

Y A-T-IL EFFET D'ÉVICTION ENTRE PLACEMENTS FINANCIERS DES SOCIÉTÉS ET INVESTISSEMENTS PRODUCTIFS ?

ÉTUDE COMPARATIVE DE QUELQUES TRAVAUX SUR
DONNÉES DE CENTRALES DE BILANS EN FRANCE

MIREILLE BARDOS*

L'effet d'éviction des placements financiers sur l'investissement productif peut être traité de plusieurs façons : au niveau de l'entreprise, la comparaison de l'évolution des placements financiers et des investissements physiques, surtout s'ils sont vus de manière interne, permet d'apprécier l'orientation de la firme et ses motivations ; au niveau méso-économique qui est celui des études sur panels de comptes d'entreprises, l'approche est plus difficile, mais elle permet des éclairages très utiles, par exemple en fonction de la taille et du secteur, ou encore en comparant les entreprises entre elles sur plusieurs indicateurs économiques et financiers.

153

Il s'avère qu'il est impossible de répondre à la question de l'existence d'un effet d'éviction par oui ou par non. Par contre, il est possible de mettre en évidence des groupes d'entreprises plus particulièrement orientés vers la sphère financière.

Les études réalisées sur données de Centrales de Bilans auxquelles se réfèrent cette présentation n'ont pas toujours abordé de manière principale le thème de l'éviction. Seul, un aspect de l'étude sera alors évoqué, laissant malheureusement dans l'ombre d'autres aspects fort intéressants. Cette approche partielle, peut-être schématique, pousse à recommander la lecture des études elles-mêmes.

I - LE CADRAGE D'ENSEMBLE

De nombreux observateurs s'accordent à penser que les sociétés ont, dans la seconde moitié des années 80, fait des arbitrages en faveur des placements financiers au détriment des investissements physiques.

* *Chargée d'études à l'Observatoire des Entreprises de la Banque de France. Les idées avancées dans ce texte n'engagent que l'auteur.*

Leur opinion repose sur les points principaux suivants¹ :

- de 1980 à 1990, la progression des placements financiers des sociétés de 22 % en moyenne par an. Comparativement à la valeur ajoutée, ils ont été multiplié par 4, à un moment où la valeur ajoutée était proche de son taux de croissance potentiel,

- la déformation de la structure patrimoniale où la part des actifs financiers dans le patrimoine total augmente pour devenir supérieure à celle des actifs non financiers en 1987. Aujourd'hui, cette part est redevenue inférieure.

- la modification de la structure des placements : si la proportion forte et croissante d'actions exprime un comportement spécifique de placement, elle traduit aussi la progression très importante des indices boursiers qui a permis une réévaluation moyenne annuelle de 15,7 %. Certes, une proportion très élevée des acquisitions d'actions a correspondu à des opérations de croissance externe. Mais le degré de liquidité des placements des sociétés a augmenté fortement depuis 1982. D'après les statistiques sur l'évolution des actifs financiers, les placements de trésorerie pour motifs de précaution ou de transactions ne semblent pas seuls en cause. A la faveur de la réduction des coûts de transaction générée par les innovations financières, les sociétés auraient «sur-couvert» leurs besoins de trésorerie et agi selon une logique de placement.

- pendant près de 10 ans, à l'exception de 1986, la relation positive entre crédits et placements qui pose le problème de la nature et du sens des arbitrages financiers auxquels se sont livrées les sociétés. Traditionnellement, le besoin de financement fixe l'ordre de grandeur des fonds que l'entreprise doit se procurer à l'extérieur, sous forme d'endettement ou sous forme d'émission de titres. Le développement parallèle des placements financiers montre un comportement d'accumulation, encouragé par la forte croissance de la Bourse et des anticipations de rendements élevés qu'ont favorisé la réglementation fiscale et la baisse des coûts de transaction induite par les innovations financières. On a même pu penser que certaines sociétés se sont endettées dans le but de replacer le produit de leurs emprunts en tirant partie de l'avantage fiscal.

Toutefois, pour apprécier véritablement les effets de richesse, il faut tirer un solde des comptes d'actif et de passif des sociétés, une part des actions émises par les sociétés étant aussi détenues par des sociétés. Si, sur le long terme, le patrimoine net en actions est resté quasiment plat, toutefois l'ampleur des mouvements a été particulièrement importante de 1986 à 1991 notamment dans les grandes entreprises.

¹ Cf. la Lettre de Conjoncture de la BNP de mars 1992 et les tableaux présentés par l'INSEE et le Crédit National à l'occasion de la 17^e Journée des Centrales de Bilans.

Comme l'énonce Philippe Ricarte (BNP) : «Ce nouveau comportement financier des sociétés s'est aussi développé dans un contexte de redressement des résultats et de maintien à un niveau élevé des taux d'intérêt réels. Le taux de marge, qui rapporte l'excédent brut d'exploitation à la valeur ajoutée, est passé de 28,4 % en 1985 à 33,4 % en 1989 et le taux d'épargne a progressé dans le temps de 12,8 % à 17,5 %. Toutefois, malgré l'amélioration de la rentabilité économique, la profitabilité est restée à des niveaux historiquement bas en raison du niveau des taux réels. La conjonction de ces deux événements a contribué à promouvoir une stratégie financière. L'amélioration du partage de la valeur ajoutée, alliée à une progression modérée du taux d'investissement, a dégagé des fonds disponibles que la faiblesse de la profitabilité a naturellement dirigés vers les placements financiers. Cela a été d'autant plus facile qu'une longue période de faible productivité du capital avait contribué à rendre le capital productif moins attrayant. Les entreprises ont pu ainsi, à travers la détention d'actifs financiers, diversifier leurs revenus et réduire leur risque global.»

