

La politique de placements financiers des entreprises industrielles

Michel FRIED
Olivier GAUDRY

Crédit national-Département Études et conseil
aux entreprises-Division Financière

96

Trois évolutions caractérisent la période étudiée (1979-1985) : l'apparition de taux d'intérêt réels positifs souvent supérieurs à la rentabilité économique des entreprises ; la multiplication des instruments de placement ; l'amélioration en fin de période des résultats des entreprises. À côté des instruments traditionnels comme les dépôts à terme et les bons de caisse sont apparus de nouveaux titres qui ont connu une croissance rapide : Sicav obligataires, certificats de dépôt, bons du Trésor en compte courant... Ces titres, dans la conjoncture actuelle, offrent à la fois un bon rendement, un risque faible et une bonne liquidité, qualités déterminantes pour les gestionnaires de trésorerie. Le développement de ces nouveaux titres est susceptible, dans ce contexte, de modifier l'arbitrage des entreprises entre investissement, désendettement et placements financiers.

Cette étude ne se situe pas dans le cadre de cette problématique, qui ne peut être pertinente que pour choisir entre des projets alternatifs individualisés. Elle se propose de prendre la mesure du phénomène du gonflement des placements financiers et d'apporter des éléments de réponse sur d'éventuelles modifications des comportements traduisant une inflexion des stratégies globales d'entreprises.

En effet, la montée de titres de placement au bilan des entreprises peut recouvrir deux significations très différentes : soit les entreprises se bornent à utiliser les nouvelles opportunités de placement pour mieux gérer leur encaisse (*voir encadrés*), soit elles effectuent des placements financiers exclusivement pour le revenu qu'ils offrent.

À partir des données de la Centrale de bilans du Crédit national, on examinera tout d'abord l'ampleur du phénomène de développement des placements financiers. Ensuite, après avoir segmenté l'échantillon industriel selon les comportements de détention d'encaisse et de titres de placement, on s'efforcera de mettre en évidence les facteurs essentiels qui agissent sur la détention de titres de placement¹.

* Étude réalisée pour la 12^e journée des centrales de bilans.

1— Cette étude privilégie l'analyse des comportements, ce qui conduit à retenir comme variable statistique la « moyenne normée ». L'étude publiée ne reprend pas les annexes techniques qui sont disponibles sur demande auprès des auteurs.

LE DÉVELOPPEMENT DES PLACEMENTS FINANCIERS DES ENTREPRISES INDUSTRIELLES

La période étudiée se caractérise par un niveau d'encaisses élevé (en pourcentage du chiffre d'affaires) : 3,3 % en 1979 et 3,6 % en 1985. Celui-ci passe par un minimum en 1980-1981, respectivement 2,7 % et 2,8 %. Durant cette même période, la composante « titres de placement » s'accroît chaque année, à un rythme d'abord lent puis rapide : alors qu'en 1979 les titres de placement ne représentaient que moins de 3 % de l'encaisse, en 1985 ils en dépassent le quart (voir tableaux et graphique pages 98 et 99).

Cette première approche globale confirme bien le sentiment que les entreprises industrielles ont pleinement utilisé les nouvelles possibilités de placement qui leur sont proposées, sans toutefois que l'on puisse affirmer, au moins durant la

La détention d'encaisses par les entreprises

Les encaisses regroupent les liquidités et quasi-liquidités¹ détenues par les entreprises ; elles sont constituées pour les motifs classiques ; de transaction d'une part : assurer le bon enchaînement du cycle normal achats-ventes ; et de précaution d'autre part : pouvoir faire face rapidement à un événement imprévu (dépense imprévisible, absence d'une recette attendue normalement).

Les encaisses sont donc constituées à titre principal pour faire face au risque d'illiquidité, qui empêcherait l'entreprise de satisfaire à ses engagements financiers dans des conditions satisfaisantes, de coût notamment. Ce risque dépend à la fois des caractéristiques de l'activité (probabilité d'à-coups dans l'enchaînement des recettes et des dépenses) et de la nature des relations de l'entreprise avec ses banquiers (possibilité d'accéder à des crédits de trésorerie).

Toutefois au-delà d'un certain volume de l'encaisse ou « encaisse-outil » (la partie de l'encaisse qui est l'analogue d'un stock-outil) il n'existe pas de détermination stricte du niveau optimal d'encaisse, qui dépend du degré d'aversion au risque du chef d'entreprise et du coût d'opportunité de sa détention. La gestion de cette encaisse est déterminée par un arbitrage titres-monnaie qui résulte d'un compromis entre la recherche du rendement et celle de la meilleure liquidité.

La détention de titres de placement s'explique donc soit par la bonne gestion de l'encaisse, soit par le troisième motif classique de détention d'une encaisse :

— le motif de spéculation : dans ce cas l'entreprise détient des actifs financiers exclusivement pour le revenu qu'ils procurent et non pour satisfaire à des motifs de précaution ou de transaction. C'est seulement pour cette partie de l'encaisse que les placements financiers apparaissent comme des emplois concurrents d'un investissement (ou d'un désendettement),

— le motif de constitution d'un « trésor de guerre » ne saurait être omis : l'entreprise a constitué des réserves financières en prévision de la réalisation éventuelle d'importantes opérations futures, de croissance externe par exemple. Il est tout à fait normal que ces ressources soient valorisées au mieux.

1 — Comptablement il s'agit donc du disponible d'exploitation, des titres de placement et des autres réalisables financiers.

