liquidité, d'origine interne et externe, est au cœur du comportement de stockage, apparaissant bien avant les variables d'environnement réel (« *le taux de variation du chiffre d'affaires* » de l'année courante et précédente). Les résultats de l'ACP confirment ce résultat en montrant que, sur les deux années de crise étudiées, les firmes combinent financement interne et financement externe sous forme d'emprunts bancaires dans la mise en œuvre de la dépense (59 % des firmes en 1987 et 69 % des firmes en 1993). Le poids de la liquidité dans le comportement de stockage apparaît alors que le taux au jour le jour est absent, ce qui ne permet pas de conclure en l'existence de pressions directement exercées par les offreurs de

⁴⁰⁸ Les firmes restantes (5% des firmes en 1987 et 6 % en 1993) mobilisent essentiellement des liquidités internes.

financement externe. Bien au contraire, il semble que, pendant les temps de crise, les partenaires financiers des firmes – notamment les intermédiaires financiers – assurent auprès d’elles un rôle de soutien de l’activité, ce qui justifie par conséquent que les emprunts bancaires ne soient pas présents lors des périodes de reprise. Bien qu’ils soient beaucoup moins homogènes entre les différentes années étudiées, les résultats dégagés pour la dépense d’investissement permettent également de mettre en avant le poids de l’autofinancement de la firme dans la réalisation de cette dépense. Bien que la forme du financement externe à laquelle il s’oppose évolue sur la période étudiée (avec un mouvement de substitution des concours bancaires courants vers les prêts des groupe et associés), l’autofinancement est en effet le plus souvent présent. De plus, comme pour les stocks, la sensibilité financière de la dépense d’investissement productif ne passe pas par le coût du crédit. On ne peut donc systématiquement et exclusivement interpréter la sensibilité financière de la dépense comme étant exclusivement et constamment commandée par les offreurs de capitaux, par les contraintes qu’ils imposeraient aux entreprises susceptibles de les solliciter. Ce résultat est d’autant plus important que, parmi les entreprises financièrement autonomes, les P.M.E. apparaissent comme une catégorie d’entreprises sur-représentées, ce qui leur donne des marges de manœuvre que, pour l’instant, les développements théoriques attribuent aux seules grandes entreprises. Par ailleurs, les résultats de la CAH sur la dépense d’investissement en 1987 et 1993 nous ont permis de voir que, dans leur grande majorité, qu’elles montrent des niveaux bas de liquidités internes (64 % des entreprises en 1987, 69 % en 1993) ou qu’elles en détiennent des niveaux importants, les entreprises françaises réalisent peu d’investissements productifs. Une interprétation en terme de contrainte d’offre de financement reste cependant délicate car il faudrait alors comprendre pour quelle raison 1) l’accès aux lignes de crédit reste largement ouvert aux entreprises à faible niveau de liquidité interne 2) les offreurs de capitaux arriveraient malgré tout à contraindre les entreprises clientes. On peut penser, au contraire, que, inquiètes par rapport à un avenir instable, les entreprises des classes 1-87 et 1-93 repoussent leur décision d’investissement productif, remboursent progressivement leurs dettes et reconstituent progressivement le niveau de leurs liquidités de manière à atteindre un équilibre entre autofinancement et financement externe.

SECTION 2 – MODERNISATION DU SYSTEME FINANCIER FRANÇAIS ET PLUS GRANDE AUTONOMIE DES ENTREPRISES INDUSTRIELLES FRANÇAISES

Jusque la fin des années 70, le système financier français se caractérise notamment par la spécialisation des activités des banques et une concurrence très limitée entre celles-ci.^{409,410} Régit par la loi bancaire de 1945, il entretient un climat de concurrence imparfaite et déloyale par rapport aux marchés des capitaux qui restent cloisonnés et réduits.⁴¹¹ Très contraignante pour les agents qui y opèrent, l'économie française d'endettement se transforme progressivement à partir du début des années 80 laissant apparaître un système financier modernisé qui introduit, pour les entreprises de l'économie française, de nouvelles données en matière de financement de la dépense. De nombreuses études macro-économiques ont montré les bienfaits, en matière d'accès des entreprises aux divers modes de financement de la dépense, d'un système financier enrichi de marchés, d'acteurs et de produits nouveaux (*cf. Annexe 8*). Les enseignements tirés des chiffres de la comptabilité nationale pour apprécier les modifications dans les pratiques des entreprises françaises en matière de financement trouvent-ils leur équivalent dans l'échantillon d'entreprises industrielles françaises sur lequel portait l'ensemble de nos études empiriques ?

⁴⁰⁹ On distingue alors trois catégories de banques : 1) les banques d'affaires ; 2) Les banques de dépôts et 3) Les banques de crédit à moyen long terme.

⁴¹⁰ La restriction au niveau concurrentiel est imposée de manière réglementaire, répondant au besoin des pouvoirs politiques de favoriser, au lendemain de la seconde guerre mondiale en France, le développement du commerce et de l'industrie.

⁴¹¹ Cloisonnés en deux compartiments ; le marché interbancaire d'une part et le marché financier, d'autre part, les marchés des capitaux apparaissent en outre très réduits : le rôle du marché financier est très limité dans le financement de l'économie, réalisant à peine 10 % du financement des entreprises et se résumant à un seul marché interbancaire. Il est en outre réservé aux banques et aux Entreprises Non Bancaires Admises au Marché Monétaire (ENBAMM).

Nous proposons tout d'abord d'analyser, sur la période 1985 – 1996, la structure globale et l'évolution du passif du bilan des entreprises de l'industrie manufacturière française (2.1.). Menant ensuite une analyse plus fine de l'évolution des deux grands postes qui composent le passif de ces entités, notre intérêt portera en premier lieu sur l'étude de l'évolution les éléments qui entrent dans la définition de leur dette (2.2.). Nous nous intéresserons en second lieu à la modification des éléments qui forment le poste des capitaux propres (2.3.).

À chacune de ces étapes, il s'agit pour nous de voir dans quelle mesure la sensibilité financière de la dépense des entreprises françaises répond à des contraintes de financement directement imposées par les offreurs de capitaux ou traduit, au contraire, les stratégies du chef d'entreprise en matière d'accès à la liquidité.

2.1. – La modification au passif des entreprises industrielles du partage dette - fonds propres depuis le début des années 80

L'économie d'endettement qui prévaut en France jusque dans les années 70 est un système de financement contraignant pour les entreprises de l'économie et, cela, à deux niveaux au moins :

- Elle apparaît comme un système où le financement externe est coûteux pour la dépense. Les fonds étant en outre accordés pour des montants limités et des échéances courtes.
- L'économie d'endettement est également un mode de financement doublement inflationniste, en raison du processus de création monétaire et des coûts qu'elle génère pour les entreprises.^{412,413}

⁴¹² Le financement externe indirect monétaire est coûteux ce qui pèse sur les marges des entreprises et donc sur leur compétitivité. Les entreprises réagissent donc en répercutant le coût de l'intermédiation sur leurs prix.

⁴¹³ Laisant entrevoir une difficile régulation par les taux ou par la quantité de monnaie, elle laisse également peu de marges de manœuvre aux autorités monétaires en matière de la politique monétaire. La régulation par le taux d'intérêt apparaît entravée car dans ce cadre où la moitié des crédits sont distribués à taux bonifiés, la demande de crédit se montre inélastique au taux d'intérêt. En effet, comme les agents n'ont pas d'autres choix que le crédit bancaire, ils réagissent peu à la variation des taux d'intérêt directs. La difficile