«Par ailleurs, l'inversion de la courbe des taux a tendu à favoriser la demande de produits courts qui bénéficiaient en fait d'un avantage de rendement.»

Depuis, malgré le changement conjoncturel, la question reste d'actualité : les statistiques monétaires font ressortir en 1992 «la croissance importante des placements financiers des sociétés» surtout sous forme d'acquisition de titres d'OPCVM de court terme et de titres de créances négociables.

155

Cette description nuancée de l'évolution des placements financiers des sociétés dans la 2e moitié de la décennie 80 conduit donc à envisager un effet d'éviction des placements financiers sur les investissements productifs. Les phénomènes ainsi décrits de façon littéraire sont complexes et difficiles à cerner sur données d'entreprises.

Toutefois, des études quantitatives ont traité ce thème à partir de données individuelles d'entreprises sur la première moitié de la décennie². Difficiles à résumer du fait de leur richesse, on en citera un peu plus loin la problématique et les principaux résultats, pour ensuite en venir à d'autres approches du sujet qui ont été présentées à la 17ème Journée des Centrales de Bilans, en novembre 1992, et qui avait pour thème : «Investis-

2 M. Fried et O. Gaudry (1987) «La politique des placements financiers des entreprises industrielles», *Crédit National*, A. Epaulard et D. Szpiro (1990) «Investissement financier, investissement physique et désendettement des firmes : y a-t-il arbitrage ?», *Banque de France*.

sements productifs, investissements financiers». Ces études³ portaient sur la deuxième partie de la décennie.

Avant de présenter les résultats de ces études, il convient d'aborder quelques aspects méthodologiques car, dans une certaine mesure, ils conditionnent les résultats. Certains des problèmes rencontrés sont liés à la nature du thème traité, d'autres sont inhérents aux études sur données de centrales de bilans.

II - COMMENT LES CENTRALES DE BILANS PERMETTENT ELLES D'ABORDER L'EFFET D'ÉVICTION ?

A - Les variables

Les variables comptables disponibles permettent bien d'individualiser par entreprise l'investissement productif⁴, l'acquisition de titres de participations, mais seulement la variation des valeurs mobilières de placement d'une année sur l'autre. Ceci ne permet donc pas de prendre en compte l'activité de placement intra-annuelle. De plus, le partage entre placements financiers et croissance externe est assez difficile, il est pourtant nécessaire à l'analyse de l'investissement financier.

A cet égard l'étude de la Caisse des dépôts et consignations apporte un éclairage spécifique puisqu'elle parvient, grâce aux comptes consolidés des groupes, à estimer la part de leurs immobilisations financières qui constitue une composante de l'encaisse stratégique potentielle. Ainsi 60 à 66 % des immobilisations financières «représentent en fait une enveloppe de titres mobilisables conjointement avec les valeurs mobilières de placement, soit pour faire face à des difficultés de trésorerie, soit pour résister aux menaces stratégiques, soit pour assurer la conduite d'opérations futures de croissance externe, soit peut-être enfin pour constituer une sûreté lors d'une opération de financement».

Cette indication est importante puisqu'elle repose sur l'examen de 275 groupes qui produisent 1/5 du PIB et emploient 4,3 millions de salariés. Par ailleurs, comme le souligne le Crédit National, on ne peut ici

3 J.L. Bricout, B. Colin (1992) «Croissance externe et logique industrielle» INSEE, B. Breteil, J.N. Caubet Hilloutou L. Di Carlo, A. Epaulard (1992) «Les liens entre croissance interne et croissance externe», Direction de la Prévision, M. Bardos, B. Paraque (1992) «Investissement productif et croissance externe : leur influence sur les profils économiques et financiers des entreprises depuis 1985», Banque de France, E. Cohen, J.L. Morel (1992) «Les politiques d'accumulation des groupes français : investissements, croissance externe et écarts d'acquisition», Caisse des Dépôts et Consignations, J. Probin, M. Vignolles (1992) «Gestion des placements et politiques d'investissement des entreprises industrielles», Crédit National.

4 L'investissement productif a souvent été calculé y compris crédit-bail, et parfois net des cessions.

LES POSTES COMPTABLES DE LA LIASSE FISCALE CONCERNES PAR
L'ACTIVITE FINANCIERE DES ENTREPRISES

Actifs financiers

• Titres de participation (CS + CU) : droits durables d'une entreprise dans le capital d'autres entreprises qui permettent d'exercer une influence sur la gestion de la société émettrice, notamment les titres acquis par offre publique d'achat ou d'échange, et les titres représentant au moins 10 % du capital de la société cible

• Autres titres immobilisés : ce sont des parts de capital ou de placement à long terme que l'entreprise a l'intention de conserver durablement.

• Prêts (BF)

• Autres actifs financiers (BH)

• Créances rattachées à des participations (BB)

• Valeurs mobilières de placement (CD) : ce sont des titres acquis en vue de réaliser un gain à brève échéance, représentant moins de 10 % du capital de la société cible, ou ne conférant aucun droit de propriété sur le capital. Ils sont constitués d'actions, obligations, certificats de dépôts, billets de trésorerie, bons du trésor...

Les postes CS + CU + BD représentent le stock de croissance externe, tandis que les postes BF, BH et BB constituent des placements à long terme. CD correspond à des placements à court terme ; il constitue les placements de trésorerie de l'entreprise.