La « moyenne normée », un indicateur statistique adapté à une analyse des comportements

La moyenne normée a été retenue comme indicateur statistique afin d'éviter que les ratios qui décrivent le comportement d'une population d'entreprise ne soient déformés par un éventuel comportement atypique de quelques grandes entreprises. Les grandeurs comptables de chaque entreprise sont donc pondérées par l'inverse de leurs chiffres d'affaires de la dernière année étudiée et chaque ratio est le rapport de la moyenne de la valeur pondérée du numérateur à la moyenne de la valeur pondérée du dénominateur.

L'utilisation de la médiane permettrait également de neutraliser, dans une description statistique, d'éventuels comportements atypiques de grandes unités. Mais la moyenne pondérée présente deux avantages sur la médiane :

- elle prend en compte toute l'information disponible sans rejeter les têtes et queues de distribution;
- elle est additive et multiplicative.

Il convient toutefois de souligner qu'un ratio calculé sur moyenne normée ne saurait (sauf hypothèse très stricte sur la distribution du ratio) être utilisé pour mesurer une grandeur absolue, connaissant l'autre terme de ce ratio : ainsi, connaissant le chiffre d'affaires de l'industrie, il serait hasardeux d'en extrapoler le montant de l'encaisse.

98

ÉVOLUTION DE L'ENCAISSE ET DES TITRES DE PLACEMENT DE L'ENSEMBLE DE L'INDUSTRIE

<i>(en % du CA HT)</i>	1979	1980	1981	1982	1983	1984	1985
• Encaisse	3,3	2,7	2,8	2,9	3,1	3,5	3,6
• Dont titres de placement	0,1	0,1	0,1	0,2	0,4	0,7	0,9
• Titres placement <i>(en % encaisse)</i>	2,9	3,3	3,9	5,9	11,9	19,5	25,7

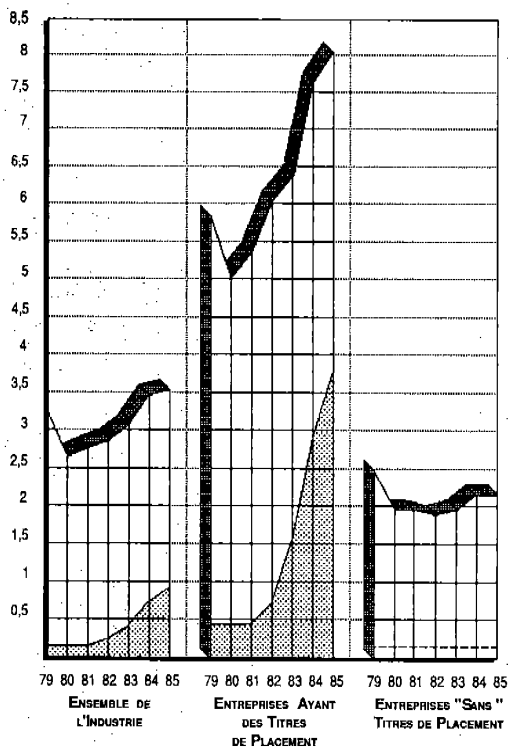
période sous revue, qu'elles aient été motivées par d'autres ressorts que le souci de gérer rationnellement leur trésorerie.

Toutefois, cette appréciation d'ensemble doit être corrigée par l'observation que la détention significative² de titres de placement est concentrée sur une minorité d'entreprises : moins d'une entreprise sur trois. Ces entreprises détentrices de titres de placement sont celles qui, structurellement, disposent d'encaisses élevées. Toutefois, alors que les entreprises qui n'ont pas ou peu de titres de placement n'ont pas accru leur niveau relatif d'encaisse, celles qui en détiennent ont accru ce niveau dans des proportions importantes : leur encaisse qui était de 5,9 % du chiffre d'affaires

2— Sont considérées comme détenant significativement des titres de placement les entreprises dont cet emploi a représenté en moyenne entre 1983 et 1985 plus de 0,05 % du chiffre d'affaires.

en 1979 a atteint 8,2% en 1985, et les titres de placement qui ne représentaient que 0,4% du chiffre d'affaires en 1979 ont atteint 3,9% du chiffre d'affaires en 1985 soit presque la moitié de l'encaisse (contre moins de 6% en 1979).

EVOLUTION DE L'ENCAISSE ET DES TITRES DE PLACEMENT
(en % du chiffre d'affaire H T)



99

ÉVOLUTION DE L'ENCAISSE SELON QUE LES ENTREPRISES DÉTIENNENT OU NON DES TITRES DE PLACEMENT

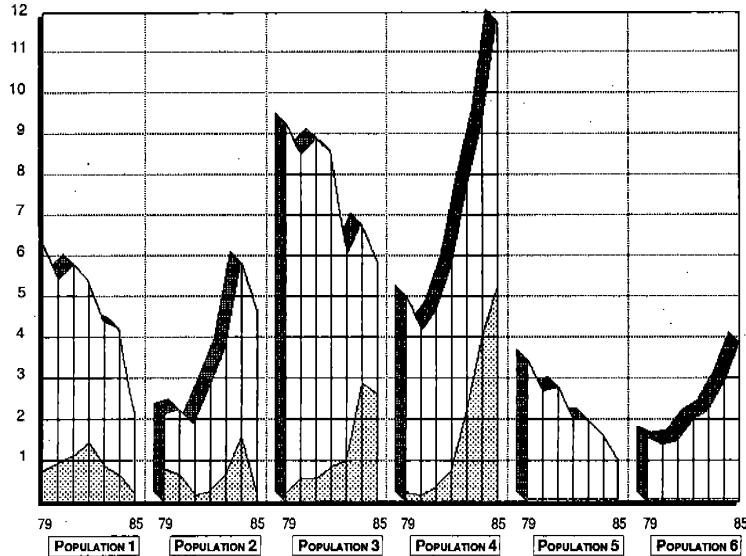
	1979	1980	1981	1982	1983	1984	1985
ENTREPRISE SANS TITRES DE PLACEMENT							
• Encaisse	5,9	5,1	5,4	6,1	6,4	7,8	8,2
• Dont titres de placement	0,4	0,4	0,4	0,7	1,5	2,9	3,9
• Titres placement (en % encaisse)	5,9	6,8	7,4	11,4	23,8	37,7	47,6
ENTREPRISE AVEC TITRES DE PLACEMENT							
• Encaisse	2,5	2,0	2,0	1,9	2,0	2,2	2,2
• Titres placement (en % encaisse)	0,7	0,6	1,0	0,8	0,2	0,1	0,2