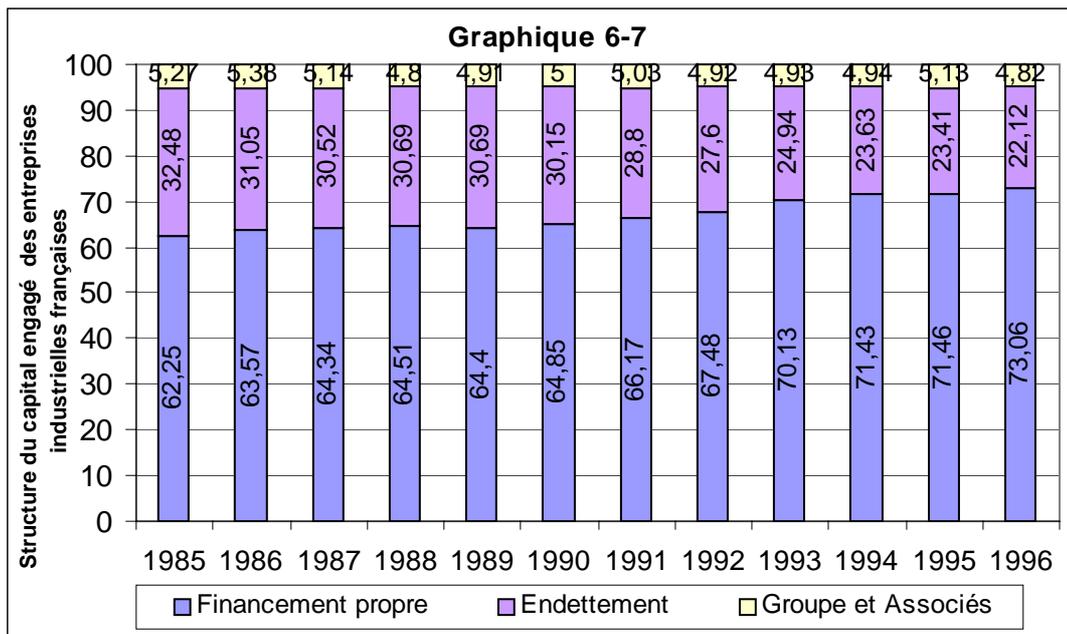
Aussi, répondant, entre autres, aux demandes de changement formulées par les entreprises de l'économie française, les mutations financières sont-elles sensées satisfaire au moins en partie ces entités. L'objectif largement affiché par les différents acteurs prenant part au processus de libéralisation financière est clair : atteindre une situation de finance moins contraignante.

L'analyse de la structure et de l'évolution du passif des entreprises industrielles françaises adhérentes à la Centrale des Bilans nous permet de voir que la modernisation du système financier français s'est effectivement traduite pour ces entités par une modification du partage entre leurs deux principales sources de fonds sur la période 19985-1996 ; les financements propres et les financements empruntés (*Graphique 6-7*).

La période étudiée se caractérise en effet, dans l'évolution de la part des ressources financières dans le capital engagé des firmes, par une baisse du niveau d'endettement et une augmentation significative du niveau des fonds propres. Il apparaît également que ces évolutions tendanciennes ne semblent pas avoir réagi à des modifications de l'environnement économique et monétaire.

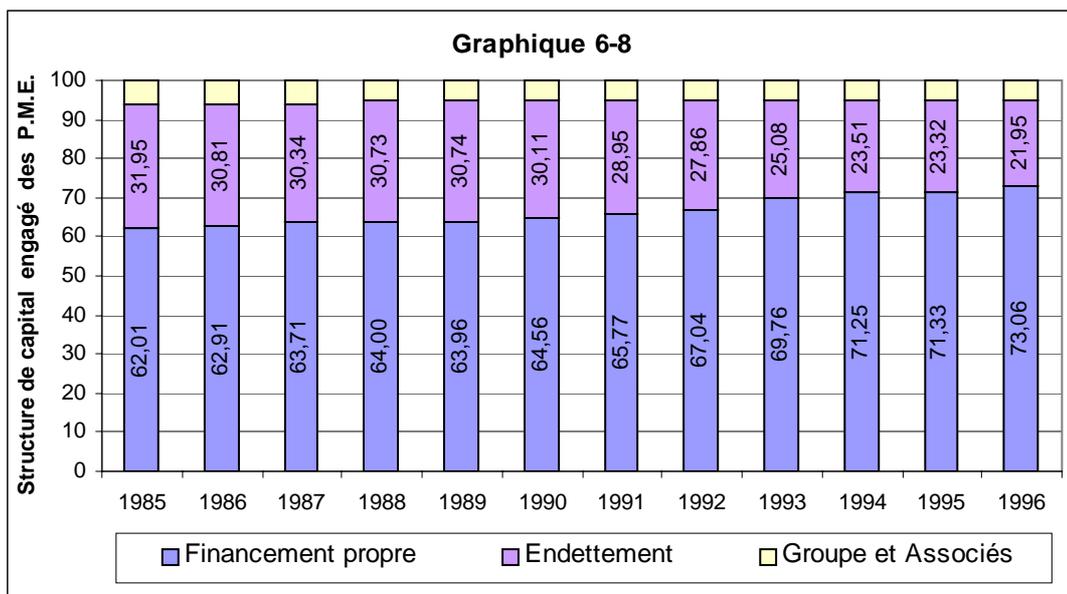
Graphique 6-7

régulation par la quantité de monnaie s'explique par l'existence d'une Banque centrale qui, contrainte dans le refinancement des banques, ne peut prendre le risque d'assécher la liquidité de ces institutions. Les problèmes de régulation de la masse monétaire s'expliquent aussi en raison des effets pervers de l'encadrement du crédit qui limite les possibilités d'investissement des entreprises et donc réduit l'offre de biens et services. Si la demande demeure soutenue, il y a hausse des prix, d'où des tensions inflationnistes.



La différenciation des firmes en classes de taille en effectif ne modifie pas le constat fait pour l'ensemble de l'échantillon. Au niveau des P.M.E., tout d'abord, la redéfinition du partage entre le financement propre et l'endettement, en défaveur de ce dernier, respecte deux temps : amorcé mais évoluant lentement jusqu'en 1988-89, très rapide ensuite (*Graphique 6-8*).

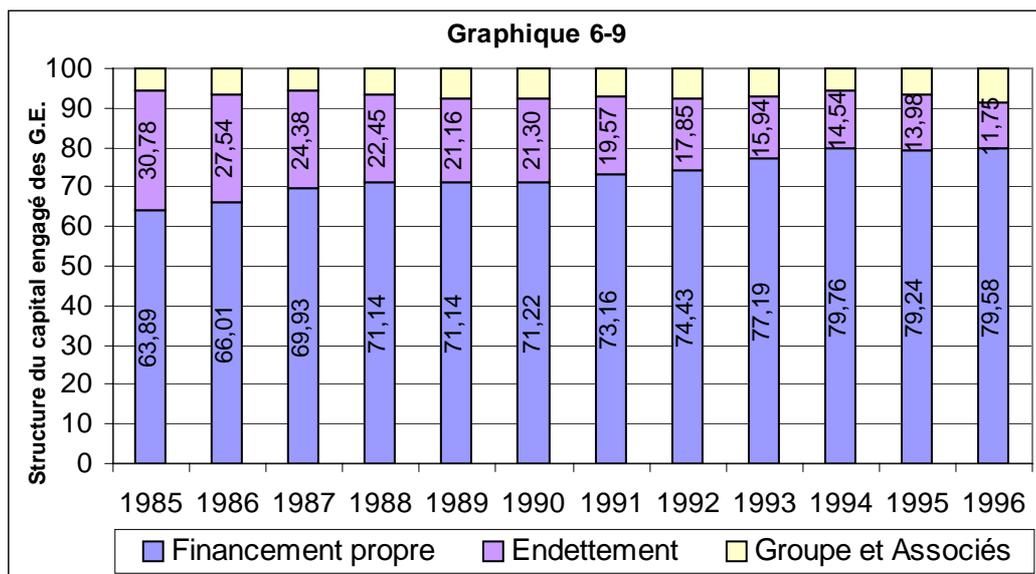
Graphique 6-8



Il semble, par conséquent, que le processus de substitution dette-fonds propres a été freiné lors de la deuxième moitié de la décennie 80. Ceci s'explique, sans doute, par la levée

en 1987 de l'encadrement du crédit, ce dont les P.M.E. ont pu bénéficier dans un premier temps. Pour les grandes entreprises, l'évolution de la structure de financement suit la même tendance, selon cette fois-ci une dynamique en trois temps : le processus de substitution dette-fonds propres y est accéléré jusqu'en 1987-88, il se ralentit ensuite jusqu'en 1990-1991, année à partir de laquelle il connaît une franche accélération (*Graphique 6-9*).

Graphique 6-9



Une analyse plus détaillée va maintenant nous permettre de le voir, chacun des postes « endettement » et « fonds propres » connaît une évolution hétérogène, dans le temps et entre firmes, des éléments qui les composent. Il semble toutefois que le phénomène macroéconomique de libéralisation du système financier français ait favorisé, au niveau des firmes de l'échantillon, une plus grande autonomie financière de ces entités, repérable tant dans l'organisation de leurs financements externes effectifs et potentiels que dans celle des fonds propres.