Cependant, la motivation de la comptabilisation d'un titre dans BD ou CD n'est pas toujours nette à déterminer.

Flux financiers

• Acquisitions d'immobilisations financières nettes des apports et virements poste à poste (LS)

• Cessions d'immobilisations financières (NF)

• Variation des valeurs mobilières de placements ($CD_t - CD_{t-1}$)

• Revenu des titres (GJ + GK)

• Revenu des valeurs mobilières de placement (GL)

• Plus ou moins values de cession des valeurs mobilières de placements (GO -GT)

Grâce aux informations complémentaires qu'elle collecte auprès de ses adhérents la Centrale de Bilans de la Banque de France peut calculer des concepts de flux représentant précisément la croissance externe :

• Acquisitions de titres immobilisés et de participations

• Cessions de participations

• Plus ou moins values sur cessions de participations et assimilés.

prendre en compte la gestion centralisée de trésorerie au niveau d'un groupe : «les pratiques sont à la fois extrêmement diverses (remontée totale, remontée partielle, gestion décentralisée) et évoluent au cours du temps».

La bonne mesure des phénomènes économiques pré-suppose d'avoir résolu les problèmes de prix (par exemple les cours boursiers ont souvent été utilisés) et aussi d'avoir déterminé des seuils adéquats pour trier les entreprises ou coder les variables. Par exemple, un des problèmes, a été de définir ce qu'est, pour une entreprise un fort niveau d'investissement ; il a d'ailleurs été diversement résolu par les auteurs. Enfin certaines grandeurs sont difficilement mesurables comme les taux d'intérêts⁵, les rendements des actifs financiers, de court terme en particulier.

Le choix des variables explicatives dépend du cadre d'analyse. Quatre cadres théoriques ont été évoqués explicitement: le modèle de choix de portefeuille, la théorie de la firme, le cadre d'analyse de l'économie industrielle, l'école manageriale (cf. encadrés). Certains de ces cadres sont d'ailleurs relativement larges et permettent des incursions dans d'autres domaines. On peut dire aussi que l'analyse financière constitue un cadre implicite bien structuré.

158 *B - Le choix des entreprises à étudier conditionne largement les résultats.*

En effet les questions suivantes se posent :

- faut-il travailler sur échantillons constants ou non ? La préoccupation d'exhaustivité ou non de l'examen sera un critère de choix. La méthode statistique sera conditionnée par ce choix.

- faut-il rechercher des typologies d'entreprises ou raisonner sur l'ensemble de la population ? A cet égard, on indiquera tout de suite un choix : pour le problème qui nous préoccupe, il est nécessaire de scinder la population.

L'INSEE a montré sur 280.000 entreprises que, malgré une croissance importante dans la seconde moitié de la décennie 80, les placements financiers restent actuellement concentrés⁶. Et les comportements d'entreprises sont, à cet égard, très diversifiés. De nombreux articles sur le sujet regrettent de ne pouvoir comprendre le phénomène faute d'études différenciant les entreprises (R. Gonenc⁷, Ph. Ricarte⁸...).

5 On ne dispose que des taux d'intérêt apparents, tels qu'ils ressortent des comptabilités d'entreprises

6 Selon l'INSEE «environ un quart des entreprises industrielles et commerciales placent leur liquidité sous forme de valeurs mobilières de placement et moins de 40 % des sociétés détiennent des titres de participation».

7 Revue d'économie financière n° 18, automne 1991

8 Lettre de conjoncture de la BNP, mars 1992, déjà citée.

Ceci étant admis : la définition des sous-populations constitue une 2e étape à franchir.

Les solutions adoptées par les différentes centrales ont été variées. Chacune pose des problèmes, mais c'est la confrontation des résultats, compte tenu des différences, qui est fructueuse. Quelques remarques paraissent importantes pour une lecture comparée :

- la Direction de la Prévision a fait des choix dichotomiques : on scinde en deux la population totale et on regarde les variables explicatives. Les critères de répartition de la population sont trois fois sur quatre une variable financière ; alors, dans ce cas, on ne sait comment l'investissement productif se comporte dans chacune des 2 classes de la répartition. Certains de ces critères sont définis de façon dynamique,

- l'INSEE et la Banque de France, au contraire, ont défini 4 populations en croisant croissance externe et croissance interne. Les différences portent d'une part sur le niveau des seuils retenus, d'autre part sur le calcul des ratios. Pour l'INSEE, ce sont des moyennes sur 4 ans. Pour la Banque de France, on classe les firmes chaque année, on regarde comment les comportements se sont prolongés deux années consécutives, puis par la suite. Ceci aboutit à la définition de trajectoires d'entreprises dont on peut étudier les comportements économiques et financiers.

- le Crédit National définit des critères de tri en examinant le niveau et l'évolution de la part placée des liquidités sur la période,

- le champ sectoriel retenu par chaque Centrale influe évidemment sur les résultats. Ainsi, suivant que l'industrie est étudiée seule ou conjointement avec d'autres secteurs, tels que bâtiment, commerce, services, l'ampleur des phénomènes s'en trouve modifiée.

159

C - La lecture des résultats

Enfin, les interprétations des résultats chiffrés sont parfois délicates et le message final qui doit être synthétique peut être compris de façon simplificatrice. Tous les auteurs sont confrontés à cette difficulté.