Une analyse de la répartition par tailles et par secteurs des entreprises classées selon le critère de détention de titres de placement, montre que le comportement de détention d'encaisse semble indépendant de ces deux caractéristiques.

1/LE DÉVELOPPEMENT DES ACTIVITÉS FINANCIÈRES

NIVEAU D'ENCAISSES ET DETENTION DE TITRES DE PLACEMENT

Encaisse et
titres de placement
(en % du CA)



Il convient toutefois de souligner que l'absence d'effet sectoriel ne se vérifie que pour un niveau donné de nomenclature d'activité. Une décomposition plus fine que celle résultant d'un découpage de l'industrie en quatre branches pourrait conduire à modifier cette observation, mais seulement dans la mesure où interviendraient des facteurs structurels spécifiques à une activité, et non pas des caractéristiques observées avec une intensité plus ou moins forte dans tous les secteurs.

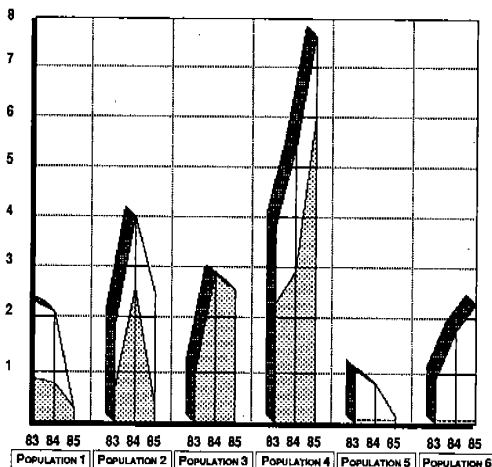
L'hypothèse d'une modification du comportement de détention des titres de placement semble se confirmer puisque les entreprises qui ont accru ce type d'emploi ont accru simultanément leur niveau d'encaisse globale sans que la taille ou le secteur ne puissent expliquer cette évolution, alors que les entreprises ne détenant pas de titres de placement n'ont pas modifié de façon significative leur niveau d'encaisse (voir tableau ci-contre).

ÉVOLUTION DU NIVEAU RELATIF D'ENCAISSE ET DE TITRES DE PLACEMENT POUR SIX CATÉGORIES D'ENTREPRISES (1979-1985)

Pour préciser l'analyse des comportements d'entreprises, on se propose de les classer *a priori* selon la façon dont ont évolué les niveaux relatifs de leur encaisse ainsi que celui de leur composante titres de placement. En effet, l'évolution de l'encaisse, à comportement inchangé, est largement déterminée par les conditions dans lesquelles s'exerce la gestion courante de l'entreprise. Les fonds affectés à cet emploi ont un coût. Aussi, leur volume devrait-il être constamment maintenu à son niveau minimum, celui de l'« encaisse-outil », qui peut évoluer dans le temps avec les conditions d'exploitation. Mais le niveau effectif de l'encaisse dépend aussi transitoirement, comme on l'a vu, de la capacité de l'entreprise à générer des ressources de trésorerie et dans une certaine mesure du rendement obtenu des placements lorsque ceux-ci permettent un arbitrage défavorable à l'investissement industriel ou au désendettement.

ENCAISSE HORS "ENCAISSE-OUTIL" ET TITRES DE PLACEMENT

(en % du CA)



RATIOS CARACTÉRISTIQUES SELON QUE LES ENTREPRISES DÉTIENNENT OU NON DES TITRES DE PLACEMENT

	1979	1980	1981	1982	1983	1984	1985
RENTABILITÉ ÉCONOMIQUE GLOBALE							
• entreprises avec titres	16,7	16,2	16,1	15,6	15,2	15,1	16,0
• entreprises sans titres	13,2	12,8	12,1	11,0	9,4	8,7	9,2
DETTE FINANCIÈRE TOTALE (en % de la valeur ajoutée)							
• entreprises avec titres	65,2	64,3	64,7	66,6	64,7	68,8	67,6
• entreprises sans titres	71,8	73,8	75,2	78,3	82,2	87,1	86,9
FONDS DE ROULEMENT (en % des besoins de roulement)							
• entreprises avec titres	78,8	75,8	78,3	82,6	90,9	95,5	103,3
• entreprises sans titres	51,9	48,3	49,4	74,4	49,7	52,3	55,2
BESOINS DE ROULEMENT (en jours de CA)							
• entreprises avec titres	80,4	83,0	84,3	86,5	85,2	85,3	82,7
• entreprises sans titres	88,9	90,6	91,3	91,5	93,5	93,1	91,9
INVESTISSEMENTS (en % des immobilisations brutes)							
• entreprises avec titres	9,3	10,2	9,9	9,6	9,4	9,7	11,7
• entreprises sans titres	8,9	10,9	10,3	10,3	9,2	10,2	10,8