2.2. – Mouvement de substitution entre dette effective et potentiel d'endettement

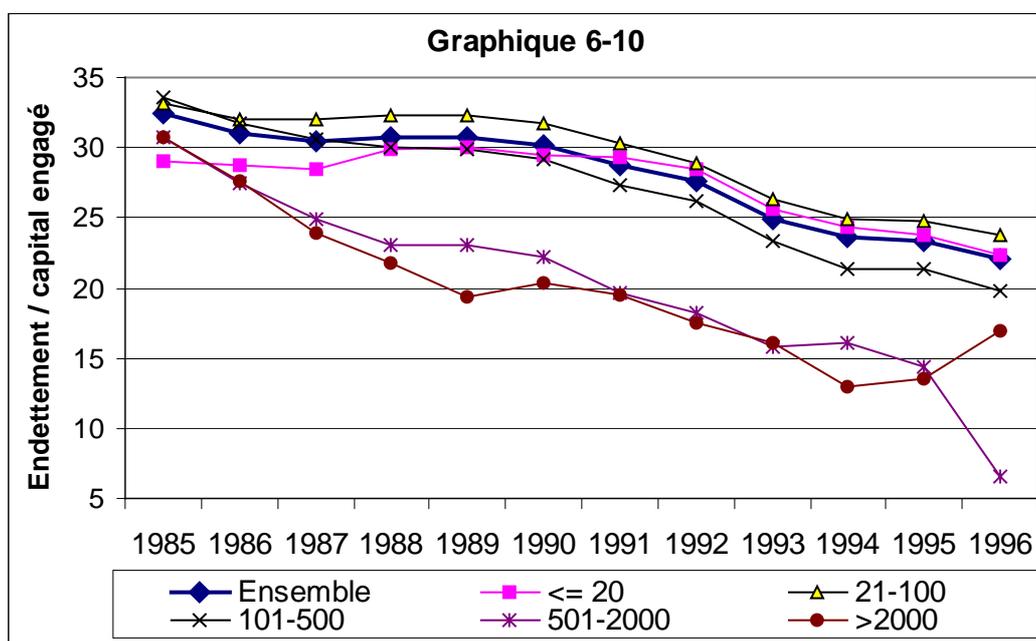
À l'exemple de ce qui est observé dans la plupart des principaux pays européens (BOISSONADE & TOURNIER, 1997), bien que le poids total de l'endettement des entreprises s'est allégé au passif, les moyens de financement offerts par les établissements de crédit restent le mode de financement externe privilégié par les firmes (2.2.1.). À ce niveau

toutefois, la tendance générale semble prise d'une substitution de la dette effective au passif par de l'endettement bancaire potentiel au hors bilan (2.2.2).

2.2.1. – Au passif, les entreprises françaises se désendettent de plus en plus

L'évolution de la structure globale de l'endettement des entreprises industrielles françaises est caractérisée sur la période étudiée par une tendance continue à la baisse (*Graphique 6-10*).

Graphique 6-10

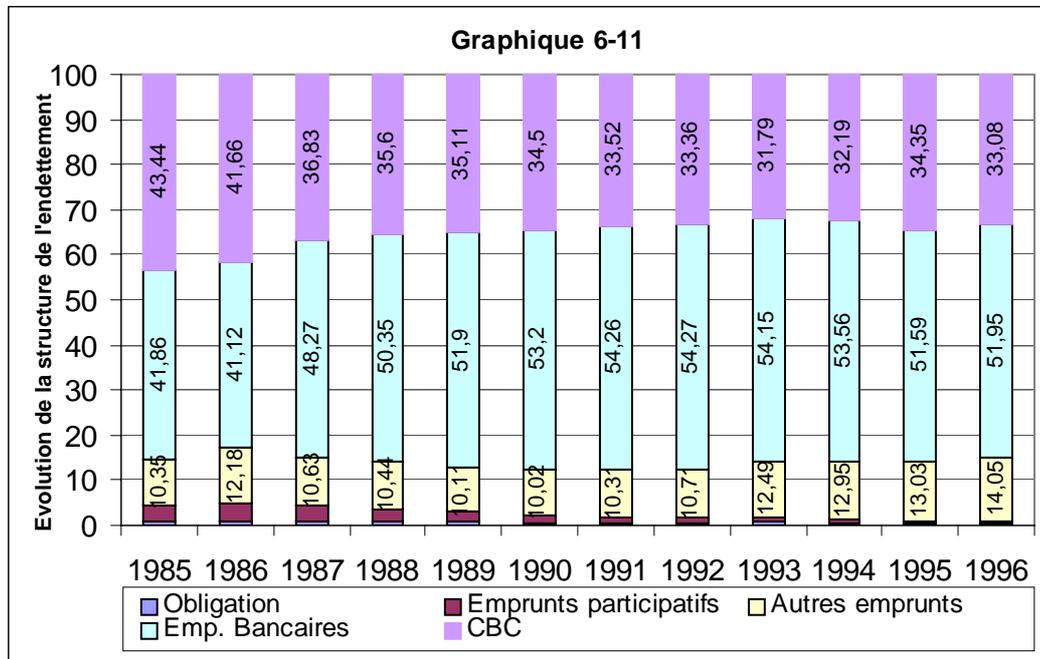


La part de l'endettement dans le capital engagé passe, en effet, d'environ 32 % en moyenne en 1985 à 22% en 1996. Parmi les entreprises de l'échantillon, celles employant entre 501 et 1000 salariés connaissent l'évolution la plus remarquable avec une baisse de l'endettement dans la capital engagé d'environ 25 points en pourcentage. Pour les autres entreprises, au début comme en fin de période, les niveaux d'endettement entre les diverses classes ne diffèrent pas fondamentalement ; L'écart maximal en pourcentage est en effet inférieur à 10 points entre les très petites entreprises et les très grandes entreprises.

L'analyse plus fine des composantes de l'endettement des entreprises de l'industrie manufacturière française permet de mettre en avant les effets de substitution qui ont pu jouer, sur la période étudiée, entre les différentes formes de dettes. Tout d'abord, nous constatons que si les entreprises françaises s'inscrivent dans un mouvement global de désendettement, le

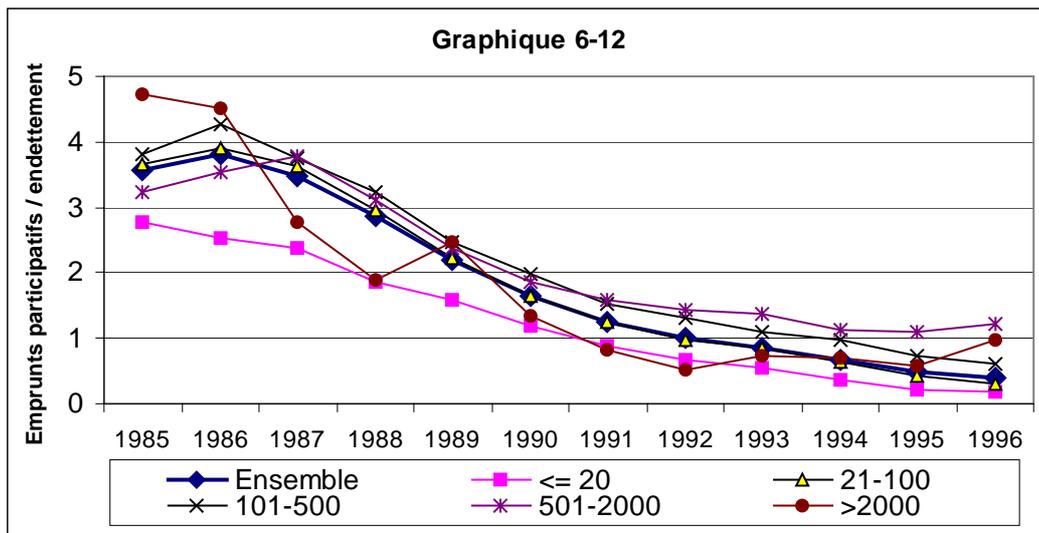
recours au système bancaire représente toujours, en fin de période comme en début, plus des trois quarts du total des financements par l'emprunt (*Graphique 6-11*).