III - LES RESULTATS

A - Les études portant sur le début de la décennie

Les comportements de placements financiers sont complexes, leur modélisation est donc difficile. A. Epaulard et D. Szpiro, ont le mérite de l'avoir tenté en testant un modèle de choix de portefeuille, c'est-à-dire d'arbitrage entre investissement physique, placements financiers, désendettement et émission d'actions en fonction des anticipations de rendement de chacun de ces composants, des risques approchés par la

Le modèle théorique de choix de portefeuille présenté par
A. EPAULARD et D. SZPIRO

La transposition du modèle de choix de portefeuille moyenne-variance au comportement de gestion de bilan des entreprises industrielles appliqué ici modélise les arbitrages des entreprises entre investissements physiques, investissements financiers et désendettement. Il convient donc d'utiliser un modèle liant ces décisions, d'où l'intérêt du modèle de choix de portefeuille, ne postulant pas *a priori* l'indépendance des décisions réelles et financières des entreprises.

L'aversion pour le risque des entreprises résulte de plusieurs «imperfections». En général, les actionnaires d'une entreprise, parce qu'ils peuvent théoriquement diversifier leur portefeuille de titres, ne vont pas être intéressés par le choix effectué par l'entreprise lors qu'elle décide, par exemple, d'accroître l'espérance du profit aux dépens du risque encouru. Il n'en va pas nécessairement de même pour le dirigeant dont le capital humain est lié, en grande partie de façon irréversible, à l'entreprise. Du fait de l'asymétrie d'information entre actionnaires et dirigeant, la délégation de pouvoir ne se fera efficacement que si le dirigeant possède une grande part de sa richesse personnelle sous la forme d'actions de l'entreprise. L'aversion pour le risque du dirigeant s'immiscera alors dans la gestion de l'entreprise car, contrairement aux autres actionnaires, le dirigeant ne peut alors diversifier son risque sur le marché.

Une analyse en termes de choix de portefeuille est donc appropriée pour les entreprises répondant aux critères ci-dessus et devrait déterminer dans quelle mesure la rentabilité des actifs physiques, les rendements des placements financiers et le taux d'intérêt peuvent expliquer la répartition du bilan des entreprises.

En début de période, les entreprises détiennent une certaine richesse brute, sous forme de biens d'équipement et d'actifs financiers, et un certain nombre d'engagements qui constituent leur passif (capital social et endettement). Ces stocks, tant au passif qu'à l'actif, résultent des décisions prises les périodes précédentes. Au cours d'une période, le bilan de chaque entreprise va se modifier, d'une part, parce que des réaménagements du bilan peuvent être effectués, d'autre part, parce que, par le biais du revenu courant, la richesse de l'entreprise varie. Il est supposé, dans le modèle, que ces réaménagements du bilan de l'affectation de la variation (positive ou négative) de la richesse, sont effectués en fonction de décisions de portefeuille. Aucune contrainte sur le ratio endettement sur fonds propres n'a été ici imposée afin de respecter les termes habituels du modèle de portefeuille dont les seules variables explicatives sont les rendements, les risques et la richesse. Il est donc supposé que les contraintes d'endettement n'ont pas joué dans la période récente, caractérisée par l'absence de rationnement du crédit bancaire et par le développement des marchés financiers ouverts aux entreprises non financières.

variabilité des rendements, et de la richesse. Ceci sur 1.445 entreprises individuelles observées de 1979 à 1986.

Selon les auteurs, les estimations aboutissent à des résultats souvent difficiles à interpréter, ce qui les amène à sélectionner un sous-échantillon où les entreprises ont un comportement de choix de portefeuille (414 firmes). Parmi elles, 240 exhibent une complémentarité entre capital physique et titres financiers. Ces 240 firmes ont un poids économique important puisqu'elles détiennent 80% du stock de capital des firmes qui gèrent leur bilan selon un modèle de choix de portefeuille.

Et pour les autres firmes (1.445 - 414 = 1.001) le modèle de choix de portefeuille ne s'applique pas. Les auteurs testent alors un autre modèle où l'arbitrage se fait sur les quantités de capital et non sur les rendements. A partir du modèle suivant :

le taux d'accumulation = f (accélérateur, taux de déclassement, coût d'usage du capital)

et faisant l'hypothèse que :

«Si l'activité financière se substituait à l'activité industrielle, on devrait observer que les entreprises qui sous-investissent sont plutôt celles qui ont une forte activité financière. Cela se traduirait par une corrélation négative entre les résidus d'estimation de la fonction d'investissement et les placements financiers».

Les auteurs montrent que la corrélation est très faible et peu significative. «Le modèle ne fournit qu'une explication incomplète des phénomènes et ne conclut pas à un effet d'éviction des placements financiers sur le capital physique». «Il apparaît que la richesse est utilisée à court terme pour se désendetter, et, dans une moindre mesure, pour acheter des titres financiers».

L'idée qui a généralement été retenue de cette étude est qu'il n'y a pas effet d'éviction. Peut-on être aussi net ?

M. Fried et O. Gaudry se sont concentrés sur l'observation entre 1979 et 1985 de l'encaisse constituée des valeurs de placements, du disponible d'exploitation et autre réalisable financier⁹.

Il y est constaté que les titres de placements sont concentrés dans une minorité d'entreprises qui d'ailleurs sont généralement les plus rentables et les moins endettées, qui ont des fonds de roulement supérieurs et des besoins de roulement inférieurs.

Par contre, le taux d'accumulation ne dépend pas de l'importance des titres de placement.