SIX POPULATIONS

Cette approche conduit donc à considérer que l'encaisse des entreprises peut être découpée en trois composantes : l'une est « l'encaisse-outil » proprement dite, constituée pour assurer dans de bonnes conditions de sécurité l'enchaînement des

1/LE DÉVELOPPEMENT DES ACTIVITÉS FINANCIÈRES

transactions de l'entreprise, la seconde transitoire, est alimentée par des ressources de trésorerie en attente d'emploi et la dernière est constituée spécifiquement dans un but de rendement ou pour constituer un « trésor de guerre ». Une partie variable de chacune de ces composantes peut être employée en titres de placement, probablement un faible pourcentage pour la première composante, un pourcentage élevé pour la seconde et la totalité (par définition) pour la troisième.

Les mécanismes de formation de l'encaisse

Ce premier niveau d'analyse peut être approfondi tout d'abord en précisant les mécanismes contribuant à la formation de l'encaisse.

■ Le niveau d'encaisse est lié directement à la bonne santé financière des entreprises. Celle-ci est déterminée par un ensemble de facteurs d'ailleurs fortement interdépendants : forte rentabilité, niveau d'investissement convenable, solidité de la structure financière et faible endettement financier. On conçoit bien, en effet, que des entreprises performantes, qui ne souffrent donc ni d'un retard d'investissement, ni d'un besoin de désendettement, génèrent des liquidités qui ont toutes les chances de venir grossir les encaisses au-delà de leur niveau minimum.

■ Le niveau d'encaisse varie en sens inverse du niveau de capital circulant : l'encaisse a donc un rôle de sas, elle est en particulier alimentée transitoirement (mais les tests statistiques montrent que le processus d'ajustement est lent) par les liquidités dégagées par une gestion plus économe des capitaux mis en œuvre. Cette « respiration » de l'encaisse est un des facteurs qui contribuent à l'éloigner de son niveau minimum d'« encaisse-outil ».

Une réserve de puissance financière

Dès lors, même si l'on peut penser qu'une part, probablement restreinte, de l'« encaisse-outil » trouve à s'employer en titres de placement, les facteurs qui ont poussé les encaisses à la hausse sont ceux-là mêmes qui vont inciter les entreprises à accroître leurs titres de placement, pourvu qu'elles trouvent dans leur environnement les titres ayant à la fois une bonne liquidité et un rendement attrayant. Ce gonflement simultané des encaisses et des titres de placement constitue une réserve de puissance financière qui pourra être affectée ultérieurement à d'autres emplois : investissements, désendettement en particulier.

À ce premier niveau d'analyse, l'augmentation de titres de placement s'explique, de façon globale, sans qu'il soit nécessaire de faire intervenir une modification des paramètres influant la décision d'investir ou de s'endetter. Cette évolution révèle plutôt l'émergence d'une catégorie d'entreprises dont la croissance satisfaisante économiquement, est toutefois inférieure à ce que permettrait sa rentabilité ; l'aisance des trésoreries des firmes est donc un facteur déterminant pour rendre compte du phénomène étudié.

Les entreprises, en fonction de leurs conditions d'exploitation, de leur rentabilité, de leur situation financière, des modalités futures de leur croissance, se trouvent donc dans des situations très différentes vis-à-vis de la détention de titres de placement.

On se propose de vérifier la pertinence de cette proposition. En conséquence les entreprises industrielles de l'échantillon ont été regroupées *a priori* non pas sur des critères économiques ou financiers, mais exclusivement selon l'évolution de leurs encaisses et de leurs titres de placement ; ces évolutions, selon leur simultanéité et leurs sens, traduisent des comportements spécifiques, selon les cas, plutôt orientés vers la rationalisation de la gestion des trésoreries, ou plutôt orientés vers des investissements financiers.

Six populations ont donc été constituées (voir tableau suivant). L'analyse

LES SIX POPULATIONS ÉTUDIÉES

	Évolution du niveau relatif		Nombre d'entreprises	
	Encaisses	Titres de placement	Absolu	%
POPULATION 1	-	-	31	3,5
POPULATION 2	+	-	23	2,6
POPULATION 3	-	+	48	5,4
POPULATION 4	+	+	112	12,5
POPULATION 5	-	NS	354	39,5
POPULATION 6	+	NS	328	36,5

de la composition de chaque population par tranches de taille et par secteurs ne montre pas de polarisation des entreprises de chaque population dans certaines strates de taille ou dans certains secteurs. On cherchera donc à caractériser ces six classes d'entreprises selon leurs caractéristiques économiques et financières.

Les enlisées

Les « enlisées » (*population 1*) sont les entreprises à rentabilité médiocre et en faible croissance, qui sont engagées dans un processus de restructuration de leur activité : cessions importantes, investissements maintenus à un niveau moyen. Les autres emplois, notamment en titres de placement, sont réduits au minimum. Les entreprises, peu nombreuses, de cette population se sont engagées dans une restructuration profonde de leur activité : elles ont sensiblement élargé leurs équipements, maintenu leurs investissements à un niveau assez faible. Elles ont toutefois accru fortement leurs besoins de roulement, ce qui résulte probablement de leur volonté de défendre

103

POPULATION 1 : RATIOS CARACTÉRISTIQUES DES « ENLISÉES »