Graphique 6-11



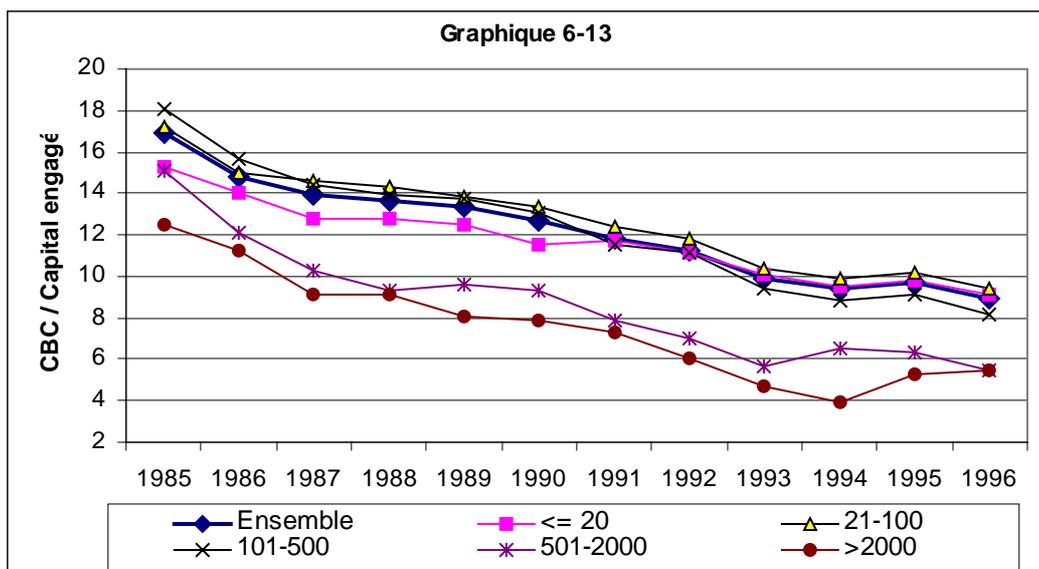
Il apparaît de prime abord que les concours bancaires courants mais aussi les emprunts participatifs et les obligations enregistrent, depuis le milieu des années 80, une baisse irrégulière mais certaine. Ce constat fait pour l'ensemble des firmes devient toutefois très nuancé, les emprunts participatifs mis à part (*Graphique 6-12*), lorsque l'on considère les différentes classes de taille.

Graphique 6-12

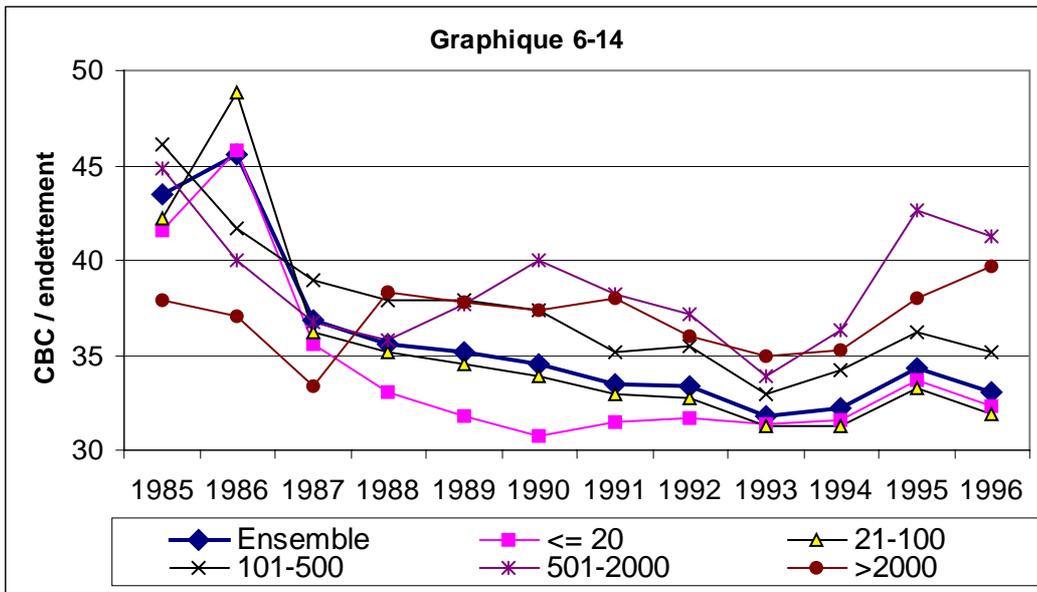


Tout d'abord, si la part des concours bancaires courants (CBC) enregistre au cours de la période étudiée une diminution rapide dans le capital engagé (*Graphique 6-13*), les firmes semblent toutefois en stabiliser le niveau, en pourcentage de leur endettement total, depuis 1988 (*Graphique 6-14*). Nous pouvons interpréter ces derniers résultats comme retranscrivant le désir des firmes de conserver un degré de flexibilité financière qui leur est assuré, dans leur bilan, par des découverts dont les pouvoirs sont destinés à être maintenus dans le temps : les firmes négocient des découverts – entre 33 et 35% de l'endettement total –, mais ne les mobilisent pas forcément dans la dépense – entre 5 et 9% du capital engagé.

Graphique 6-13

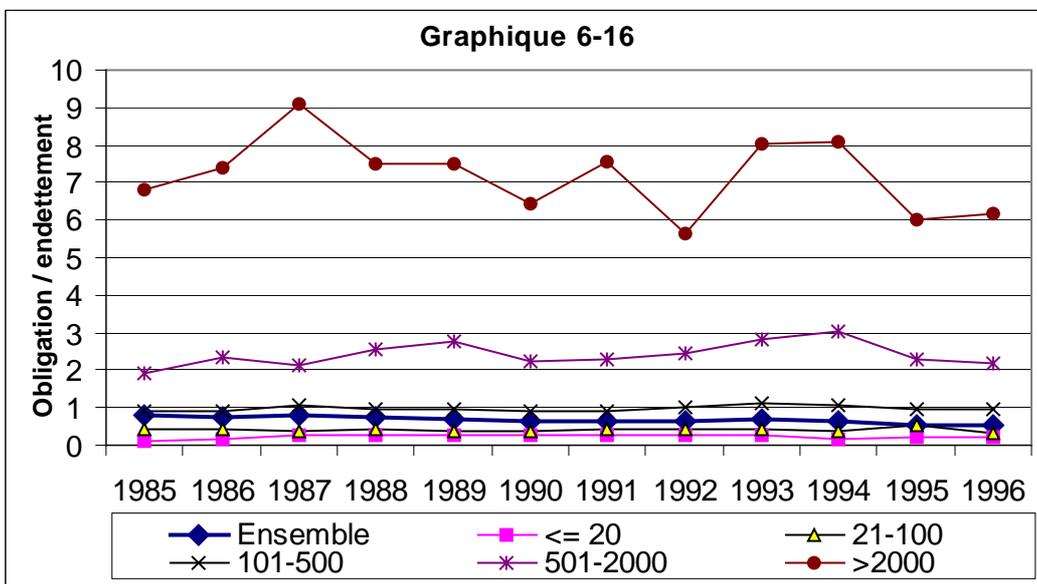


Graphique 6-14



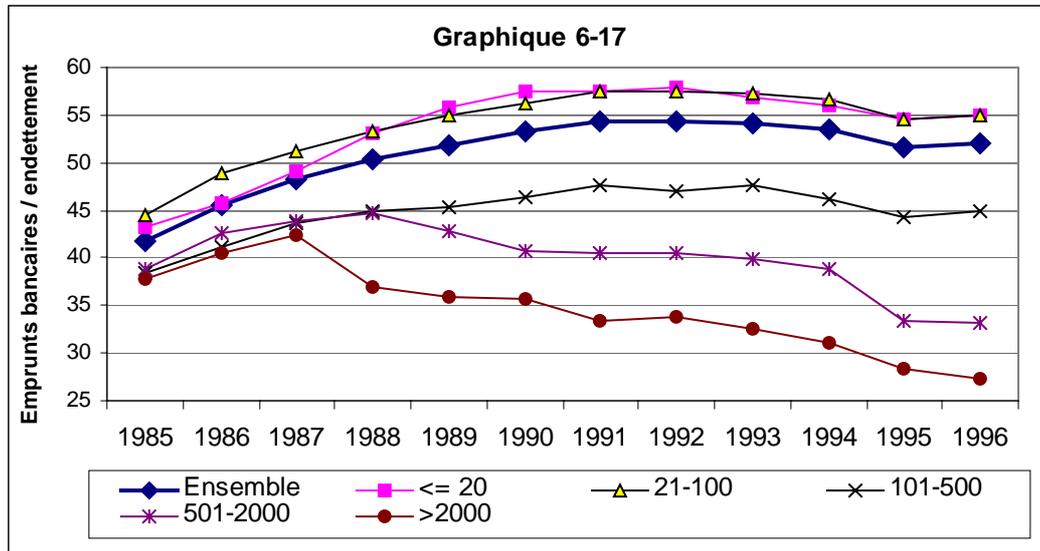
Pour les obligations, la distinction des firmes par classes de taille montre une évolution plus contrastée entre les entreprises (*Graphique 6-16*). Mobilisées principalement par les grandes entreprises industrielles françaises, la dette obligataire varie en fonction de celles-ci uniquement.