Une typologie fondée sur l'évolution de l'encaisse et des titres de

⁹ Disponible d'exploitation = banque, caisse, effets à l'encaissement
Autre réalisable financier = compte à terme bloqué, à recevoir sur opérations financières.

placement permet l'examen de 6 classes d'entreprises. Parmi elles, les firmes qui ont fortement développé leurs placements financiers sont aussi celles qui «ont été relativement épargnées par les difficultés conjoncturelles. Elles ont préservé leurs rentabilité et leur croissance, leur taux d'investissement a peu fléchi. Leur grande aisance financière et la réduction de leurs besoins de roulement leur a permis de nourrir une encaisse dont le niveau s'est régulièrement accru surtout du fait du développement des titres de placement». Celui-ci s'explique surtout chez ces firmes, véritable fleuron de l'industrie française, parce que «leurs perspectives de croissance, pour soutenues qu'elles soient, restent inférieures à la croissance potentielle permise par la rentabilité».

Une autre catégorie de firmes, moins performantes (faible croissance et corrélativement peu de besoins), a gonflé ses titres de placement pour améliorer l'efficacité de la gestion de trésorerie.

«L'existence d'un arbitrage réel-financier ne concerne qu'une minorité d'entreprises et, parmi celles-ci, celles qui ont développé le plus significativement leurs placements financiers sont celles dont les niveaux d'endettement et les besoins latents d'investissements étaient les plus faibles. De plus, cette étude ne conduit pas à infirmer l'idée selon laquelle les moyens affectés par cette petite minorité d'entreprises au développement de leurs placements financiers auraient pu être utilisés pour accroître leurs parts de marché, mais de tels comportements ne sont toutefois pas dominants et ne peuvent fonder un diagnostic d'ensemble de l'industrie et plus particulièrement expliquer l'évolution de son investissement».

162

B - Les études réalisées à l'occasion de la 17^{ème} journée des Centrales de Bilans portent sur la 2^{ème} moitié de la décennie

Elles ne traitent pas systématiquement de l'effet d'éviction. Mais le thème commun à cette journée «investissement productif, investissement financier» a amené à aborder cette question. Certaines Centrales se sont concentrées sur la croissance externe (INSEE, Direction de la Prévision, Banque de France), le Crédit National a une nouvelle fois consacré ses efforts à l'étude des placements financiers. Enfin, certains ont abordé la question des restructurations.

Si l'hypothèse d'une éviction systématique de l'investissement productif par l'investissement financier semble rejetée par l'ensemble des études, différents éclairages ont cependant été apportés qui permettent d'avancer sur ce sujet.

La Direction de la Prévision se place dans le cadre de l'économie industrielle pour explorer les liens entre la détention de titres de participation et l'efficacité productive.

Différents modèles Probit¹⁰ montrent entre autres résultats que :

- la probabilité de détenir des titres est une fonction décroissante de la part d'immobilisations corporelles dans le bilan. Ce résultat peut être purement arithmétique car une part plus importante de titres correspond, toutes choses égales par ailleurs, à une part plus faible des immobilisations corporelles. Peut-on dégager ce qui n'est pas purement arithmétique ?

- ceci est éclairé par l'analyse des flux ; en effet, la probabilité d'acquérir des titres de participation croît avec l'investissement productif, tandis que la probabilité d'acquérir des VMP¹¹ ne dépend ni de l'investissement productif, ni de l'acquisition de titres de participation. De façon plus générale «les politiques d'investissements financiers et d'acquisitions de VMP» correspondent clairement à des stratégies différentes. Elles ne sont ni complémentaires, ni substituables. La 1^{ère} répond à une stratégie de long terme en optimisant l'affectation des ressources de la société, la 2^{ème} vise à renforcer la rentabilité à court terme.

- la comparaison des modèles Probit concernant la croissance interne et la croissance externe, à court terme et à moyen terme, montre que l'investissement financier dépend toujours positivement de l'investissement physique, tandis qu'à l'inverse c'est seulement à moyen terme que l'investissement physique s'accroît avec l'investissement financier.

L'étude de l'efficacité productive conduit aux constats suivants :

- sur un premier modèle où le stock total de titres (participation + VMP) est introduit dans la fonction de production comme facteur de production au même titre que le capital et le travail, il y a une élasticité apparente de la productivité du travail aux stocks de titres de participation de l'ordre de 6 %. Ce résultat est renforcé si les participations sont majoritaires, aussi si elles sont principalement horizontales donc s'il s'agit d'une vraie croissance externe.

- un deuxième modèle qui vise à expliquer les acquisitions de titres par les acquisitions de titres antérieures, l'investissement productif présent et passé, le taux de croissance de la valeur ajoutée en volume, le taux de profit et, enfin, le taux de rendement des titres, s'avère peu pertinent. On note toutefois que les acquisitions de titres l'année t sont liées positivement avec les acquisitions de titres l'année t-1 et négativement avec le taux

10 Les modèles Probit modélisent des choix binaires (par exemple ici détenir ou non des titres de participations), les variables explicatives étant qualitatives ou quantitatives. L'estimation de la fonction linéaire de ces variables se fait par le maximum de vraisemblance sur les résidus supposés suivre une loi normale. Ils permettent d'estimer pour chaque entreprise la probabilité de détenir des titres. On observe ainsi les variables explicatives qui influencent positivement ou négativement cette probabilité. On teste la qualité du modèle en confrontant l'affectation des entreprises et la réalité de leur choix.

11 VMP : valeurs mobilières de placements.

Trois approches théoriques présentées dans l'étude de la
Direction de la Prévision pour la 17^e Journée
des Centrales de Bilans

1.- Les théoriciens de la firme privilégient la logique financière et leur raisonnement s'applique surtout au cas où une entreprise est absorbée ou fusionne avec une autre. Les motivations qui président à ce type de regroupement sont multiples. Certaines d'entre elles peuvent aussi s'appliquer aux détentions de participations : réduction du risque par diversification des actifs, minimisation du risque de faillite ou plutôt d'illiquidité.