	1979	1980	1981	1982	1983	1984	1985
Rentabilité économique globale	13,5	13,3	12,5	11,5	10,6	10,4	12,6
Dette financière totale (% de la valeur ajoutée)	85,2	82,7	89,2	92,1	90,7	90,3	84,2
Investissements physiques (% des immobilisations brutes)	9,2	7,5	8,7	9,9	7,0	6,8	10,4
Fonds de roulement/valeurs de roulement (%)	60,0	63,0	59,0	64,1	66,1	66,1	67,9
Immobilisations d'exploitation (% de la valeur ajoutée)	56,3	51,2	49,9	49,2	45,6	43,7	43,8
Besoins de roulement (en jours de CA)	112	116	123	127	126	125	124
Capacité de financement interne Encaisse (% du CA)	ND	-5,7	-12,2	-10,7	-8,6	-5,0	-8,2
	6,3	5,4	5,7	5,3	4,4	4,2	2,1
Titres de placement (% du CA)	0,7	0,8	1,1	1,4	0,9	0,7	0,2

leurs positions commerciales, malgré le niveau assez élevé de leurs engagements financiers. On conçoit que dans ce contexte, entre 1979 et 1985, ces firmes aient réduit des deux tiers leur niveau d'encaisse, y compris la composante titres de

1/LE DÉVELOPPEMENT DES ACTIVITÉS FINANCIÈRES

placement. Certaines firmes de la construction mécanique lourde ou du secteur papetier ont un comportement tout à fait représentatif de cette population.

Les pères tranquilles

Les « pères tranquilles » (*population 2*) sont des entreprises à performance moyenne, qui ont stabilisé leur endettement. À la différence de la population 1, cette population n'est que moyennement endettée et elle n'investit que modérément jusqu'en 1983. Toutefois, en 1984-1985, ses résultats se redressent sensiblement, sa dette est restructurée et allégée, ses investissements progressent sensiblement alors que les besoins de roulement, bien que fortement dépendants des variations conjoncturelles, sont orientés à la baisse. L'encaisse dans ce contexte s'accroît sensiblement, mais la composante « titres de placement » se réduit fortement. Cette évolution, paradoxale en apparence dans la conjoncture actuelle, semble donc traduire une évolution en profondeur des conditions d'exploitation de ces firmes.

POPULATION 2 : RATIOS CARACTÉRISTIQUES DES « PÈRES TRANQUILLES »

	1979	1980	1981	1982	1983	1984	1985
Rentabilité économique globale	12,1	11,5	14,0	13,3	12,2	13,6	13,9
Dette financière totale (% de la valeur ajoutée)	72,3	72,3	64,1	65,4	70,3	72,7	68,0
Remboursement/Dette à MLT* (%)	8,7	13,3	21,0	13,6	14,8	18,0	29,3
Fonds propres/CMO**	47,6	50,0	52,2	50,8	49,1	49,0	52,7
Fonds de roulement/valeurs de roulement (%)	52,4	52,5	54,2	55,8	59,2	62,0	64,4
Investissement physiques (% des immobilisations brutes)	7,6	9,6	8,3	9,8	7,4	8,9	11,3
Capacité de financement interne	ND***	-15,4	-0,8	-5,4	-5,8	-0,2	-5,3
Besoins de roulement (<i>en jours de CA</i>)	106	114	108	105	113	103	104
Encaisse (% du CA)	2,1	2,2	1,8	2,7	3,6	5,9	4,2
Titres de placement (% du CA)	0,6	0,5	0,2	0,2	0,6	0,9	0,2

* MLT: Moyen et long terme.
** CMO: Capitaux mis en œuvre.
*** Non déterminé.

Les essoufflées

Les « essoufflées » (*population 3*) sont des entreprises performantes en perte de vitesse (rentabilité, croissance) mais dont la situation financière reste bonne et qui développent leurs emplois en titres de placement. Parmi les six groupes d'entreprises étudiées, celui-ci se caractérise par la solidité de ses positions initiales: meilleure rentabilité, croissance soutenue, plus faible niveau d'endettement et structure financière solide. À partir de 1983, cette situation se dégrade sensiblement: la croissance fléchit, l'endettement s'accroît. Ce contexte entraîne une réduction du niveau élevé initial de l'encaisse, mais cette évolution n'accompagne pas une baisse parallèle des titres de placement, au contraire en augmentation sensible, ce qui semble être un indice d'une modification significative des comportements antérieurs. On trouve notamment dans cette population des entreprises fortement exportatrices qui subissent en fin de période les contraintes d'un marché moins dynamique et plus concurrentiel.

Les vedettes

Les « vedettes » (*population 4*) sont des entreprises restées constamment dynamiques et performantes, dotées d'une structure financière solide qui, tout à la fois, ont maintenu un niveau élevé d'investissement, stabilisé leur endettement et fortement

POPULATION 3 : RATIOS CARACTÉRISTIQUES DES « ESSOUFLEES »

	1979	1980	1981	1982	1983	1984	1985
Rentabilité économique d'ensemble	20,0	18,5	18,6	15,3	14,7	12,0	12,7
Croissance annuelle du chiffre d'affaires	ND	16,0	10,4	11,9	9,2	1,5	4,5
Fonds de roulement/valeurs de roulement	70,2	70,7	73,5	73,8	81,5	84,3	84,0
Dette financière totale (% de la valeur ajoutée)	58,4	58,7	59,8	66,0	64,0	70,0	70,8
Investissements physiques (% des immobilisations brutes)	8,0	7,9	8,6	8,8	10,2	9,9	9,4
Capacité de financement interne	ND	-3,0	-1,6	-6,5	-11,2	-5,2	-4,7
Besoins de roulement (en jours de CA)	57	60	64	68	75	78	81
Encaisse (% du CA)	9,3	8,4	8,7	8,5	6,0	6,8	5,9
Titres de placement (% du CA)	0,2	0,5	0,5	0,7	0,9	2,8	2,6
△ Titres de placement (% des investissements totaux)	ND	5,9	1,8	5,3	4,6	31,5	NS

développé leurs placements financiers. Cette population regroupe des entreprises qui ont été relativement épargnées par les difficultés conjoncturelles de l'après-second choc pétrolier : elles ont préservé leur 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. La population 4, qui comprend les fleurons de l'industrie, rassemble les firmes dont le comportement de placement est le plus significatif.