Graphique 6-16



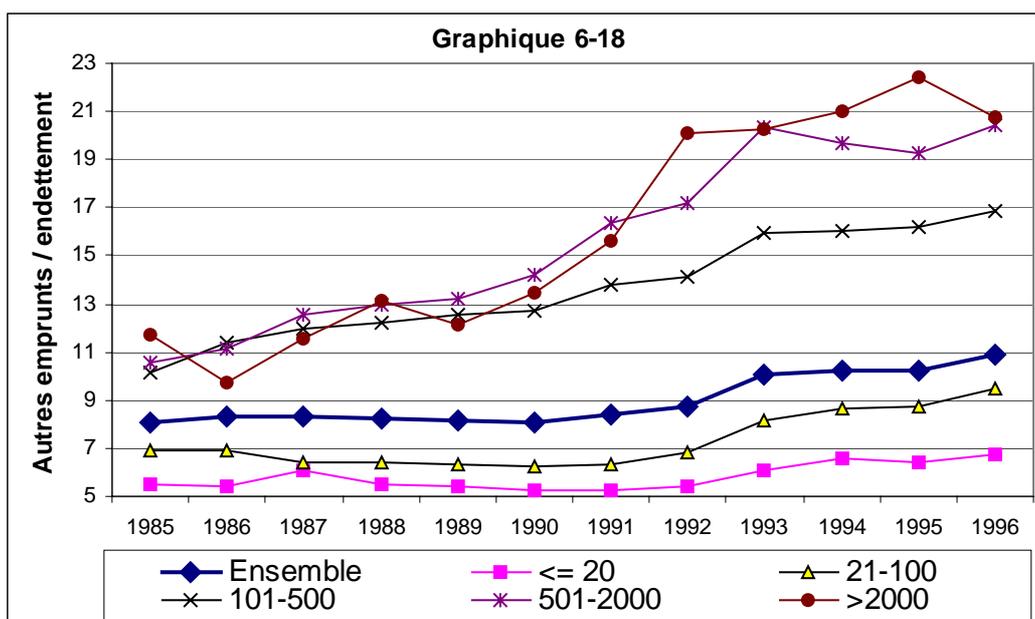
Par ailleurs, il apparaît sur la période étudiée un mécanisme de substitution entre les différentes dettes à la faveur, pour l'ensemble des P.M.E., des emprunts bancaires et, pour celles les grandes entreprises, des autres emprunts (*Graphique 6-17 et 6-18*).⁴¹⁴

Graphique 6-17



Graphique 6-18

⁴¹⁴ Pour les grandes entreprises, les autres emprunts prennent la forme notamment de billets de trésorerie (*Cf. Annexe 2*). En effet, ayant une quasi nulle en 1986 dans l'endettement des grandes entreprises, les billets de trésorerie y évoluent rapidement, s'élevant 4 plus de 4 % de l'endettement en 1990.



En définitive, constituant une part de plus en plus réduite du passif de l'ensemble des firmes industrielles françaises, l'endettement connaît des évolutions contractées en fonction des éléments qui le composent. Mais, reflet plutôt de la spécificité des banques dans le financement des entreprises et notamment des P.M.E., l'analyse de ces évolutions ne nous permettent pas d'infirmer l'hypothèse selon laquelle la sensibilité financière de la dépense des entreprises de l'industrie manufacturière française relève, au moins en partie, d'autres logiques qui n'ont pas directement trait à l'existence de contraintes imposées en terme d'offre de financement par les différents offreurs de capitaux aux firmes qui les sollicitent. On remarque tout d'abord que la part de l'endettement total satisfaite par les banques reste inchangée sur la période. D'autre part, certaines formes de financement bancaire prennent une place de plus en plus importante dans l'endettement total des firmes industrielles françaises – les CBC pour l'ensemble des firmes et les emprunts bancaires pour les P.M.E. notamment –. Apparue dans les résultats de nos investigations empiriques dans la section précédente, la particularité des banques dans le financement de l'économie ressort ici doublement. Nous allons le souligner, relevée au passif des entreprises de l'industrie manufacturière française, la spécificité des intermédiaires financiers se déploie également au hors-bilan des entreprises françaises qui trouvent là une source potentielle grandissante de liquidité externe.

2.2.2. – Une part de plus en plus importante de liquidités externes potentielles au hors bilan des entreprises françaises

Outre leur présence au passif des entreprises où ils restent largement représentés, les intermédiaires financiers proposent également à leur hors-bilan des moyens de financement

qui, pré-négociés au moment de la dépense, permettent aux firmes de satisfaire leur besoin potentiel de liquidité.

L'offre d'ouverture de crédit confirmé est loin d'être minime comparativement à d'autres moyens de financement offerts par les intermédiaires financiers. Ainsi, en 1990, le montant des « ouvertures de crédits confirmés » était, par exemple, équivalent à celui des crédits d'équipement offerts par l'ensemble des établissements de crédit en France (*Tableau 6-5*). Il était 3 fois plus important que le montant des comptes ordinaires débiteurs ou 7 fois plus important que celui des créances commerciales.

Tableau 6-5 : Evolution comparée de financements offerts au bilan et au hors bilan par l'ensemble des établissements de crédit (France métropolitaine, montant en millions de francs).

	1990	1991	1992	1993***	1994	1995	1996	1997	1998
Créances commerciales	70967	27245	14734	86410	8376	15957	01476	05229	17237
Crédits à l'équipement	280428	340416	406636	524003	498964	504163	491856	515986	543049
Comptes ordinaires débiteurs*	20039	55771	492815	498616	34678	20572	10639	23214	65395
Ouverture de crédits confirmés**	260563	392415	309671	70489	012591	079078	195438	340532	416854

En 1993, le Conseil National du Crédit et des titres change la méthode de comptabilisation des données collectées :

* Les « comptes ordinaires débiteurs » deviennent les « comptes ordinaires débiteurs et crédits de trésorerie »

** Les « Ouvertures de crédits confirmés » deviennent les « engagement de financement en faveur de la clientèle ».

Sources : Rapports du CNCT

Source de liquidité potentielle pour les entreprises, les ouvertures de crédit représentent une part importante du total des financements offert par les intermédiaires

financiers.⁴¹⁵ Notons que, parmi ceux-ci, les banques apparaissent comme des institutions financières spécifiques dans la mesure où, au début des années 90 tout du moins, ce sont elles qui offrent la majeure partie des « ouvertures de lignes de crédit » (72,48% en 1990, 71,62% en 1991 et 71,72% en 1992). Par ailleurs, il ressort de la comparaison entre le bilan et le hors-bilan des banques que, pour ces institutions, les « ouvertures de crédits confirmés » représente une activité d'offre de financement qui est très largement développée. En effet, elle est, par exemple, 3 fois plus importante, en montant, que l'offre de crédits d'équipement ou de comptes ordinaires débiteurs (*Tableau 6-6*).

Tableau 6-6 : Evolution comparée de financements offerts au bilan et au hors bilan par les banques (France métropolitaine, montant en millions de francs).