2.- L'économie industrielle dresse, pour sa part, l'inventaire des avantages de la croissance externe pour justifier les prises de participations : des économies d'échelle dans la production et la commercialisation des produits, éventuellement des économies organisationnelles et des complémentarités. Plus récemment, ont été invoqués les gains en terme d'innovation liés à des efforts communs de recherche et développement. Mais l'entreprise peut aussi accroître ainsi son pouvoir de négociation sur les marchés sur lesquels elle intervient (en tant que vendeur ou en tant qu'acheteur, voire en tant qu'emprunteur). Enfin, la croissance externe est un moyen de croissance beaucoup plus rapide que celui qui procède par voie interne, même si des coûts propres lui sont associés.

3.- Les arguments avancés par l'école managériale se transposent plus difficilement à l'étude des acquisitions de titres de participation. Les prises de participations majoritaires peuvent s'expliquer par la croyance selon laquelle l'entreprise cible est mal gérée par ses dirigeants actuels et contient donc les germes d'une plus grande rentabilité, pourvu que l'acquéreur en améliore la gestion. On retiendra aussi l'argument du «cash flow libre» invoqué par Jensen : le cash flow libre est constitué de la part des profits excédant les besoins de financement de la croissance interne. Les dirigeants de l'entreprise peuvent souhaiter garder ces fonds plutôt que de les reverser aux actionnaires sous forme de dividendes : ces fonds leur permettront de saisir d'éventuelles opportunités d'investissement physique ultérieures sans avoir recours à l'endettement, gardant ainsi une indépendance vis-à-vis du marché du crédit. Dans ce cas invoqué par Jensen, les objectifs des actionnaires et des dirigeants entrent en conflit, mais on peut aussi imaginer que l'achat de titres de participation se substitue aux versements de dividendes dans l'intérêt même des actionnaires : c'est notamment le cas si la fiscalité sur les gains en capital est plus légère que celle sur les dividendes (ce qui est le cas en France). Mais cet argument s'applique sans doute davantage aux acquisitions de valeurs mobilières de placements qu'aux immobilisations financières.

d'investissement de l'année t . Mais ce modèle n'explique que 4 % de la variance de la variable expliquée ;

- un troisième modèle de comportement où l'entreprise décide simultanément de ses 2 types d'investissement met en évidence «une élasticité de substitution de 3 : si le prix des titres, comparé au prix des facteurs de production, baisse de 1 %, le rapport entre l'activité financière et l'activité réelle augmente seulement de 0,33 %. L'élasticité moyenne de la valeur ajoutée au stock de participation est de 0,04» ;

- enfin, un quatrième modèle estime l'investissement physique et l'investissement financier, il montre qu'il est possible de dégager une logique industrielle au comportement d'acquisition de titres des entreprises françaises. Les acquisitions de titres de participation dépendent non seulement du rendement financier mais aussi de la productivité marginale du stock de participation.

En montrant que l'investissement en titres de participation augmente la productivité du travail à moyen terme, l'étude de la Direction de la Prévision conclut à l'existence d'un lien positif entre croissance interne et croissance externe «qui semble répondre à une même logique d'entreprise» «sans oublier toutefois les spécificités des deux modes de croissance».

Les études de la Banque de France et de l'INSEE ont, d'emblée, abordé le problème de façon différente puisqu'elles ont, l'une comme l'autre, croisé les critères d'investissement productif et d'investissement financier.

Dès lors, quelques conclusions communes à ces deux Centrales, différent de celles de la Direction de la Prévision : ainsi, un résultat de l'étude précédente selon lequel les investissements physiques sont financés par financement propre et les investissements financiers par endettement, ne se retrouve pas dans les études de l'INSEE et de la Banque de France où on constate l'inverse. Ces divergences peuvent s'expliquer par la distinction opérée ici chez les firmes à forte croissance externe entre celles qui investissent beaucoup et celles qui investissent peu. En effet ces 2 types d'entreprises ont des profils économiques et financiers très différents, notamment en matière de financement, d'embauche, de taux de marge et de rentabilité. Cette concordance de résultats entre l'INSEE et la Banque de France est d'autant plus remarquable que les seuils retenus pour les critères de croissance sont assez différents.

Le modèle logit polytomique ¹² mis en oeuvre par l'INSEE et dont l'intérêt est d'isoler les effets spécifiques de chacune des variables fait ressortir les caractéristiques de chacun des trois comportements de croissance : interne, externe ou simultanément interne et externe. La politique de croissance externe correspond à une logique industrielle de développement à long terme surtout si elle est associée à la croissance interne. L'acquisition de valeurs mobilières de placement répond à une autre

motivation : les faibles opportunités d'investissement incitent les entreprises à faire fructifier d'abondantes liquidités.

C'est par l'examen de la persistance du comportement d'investissement des entreprises industrielles que l'étude de la Banque de France a un apport spécifique. Les firmes engagées dans la seule croissance externe 2 ans de suite ont 40 % de chance de réinvestir de la même façon dans les 3 ans qui suivent, tandis que celles qui sont engagées dans la croissance interne ont 70 % de chance de continuer cette stratégie.