105

Les volontaristes

Les « volontaristes » (population 5) sont des entreprises aux performances de plus en plus médiocres, qui s'efforcent de préserver leurs investissements et dont l'endettement s'accroît sensiblement. Elles ignorent les placements financiers. Cette catégorie d'entreprises représente 39,5 % des entreprises de la Centrale de bilans.

POPULATION 4 : RATIOS CARACTÉRISTIQUES DES « VEDETTES »

	1979	1980	1981	1982	1983	1984	1985
Rentabilité économique d'ensemble	17,8	17,6	17,1	18,1	18,3	18,5	18,9
Croissance annuelle du chiffre d'affaires	ND	15,7	12,8	11,6	12,1	11,0	6,8
Fonds de roulement/valeurs de roulement	65,7	63,7	67,2	71,7	83,6	89,3	103,9
Dette financière totale (% de la valeur ajoutée)	59,7	58,5	58,5	59,3	55,5	60,6	60,5
Investissements physiques (% des immobilisations brutes)	10,6	12,7	11,4	9,8	10,3	10,9	13,5
Capacité de financement interne	ND	-6,4	-4,1	-3,1	+4,4	-3,3	-2,3
Besoins de roulement (en jours de CA)	75	76	76	79	70	72	66
Encaisse (% du CA)	4,9	4,0	4,5	5,8	7,8	9,6	11,7
Encaisse hors titres de placement (en % du CA)	4,7	3,9	4,3	5,2	5,6	5,7	5,5
Titres de placement (% du CA)	0,2	0,1	0,2	0,6	2,2	3,9	6,2
Titres de placement (% des investissements totaux)	ND	NS*	1,4	8,9	34,6	34,7	36,1

* Non significatif

1/LE DÉVELOPPEMENT DES ACTIVITÉS FINANCIÈRES

La médiocrité de l'évolution décrite est voisine de la tendance moyenne de l'industrie. On notera toutefois que le niveau de l'encaisse, déjà très faible en début de période, est tombé à presque rien en fin de période. Il n'est donc pas étonnant que ces firmes, dont le bouclage du tableau de financement est serré (leur structure financière est tendue et les besoins de roulement ont tendance à augmenter), aient pratiqué une gestion restrictive de leur encaisse. Dans ce contexte, la quasi-absence d'emplois en titres de placement apparaît normale.

POPULATION 5 : RATIOS CARACTÉRISTIQUES DES « VOLONTARISTES »

	1979	1980	1981	1982	1983	1984	1985
Rentabilité économique d'ensemble	14,0	12,8	12,2	10,9	9,3	8,1	8,6
Dette financière totale (% de la valeur ajoutée)	68,3	71,3	72,9	76,9	79,6	86,7	87,0
Fonds de roulement/valeurs de roulement	51,9	47,3	49,1	46,2	48,7	50,2	51,0
Investissements physiques (% des immobilisations brutes)	9,5	11,2	10,4	11,0	9,1	10,7	11,1
Capacité de financement interne	ND	-12,8	-9,0	-12,3	-9,4	-12,9	-9,5
Besoins de roulement (en jours de CA)	79	82	83	84	85	89	90
Encaisse (% du CA)	3,4	2,6	2,6	2,0	1,9	1,6	0,9
Titres de placement (% du CA)	ε*	ε	ε	ε	ε	ε	ε

Valeur*
très petite.

Les encalminées

Les « encalminées » (population 6) sont des entreprises aux performances médiocres et qui continuent à se dégrader, comme celles de la population 5, mais qui ont légèrement accru leur encaisse qui reste toutefois à un niveau faible. Ces entreprises représentent une part importante (36,5 %) de l'effectif de la Centrale de bilans. Leur situation est très proche de celle de la population 5 dont elles diffèrent surtout par leur comportement d'encaisse. L'augmentation de celle-ci résulte pour l'essentiel de la réduction des besoins de roulement.

POPULATION 6 : RATIOS CARACTÉRISTIQUES DES « ENCALMINÉES »

	1979	1980	1981	1982	1983	1984	1985
Rentabilité économique d'ensemble	12,4	12,8	12,0	11,3	9,6	9,3	9,9
Dette financière totale (% de la valeur ajoutée)	76,1	76,6	77,4	79,5	84,5	86,9	86,2
Fonds de roulement/valeurs de roulement	43,1	42,3	43,1	42,5	45,0	46,2	50,8
Investissements physiques (% des immobilisations brutes)	8,2	10,6	10,2	9,4	9,4	9,7	10,6
Encaisse (% du CA)	1,5	1,3	1,4	1,9	2,2	2,9	3,6
Besoins de roulement (en jours de CA)	98	98	99	99	101	96	92
Titres de placement (% du CA)	ε	ε	ε	ε	ε	ε	ε