	1990	1991	1992	1993***	1994	1995	1996	1997	1998
Créances commerciales	41553	03794	2667	0 600	3958	4731	1064	3282	0373
Crédits à l'équipement	72840	86514	03706	27 872	05986	05729	89641	44358	45886
Comptes ordinaires débiteurs*	38335	63879	97170	000389	86050	69201	56439	72244	06660
Ouverture de crédits confirmés**	13737	97368	39364	06 086	24414	58360	95494	21860	48576
En 1993, le Conseil National du Crédit et des titres change la méthode de comptabilisation des données collectées : * Les « comptes ordinaires débiteurs » deviennent les « comptes ordinaires débiteurs et crédits de trésorerie » ** Les « Ouvertures de crédits confirmés » deviennent les « engagement de financement en faveur de la clientèle ».									
Sources : <i>Rapports du CNCT</i>									

Au total, qu'elle qu'en soit la forme, les entreprises disposent d'une multitude de modes de financement externe qui croissent à leur passif et traduisent ainsi le pouvoir qu'ils

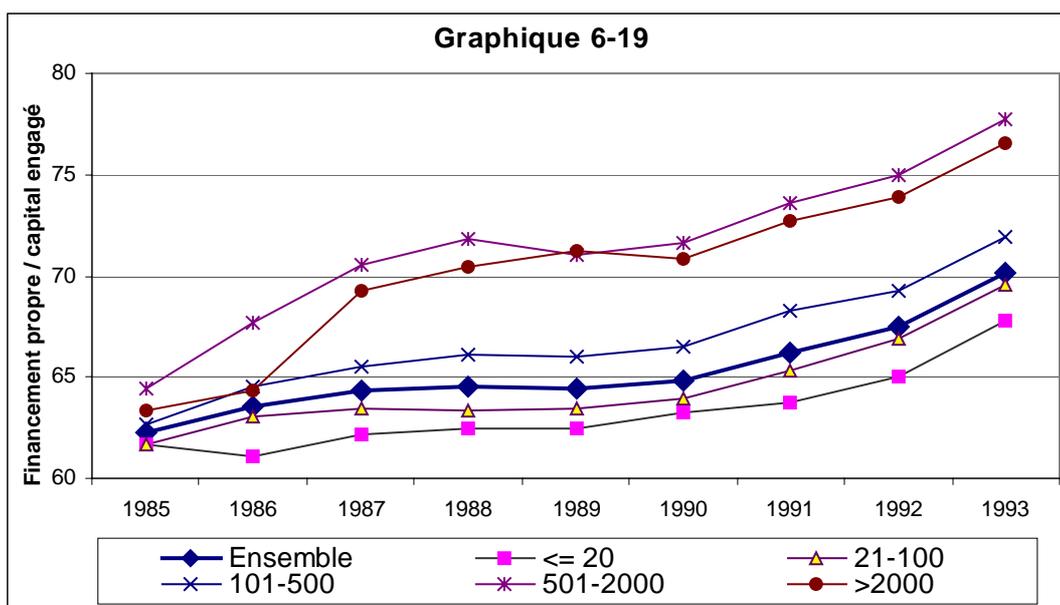
⁴¹⁵ Elles sont également, en France, d'une importance égale à la quantité de monnaie M1 en circulation (Grondin, 1997).

véhiculent en terme de dépense. Outre ces grandeurs comptabilisées au bilan, les entreprises ont également un accès croissant à des moyens potentiels de financement qui, présents dans leur hors-bilan, sont susceptibles d'y rentrer dès lors qu'elles acceptent de les utiliser dans la dépense. Il semble par conséquent que, tel l'objectif affiché au départ, le processus de libéralisation financière ait assoupli plutôt que contraint les conditions de financement de la dépense. Par ailleurs, nous allons maintenant le voir, l'endettement en général ou les prêts bancaires en particulier, sont loin de constituer la première source de financement externe des entreprises françaises, y compris des P.M.E.. En effet, dans un sens de plus en plus prononcé depuis le début des années 80, les entreprises industrielles françaises privilégient l'autofinancement à travers une part croissante de fonds propres internes qu'elles investissent en liquidités.

2.3. – Prédominance accrue des réserves d'autofinancement dans le passif des firmes

Nous l'avons vu avec les *Graphiques 6-9, 6-10 et 6-11*, rapporté au total du passif, le financement propre constitue, dès le départ de la période étudiée, une caractéristique essentielle du mode de financement des entreprises de l'industrie manufacturière française. Celles-ci augmentent en effet sensiblement la part qu'elles lui réservent à leur passif, passant de 62 % du total du passif en 1985 à 73 % en 1995. Ce mouvement est partagé par l'ensemble des entreprises étudiées qui, quelle que soit leur taille en effectif, s'inscrivent toutes dans le mouvement de renforcement du financement propre– les P.M.E. passent de 62 % du total de l'actif en 1985 à 73 % et les grandes entreprises de 64 % à 80 % – (*Graphique 6-19*).

Graphique 6-19



Le financement propre se partage entre, d'une part, les réserves d'autofinancement⁴¹⁶ et, d'autre part, l'apport (capital et primes) des associés.

À partir de l'analyse du même échantillon d'entreprises adhérentes à la Centrale des Bilans, le rapport SAUVE & SCHEUER (1999), montre que, en France, les firmes industrielles françaises ont une part faible de « provisions » à leur passif – depuis le début de la période étudiée, ils restent à niveau inférieur à 6 % du total du passif pour l'ensemble des entreprises –. Ce résultat s'explique sans doute par la caractéristique même du système

⁴¹⁶ Les réserves d'autofinancement sont constituées, rappelons-le, par

* *les résultats, les réserves et les provisions réglementées* comptabilisées en application des dispositions légales ;

* *Les amortissements* qui restent disponibles pendant toute la durée du plan d'amortissement tant que les immobilisations à l'origine de ces amortissements sont en service et génèrent des revenus.

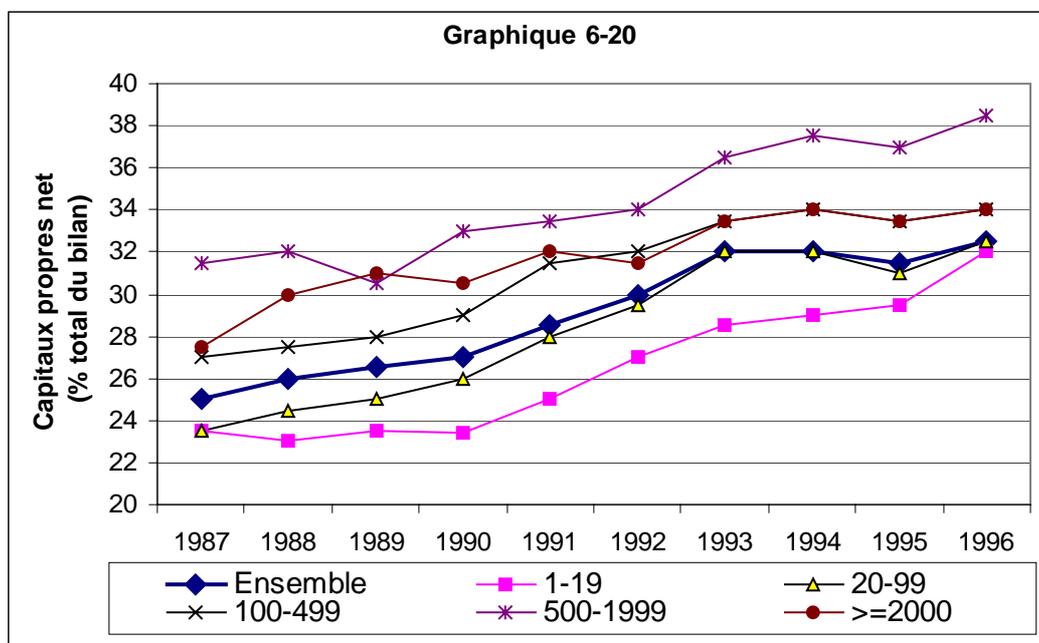
* *Les provisions pour risques et charges* qui restent également à disposition de la firme tant que les événements pour lesquels elles ont été constituées ne sont pas survenues

* *Les provisions pour dépréciation* qui ont le même caractère de ressources affectées que les provisions pour risques et charges.

financier français où, nous l'avons vu, les banques se présentent plus comme des partenaires de la firme que des institutions contraignantes. On peut donc supposer que, dans ce cadre où elle semble connaître moins de difficulté pour recourir au financement externe, la firme procède à des « encaisses de précaution » moindres.

Allant plus loin dans l'analyse des composantes du financement propre des entreprises de l'industrie manufacturière françaises, le rapport montre la croissance des capitaux propres nets dans le total du passif des entreprises et corrobore ainsi les informations avancées par BOISSONADE & TOURNIER (1997), à partir du même échantillon d'entreprises, sur l'évolution de la dotation en fonds propres depuis le début des années 80 (*Graphique 6-20*).