Six trajectoires principales sont suivies par les entreprises de l'industrie en 1986 et 1987. Leurs dénombrements et leurs parts de valeur ajoutée respectifs dans l'échantillon sont les suivants :

- 55,3 % de firmes investissent très peu tant productivement que financièrement, mais ne produisent que 33,5 % de la valeur ajoutée de l'échantillon,
- 21,9 % alternent investissement productif et pas d'investissement, elles produisent 16 % de la valeur ajoutée,
- 10,9 % des firmes de l'échantillon ont un investissement productif important 2 années de suite, sans croissance externe, et produisent 10,2 % de la valeur ajoutée,
- 9,9 % alternent croissance externe et pas de croissance, tandis qu'elles produisent 27,2 % de la valeur ajoutée,
- 1,4 % des firmes ne font que de la croissance externe pendant ces deux années, et produisent 9,2 % de la valeur ajoutée,
- 0,6 % des firmes réalisent croissance interne et externe intensivement en 1986 et 1987, et produisent 3,4 % de la valeur ajoutée.

Mais l'examen de l'évolution de leurs profils économiques et financiers respectifs fait ressortir la diversité de leurs comportements. C'est chez deux de ces trajectoires d'entreprises que l'effet d'éviction est le plus plausible :

- d'une part les sociétés orientées vers la croissance externe (sans croissance interne) qui emploient 8 % des effectifs de l'échantillon mais détiennent 7 % du capital productif, 25 % des titres et 39 % des VMP,
- d'autre part les firmes qui ont généralement peu investi, elles emploient 38 % des effectifs de l'échantillon, détiennent 25 % du capital productif, 8 % des titres de participation mais 27 % des VMP.

L'importance des placements dans ces 2 catégories d'entreprises est remarquable comparée à un montant modéré au niveau global.

L'évolution de ces grandeurs entre 1985 et 1990 confirmerait l'orientation financière des firmes ayant pratiqué une croissance externe forte pour lesquelles on note d'ailleurs une rentabilité financière nette très supérieure. Ces sociétés se restructurent beaucoup.

Pour les entreprises qui investissent peu, il est probable que «certaines

d'entre elles ont une gestion de trésorerie active comme le suggèrent les rendements financiers élevés d'un quart d'entre elles. Le sens de la causalité est néanmoins difficile à cerner, la faiblesse de l'investissement pouvant venir de contraintes sur les débouchés indépendantes de tout lien avec la gestion de trésorerie.

Les différences entre les résultats de l'INSEE et ceux de la Banque de France concernent la rentabilité. Elles peuvent, en partie, s'expliquer par la composition sectorielle des échantillons. Ceux de l'INSEE comprennent en plus de l'industrie, le BGCA, le commerce, les transports et les services marchands. Notamment, le tertiaire comporte beaucoup de PME où les «valeurs mobilières permettent de mieux gérer une trésorerie peu sollicitée par les besoins de financement de l'investissement productif». Mais, les mesures diversifiées de performance des entreprises proposées par la Banque de France constituent une autre explication (taux de marge, rentabilité brute globale de préférence à la rentabilité d'exploitation influencée par le secteur d'activité, rentabilité financière). Elles permettent une interprétation nuancée des choix de mode de croissance : la rentabilité brute globale est plus élevée chez les firmes réalisant essentiellement des investissements productifs, tandis que la rentabilité financière est supérieure chez celles engagées dans un processus de croissance externe.

Autre divergence à noter : si la Direction de la Prévision observe que la croissance externe s'accompagne d'embauche à moyen terme, par contre la Banque de France montre que c'est uniquement quand la croissance externe est réalisée simultanément à la croissance interne qu'il y a embauche, et le développement des effectifs est encore plus significatif pour les firmes ayant privilégié l'investissement productif seul.

167

Le Crédit National constate que les entreprises placent de plus en plus leurs liquidités, ces placements préparant souvent des investissements financiers importants tandis que la liaison est inexistante entre l'accroissement des placements et investissements physiques.

Une typologie en 5 classes est construite sur l'observation des niveaux et des évolutions des placements.

L'étude se conclut par ceci : «La thèse parfois avancée d'un effet d'éviction des investissements «réels» par les placements ne paraît pas confirmée par cette étude qui montre au contraire leur rôle d'auxiliaire pour les opérations de croissance externe et d'emploi résiduel de ces derniers. De plus, les entreprises les plus en pointe en la matière sont loin d'être celles qui investissent le moins. Ces placements ne sont d'ailleurs en général pas la contrepartie d'un accroissement des crédits bancaires : les entreprises françaises n'empruntent pas pour placer ensuite.» «Les entreprises industrielles françaises ont acclimaté les techniques financières mais n'ont pas financiarisé leur activité».

Un examen approfondi de la croissance externe ne peut se passer de l'étude des restructurations. En raison des données disponibles, l'INSEE et la Banque de France ont pu aborder cet aspect.

La première donne une analyse de type stratégique des prises de contrôle en examinant les perspectives de croissance et de profit dans les secteurs des entreprises cibles, puis en examinant les caractéristiques propres à ces entreprises dans une optique managériale. La seconde vise à évaluer l'importance des transferts de propriété auxquels elles donnent lieu ainsi qu'à les situer dans les différentes trajectoires envisagées.

Ces travaux complètent donc l'examen de l'évolution du système productif où l'investissement productif est une création de richesses tandis que la croissance externe, comme les restructurations, constitue un transfert de propriété. Toutefois, un approfondissement de l'étude des restructurations reste nécessaire pour véritablement cerner la nature (financière ou productive) de l'orientation des firmes qui réalisent de la croissance externe.

CONCLUSION

L'effet d'éviction du financier sur le réel a été abordé dans les études citées de façons diverses et plus ou moins directes. De ces différentes approches, il résulte un certain nombre de points convergents.