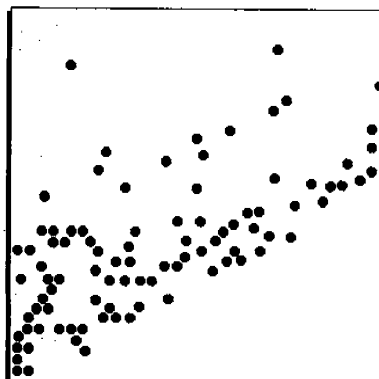
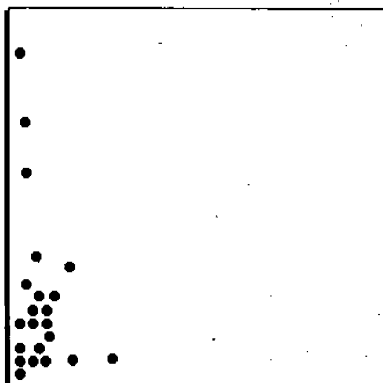
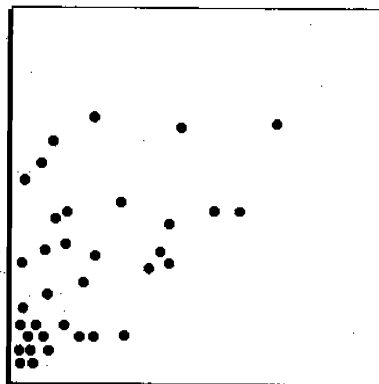
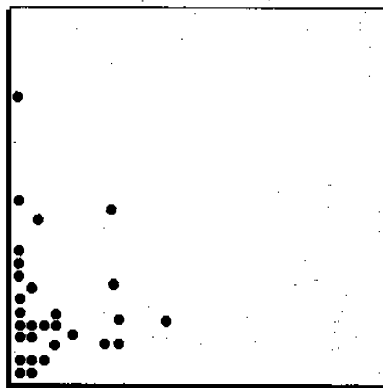
LES FACTEURS DÉTERMINANTS DU COMPORTEMENT DE PLACEMENT FINANCIER

On retiendra de cette rapide typologie des entreprises que les comportements de placement financier, qui n'ont acquis une importance significative que depuis 1983, paraissent essentiellement déterminés par les caractéristiques suivantes :

NIVEAU ET VARIATION DE L'ENCAISSE

Le niveau et la variation de l'encaisse sont les éléments principaux d'explication des emplois en titres de placement (voir graphique page 100). Les populations qui ont un niveau important d'encaisses sont généralement celles qui détiennent significativement des titres de placement. On notera en particulier que la population 1 (les « enlisées ») dont l'encaisse s'est fortement réduite depuis 1982, ne détient presque

RELATION ENTRE L'ENCAISSE ET LES TITRES DE PLACEMENT EN 1985



Variable en abscisses = Titres de placement/Chiffre d'affaires
Variables en ordonnées = Encaisse/Chiffre d'affaires

1/LE DÉVELOPPEMENT DES ACTIVITÉS FINANCIÈRES

plus de titres de placement en 1985. À l'inverse la population 4 (les « vedettes ») a accru à la fois son encaisse et ses titres de placement.

Cette constatation globale montre que l'un des motifs de la détention de titres de placement est la valorisation de l'encaisse détenue pour satisfaire des contraintes de gestion. Cette première observation ne rend compte toutefois que d'une faible partie des titres de placement constatés au bilan des entreprises. Elle ne permet pas de déterminer si les entreprises ont dépassé un objectif de gestion rationnelle de leur encaisse pour réaliser de véritables investissements, concurrents éventuels d'autres emplois, en titres de placement.

Pour tenter de répondre à cette question, on fait l'hypothèse (forte) que l'encaisse des entreprises a été au moins une fois entre 1979 et 1985 au minimum requis par les motifs de transaction et de précaution (« encaisse-outil »). Au-dessus de ce minimum, la constitution d'une encaisse s'expliquerait par des motifs autres que ceux de la gestion courante, en sorte que cette partie devrait pouvoir plus facilement s'investir en titres de placement. Cette hypothèse est plausible (voir graphique page 101). Depuis 1982, le ratio « titres de placement/encaisse-outil » est passé, dans chaque population, par un minimum de l'ordre de 10 %, ce qui fournit une approximation (très imprécise) des possibilités d'emplois courants en investissements financiers de l'« encaisse-outil ». Il semblerait alors que les populations 1 (les « enlisées ») et 2 (les « pères tranquilles ») n'aient pas de comportement très marqué d'investissement en titres de placement. En revanche la population 3 (les « essouffées ») a certes réduit jusqu'en 1985 son encaisse totale, mais celle-ci reste élevée (5,9 % du chiffre d'affaires), et les placements financiers en représentent près de 44 %. Il y a donc une forte probabilité pour que le niveau d'encaisse, encore élevé du fait des bonnes performances passées, soit éloigné de l'« encaisse-outil » et que les entreprises de cette population aient un comportement spécifique de détention de titres de placement allant au-delà de la simple gestion de l'encaisse-outil.

Mais ce sont à l'évidence les entreprises de la population 4 (les « vedettes ») qui ont développé, depuis 1984, les investissements les plus significatifs en titres de placement : ceux-ci représentent près de trois fois leur encaisse de transaction (voir graphique page 107). En fait, cette politique est récente : en 1980 il n'y avait aucune corrélation entre le niveau d'encaisse et celui des titres de placement, alors qu'ensuite l'évolution de ces derniers explique l'essentiel de celle de l'encaisse effectivement observée.