Graphique 6-20

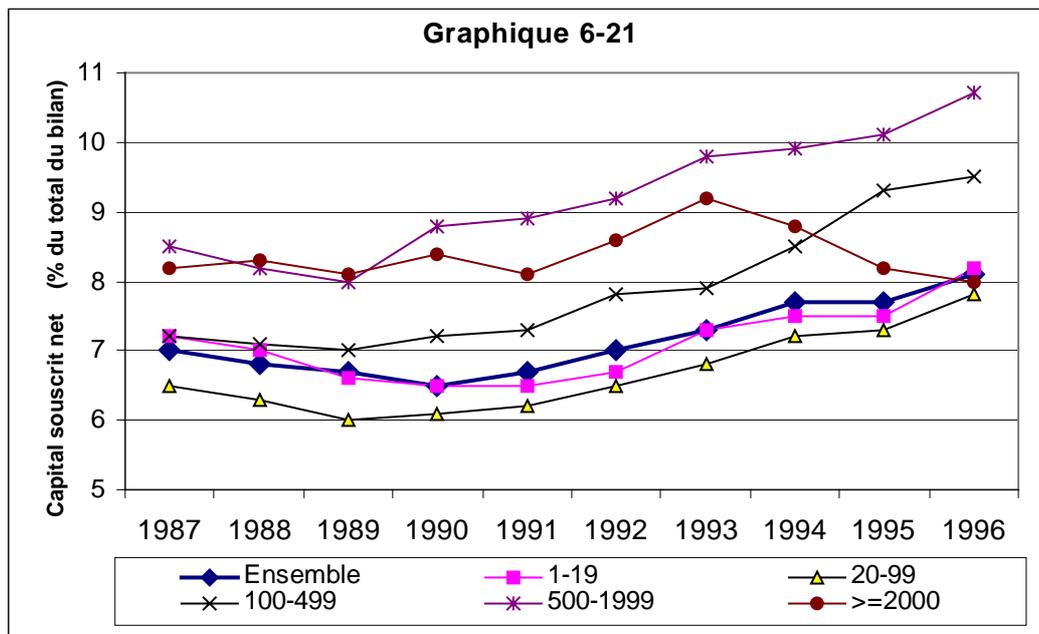


On l'observe, qu'elle que soit leur classe de taille, toutes les entreprises industrielles françaises vérifient un mouvement de renforcement des fonds propres sur la période étudiée. L'hypothèse défendue dans certains travaux sous-jacents à la théorie du canal large du crédit pour justifier la sensibilité financière de la dépense en terme de contraintes directement imposées par les offreurs de capitaux est, là encore, mise à mal : Présenté comme le déterminant-clef de l'accès des firmes au financement externe, le niveau des fonds propres, par lequel est sensée passer la contrainte de financement externe, n'a cessé d'augmenter sur la période étudiée. Cela étant, la sensibilité financière de la dépense que nous avons constaté sur

la période relèverait-elle plutôt du comportement des chefs d'entreprises désireux de gérer leur accès à la liquidité ?

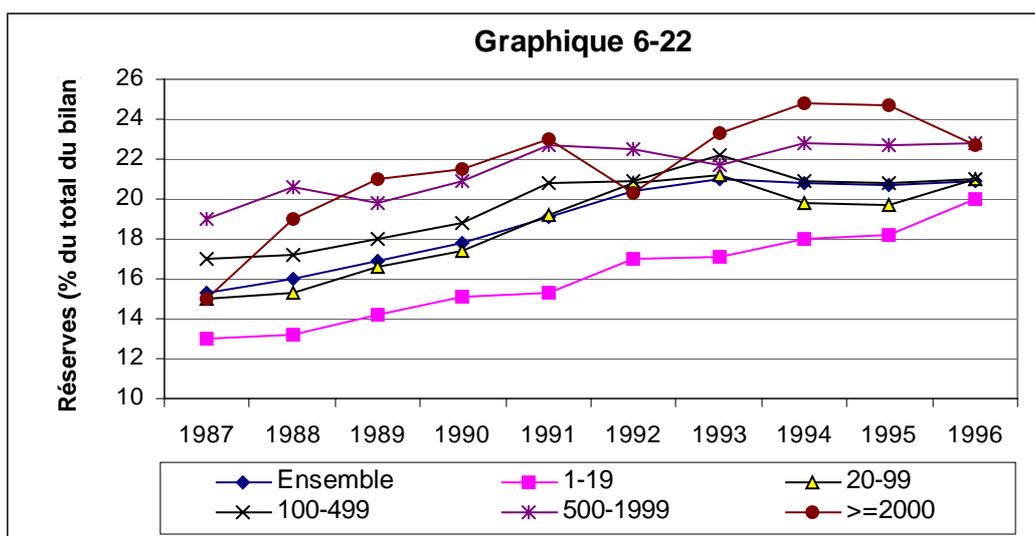
Une analyse plus fine des fonds propres des entreprises nous permet de voir que cette évolution traduit directement un degré de plus en plus élevé d'autofinancement pour l'ensemble de ces entités. Tout d'abord, le capital souscrit rapporté au passif total montre une homogénéité entre les différentes firmes. Si une légère hiérarchie apparaît entre les classes de taille, il serait faux de dire que seules les grandes entreprises françaises ont bénéficié de la modernisation du système financier. La proportion de capital libéré est en effet plus importante dans les entreprises de moins de 500 salariés dont la pratique ne montre, en outre, aucune rupture sur la période étudiée (*Graphique 6-21*).

Graphique 6-21



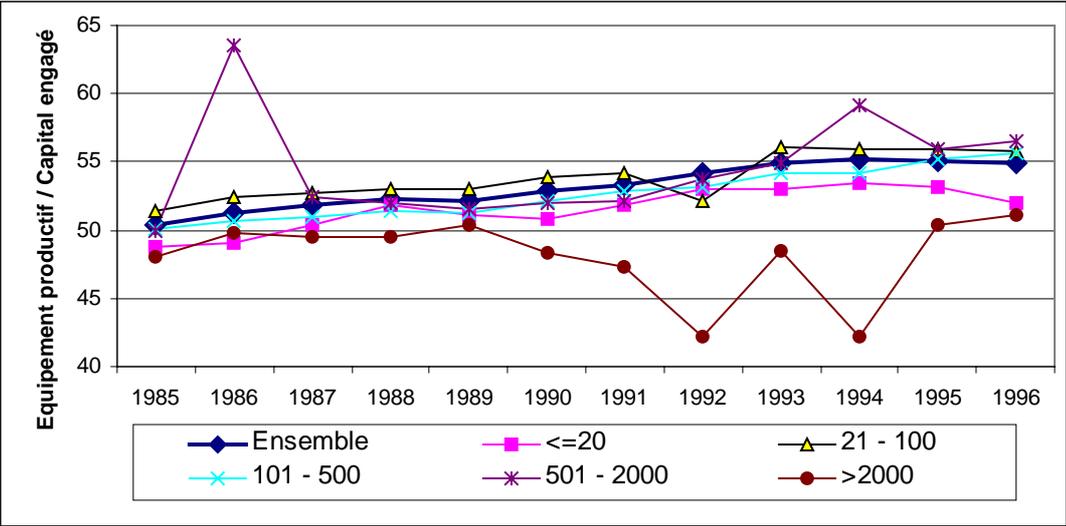
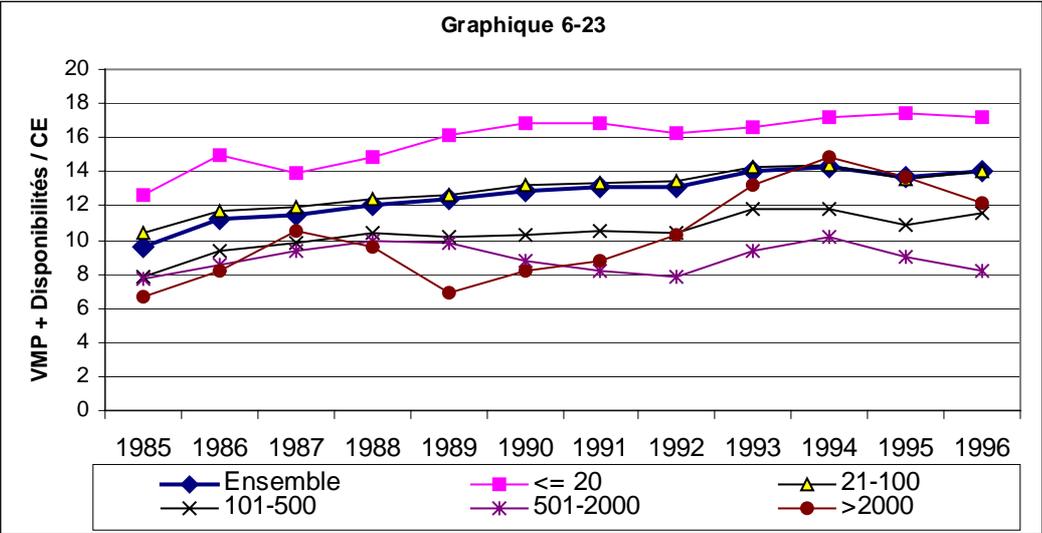
Mais, ce qui retient le plus notre attention, est que la part comparativement plus importante des fonds propres dans le total du passif des entreprises industrielles françaises prises dans leur ensemble semble être le résultat du comportement d'accumulation de réserves de la part de ces entités (*Graphique 6-22*).