L'hypothèse d'un effet d'éviction systématique doit être rejetée. Par contre, celui-ci est semble-t-il plausible dans un petit nombre de firmes, tant dans la première moitié de la décennie que dans la seconde moitié. Leur importance économique est certaine.

Une partie de la préférence pour l'investissement financier réside dans la croissance externe qui répond à une logique de développement industriel et concourt au développement de l'efficacité productive dans de grandes sociétés qui réalisent conjointement une croissance interne forte. L'étude de la Caisse des Dépôts et Consignations a montré que cette motivation n'est pas la seule et que la destination d'une partie des actifs financiers peut être multiple.

Quand la croissance externe n'est pas complémentaire à la croissance interne, il s'agit de firmes moins capitalistiques que les précédentes, mais détenant proportionnellement plus de valeurs mobilières de placement.

Les entreprises en faible croissance, tant interne qu'externe, sont les plus nombreuses et souvent de petite taille. Certaines possèdent d'importantes valeurs mobilières de placement. Cette caractéristique correspond probablement plus à une gestion active de leur trésorerie rendue nécessaire par le contexte économique qu'à un comportement spéculatif.

Ce dernier constat peut accréditer l'hypothèse d'une diffusion à l'en-

semble des sociétés de la logique que révèle l'importance croissante des investissements financiers. Ceux-ci ont correspondu à un renforcement de la rentabilité financière confortant la bonne rémunération des actionnaires. Ce phénomène n'est certainement pas sans influence sur l'investissement productif lui-même et l'exigence de rentabilité auquel il doit répondre.

Ainsi dans la plupart des cas, il n'y a pas effet d'éviction des investissements financiers sur les investissements productifs : beaucoup d'entreprises développent leurs équipements productifs sans faire de croissance externe, ni chercher à détenir des valeurs mobilières de placements ; d'autres firmes, peu nombreuses, souvent de très grande taille, acquièrent simultanément des équipements productifs et des titres de participations, mais peu de valeurs mobilières de placements, elles embauchent et accroissent leur activité.

Si un effet d'éviction peut être envisagé, ce serait dans deux types de sociétés.

D'une part chez les firmes à faible croissance tant externe qu'interne où les placements en valeurs mobilières sont importants, ceux-ci peuvent correspondre à un effet d'éviction mais aussi relever d'un manque d'opportunité d'investir faute de débouchés.

D'autre part, parmi les firmes en croissance externe mais faible croissance interne, si les acquisitions de titres de participations préparent souvent des restructurations, elles constituent pour certaines sociétés de véritables placements.

169

RÉFÉRENCES BIBLIOGRAPHIQUES

Etudes sur Centrales de Bilans

- M. Fried et O. Gaudry (1987) «La politique des placements financiers des entreprises industrielles», Crédit National,
- A. Epaulard et D. Szpiro (1990) «Investissement financier, investissement physique et désendettement des firmes : y a-t-il arbitrage ?», Banque de France, aussi dans Revue Economique, vol. 42 n° 4, pp. 701-732
- J.L. Bricout, B. Colin (1992) «Croissance externe et logique industrielle» INSEE,
- B. Bretel, J.N. Caubet Hilloutou L. Di Carlo, A. EpaulardD (1992) «Les liens entre croissance interne et croissance externe», Direction de la Prévision,
- M. Bardos, B. Paraque (1992) : «Investissement productif et croissance externe : leur influence sur les profils économiques et financiers des entreprises depuis 1985», Banque de France.
- E. Cohen, J.L. Morel (1992) «Les politiques d'accumulation des groupes français : investissements, croissance externe et écarts d'acquisition», Caisse des Dépôts et Consignations,

- J. Prohin, M. Vignolles (1992) «Gestion des placements et politiques d'investissement des entreprises industrielles», Crédit National.

Autres références

- Ph. d'Arvisenet «La situation financière des entreprises, bilan et perspectives», la revue Banque n° 520, octobre 1991
- R. Gönenc «Trois formes de gestion financière des risques industriels», Revue d'Economie Financière n° 18, 1991
- CNIS (1992) «Dichotomie entre sphère réelle et sphère financière»
- Ph. Ricarte (1992) «Placements financiers des sociétés», Lettre de conjoncture de la BNP, mars 1992,
- «La durée de détention des portefeuilles de valeurs mobilières en 1991», Commission des Opérations de Bourse, novembre 1992,
- J. Fayolle, H. Peleraux, «Entreprises : une situation à double face», Lettre de l'OFCE n° 114, avril 1993,
- J. Cordier, P. Jaillet «Cycle économique et mutations financières en France : quelques implications et pour la politique monétaire», Banque de France, Bulletin trimestriel n° 86, juin 1993,
- Th. Cusson «Tableau des financements et des placements de l'économie pour l'année 1992», Banque de France, Bulletin Trimestriel n° 86, juin 1993,
- «La situation financière des entreprises françaises», Lettre semestrielle de la BNP, juillet 1993,
- X. Denis «Les principaux aspects de l'équilibre financier au travers des Comptes Nationaux en 1982», Banque de France, Bulletin Trimestriel n° 87, septembre 1993,
- Ph. Sigogne, «Rentrée : la bourse d'abord», Lettre de l'OFCE, septembre 1993,
- Conseil National du Crédit, rapport annuel 1992, Chapitre 4 Comportement financier des agents non financiers et fiches thématiques : «Les comportements de placement en valeurs mobilières des agents non financiers entre 1985 et 1992», «Le poids des frais financiers dans les résultats des sociétés» septembre 1993.