Graphique 6-22

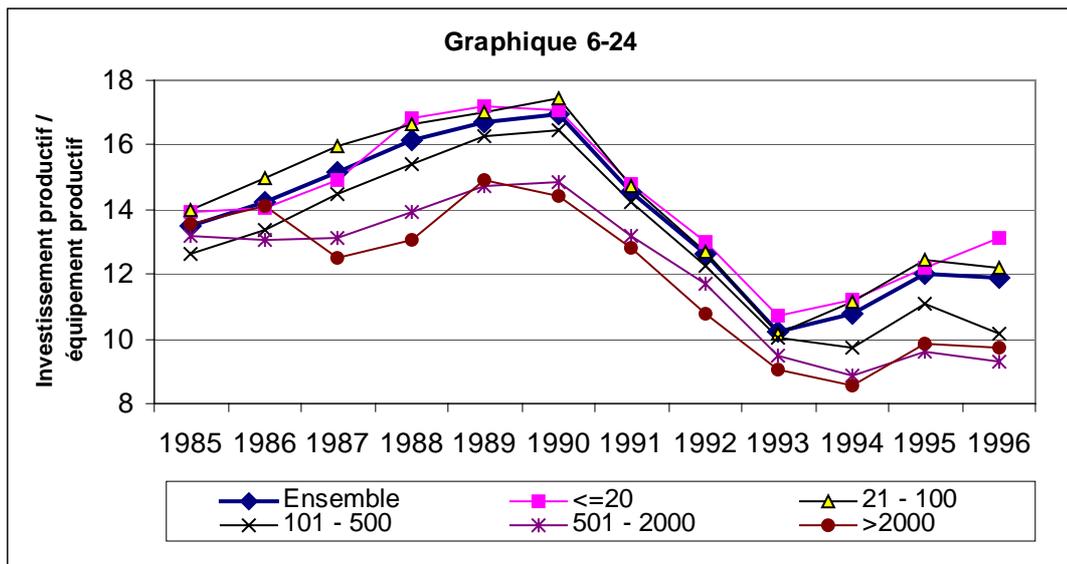


En définitive, dans la mesure où le financement propre représente la majeure partie du capital engagé, on peut en conclure que les chefs d'entreprises poursuivent, en France, une stratégie de hiérarchie du financement dans laquelle ils privilégient le financement interne de la dépense à travers des dotations importantes en fonds propres. On le voit, sur la période 1985-1990 en France, les entreprises de l'industrie manufacturière poursuivent dans le temps une politique d'amélioration de leurs fonds propres, au niveau desquels elles procèdent plus particulièrement, qu'elle que soit leur taille, à des mises en réserves importantes des résultats de l'exercice. Faisant preuve d'un niveau important d'autofinancement, les firmes se donnent les moyens de réaliser toute dépense, même imprévue. L'offre de financement externe étant fonction positive du niveau du financement interne de la firme, la qualité d'autonomie financière permet en outre à celle-ci de compléter ses ressources internes par des fonds externes. Outre, au passif, le suivi d'une politique de financement qui combine sources internes de financement – fonds propres internes – et financement externe, la gestion atemporelle de l'accès à la liquidité guide également la politique d'investissement des firmes. En effet, dans le souci de ne « pas donner leurs gages au destin », ces entités sont conduites à adopter des stratégies d'investissement qui ne mettent pas en danger leur accès futur à la liquidité. Le respect de cette politique d'accès permanent à la liquidité se traduit, à leur actif, par un niveau relativement stable d'actifs de réserves– investissements vers lesquels les réserves dégagées de l'activité se destinent largement–, actifs de court terme (*Graphique 6-23*) mais aussi de long terme (*Graphique 6-24*). Corrélativement et en contrepartie, pouvant être repoussé dans le temps, c'est le poste d'investissement productif qui permet aux entreprises de s'ajuster et montre, par conséquent, la plus grande variabilité (*Graphique 6-24*).

Graphique 6-23



Graphique 6-24



Dans ce chapitre, notre investigation pratique empirique visait, à partir du même échantillon d'entreprises, à discriminer entre les deux principales forces financières susceptibles de modifier le comportement de dépense des firmes : celles imposées, sous formes de contraintes de financement par les divers offreurs de capitaux et celles qui, au contraire, dérivent directement des choix du dirigeant d'entreprises en matière de financement et de dépense.

Sans qu'un effet « taille » d'entreprises apparaissent, il ressort des résultats de l'analyse de données que, qu'elle que soit l'année étudiée et, par conséquent, l'état de santé de l'environnement que l'on considère, les mesures des sources internes de financement des firmes ont toujours du poids, « important », dans la dépense des firmes que celle-ci ait trait à la gestion des stocks ou au comportement d'investissement productif. Nous notons également que les déterminants « réels » de la dépense « taux de variation du chiffre d'affaires » interviennent toujours après les variables de liquidité. L'absence de poids des variables d'environnement monétaire (TAJJ et TAOE), est également la preuve de l'absence de pression sur le marché du financement externe. Nous constatons par ailleurs que les formes de financement externe, sous forme de lignes de crédit pré-négociées mais aussi d'emprunts bancaires, important d'autant plus dans le financement de l'économie que celle-ci est en période de récession. Les résultats montrent en effet que les entreprises recourent notamment à ces fonds pendant les moments difficiles, ce qui met davantage en doute l'hypothèse d'une intervention contraignante des prêteurs en général et des intermédiaires financiers en

particulier dans le financement de l'économie. Au contraire, en mettant à disposition des entreprises des concours bancaires courants ou des prêts à plus long terme, les banques accompagnent ces entités.

En définitive, nous pouvons conclure que la gestion de la liquidité est une activité permanente de la firme qui, prudentes, n'attend pas pour s'y intéresser, d'être sous le « choc » de perturbations macroéconomiques externes. Cette préoccupation de la firme peut par suite décourager ses dépenses d'investissement durable. Dans cette perspective, la « panne de l'investissement » (MAURIN, 1997) constatée en France depuis le début des années 90 serait le résultat du moral déprimé du chef d'entreprise, en mal de vision sur son avenir par définition incertain.

Le constat conjoint, d'une part, de la sensibilité financière de la dépense d'investissement productif de l'industrie manufacturière française sur la période 1985-1996 et surtout 1990 – 1995 et, d'autre part de la faiblesse des investissements productifs pour la plus grande partie des entreprises de l'échantillon, semble concrétiser l'absence de confiance des industriels français dans l'avenir. Car on ne peut pas dire, en effet, que les moyens de financement leur fasse défaut pour faire mieux. Nous l'avons vu au niveau de l'échantillon, la part des réserves d'autofinancement dans les dotations en fonds propres ne cesse d'augmenter depuis le début de la période. Cette tendance trouve ses échos dans l'analyse macroéconomique qui régulièrement rappelle que le taux d'autofinancement des entreprises françaises est, depuis le début des années 1990, supérieur à 100%, ce qui veut dire que les entreprises consacrent à l'investissement moins d'argent qu'elles n'en ont. La politique des chefs d'entreprises apparaît de cette façon assez claire : se désendetter progressivement et reconstituer leur marge de manœuvre en terme de flexibilité financière.