BONNE SANTÉ FINANCIÈRE ET DÉTENTION DE TITRES DE PLACEMENT

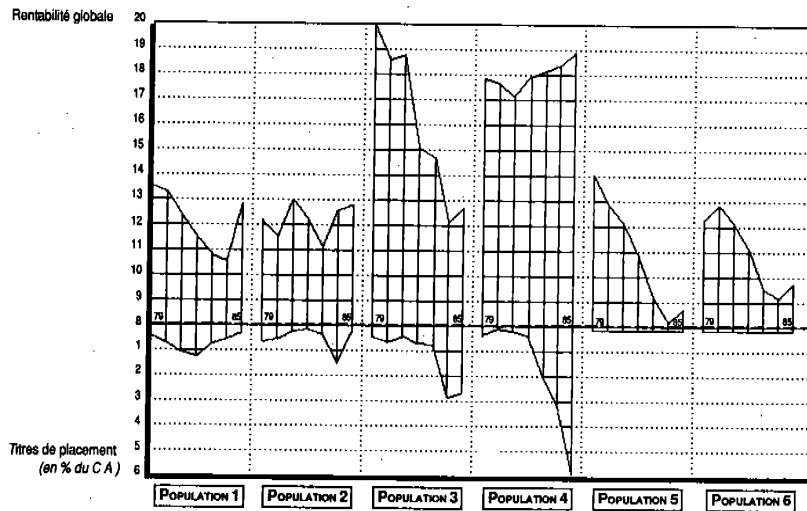
La « bonne santé financière » des entreprises est définie comme l'existence d'une position favorable simultanée sur plusieurs critères, d'ailleurs significativement corrélatifs :

- Une bonne rentabilité économique globale, ou mieux, un niveau de profitabilité élevé (rentabilité économique globale moins coût apparent de la dette rémunérée).
- Une structure financière solide (appréhendue par le ratio de couverture des valeurs de roulement par le fonds de roulement et le taux d'endettement).
- Un niveau d'endettement (appréhendé par le ratio endettement/valeur ajoutée) faible et relativement peu onéreux³.

Ces deux dernières caractéristiques rendent peu contraignant le besoin de désendettement des entreprises concernées. La « bonne santé financière » coexiste

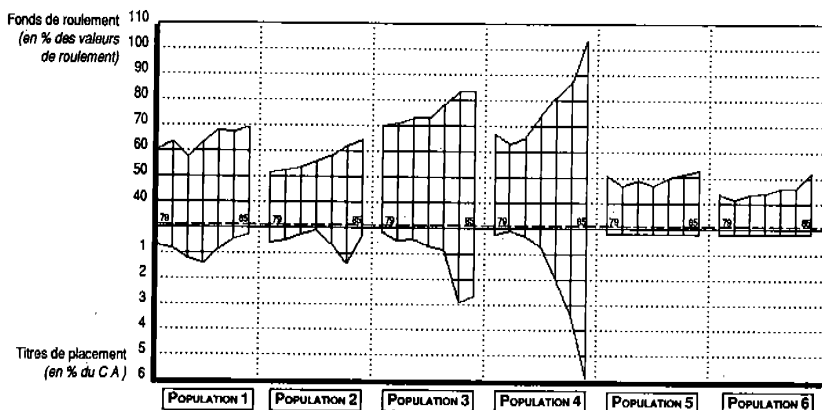
3—Le coût de l'endettement dépend certes de la taille de l'entreprise, ce qui est classique, mais aussi de ses performances. La « bonne santé financière » engendre donc des effets cumulatifs qui renforcent les performances des entreprises dans cette situation.

RENTABILITE ECONOMIQUE GLOBALE ET DETENTION DE TITRES DE PLACEMENT



SOLIDITE DE LA STRUCTURE FINANCIERE ET DETENTION DE TITRES DE PLACEMENT

109



par ailleurs le plus souvent avec une croissance soutenue et un effort d'investissement élevé. Depuis 1983, la détention de titres de placement dépend fortement de la rentabilité et de la solidité des structures financières des entreprises (voir graphiques pages 109).

D'abord assurer leur solidité financière

Cet ensemble d'observations, vérifiées aussi bien sur l'ensemble des populations que sur les données individuelles, conduit donc à relativiser la thèse d'une concurrence entre placements financiers et investissements ou désendettement : les

1/LE DÉVELOPPEMENT DES ACTIVITÉS FINANCIÈRES

entreprises industrielles semblent vouloir d'abord assurer leur solidité financière, réaliser les investissements nécessaires au maintien, voire à la croissance de leurs parts de marché. Ce n'est que dans une seconde étape, si elles disposent d'excédents de trésorerie, qu'elles développent leurs emplois en titres de placement.

C'est ainsi que la population 1 (les « enlisées »), qui était la plus endettée au début des années quatre-vingt, a sensiblement réduit ses engagements financiers depuis 1983 en comprimant son encaisse y compris ses titres de placement. En revanche la population 4 (les « vedettes »), caractérisée à la fois par un suréquilibre financier et un faible niveau d'endettement, a fortement accru ses titres de placement. La population 3 (les « essouffées ») apparaît dans une situation intermédiaire puisqu'elle a accru son endettement, qui reste modéré en 1985, tout en augmentant ses emplois en titres de placement, ce qui semble s'expliquer surtout par la recherche d'une meilleure valorisation d'une encaisse encore importante, bien qu'en réduction sensible.

Cet ensemble d'observations conduit donc bien à confirmer l'hypothèse de travail selon laquelle, si une part du comportement de détention de titres de placement s'explique par l'optimisation de la gestion de l'encaisse-outil, une autre part, de loin la plus importante dès que les placements deviennent élevés, provient de la valorisation des excédents de trésorerie qui ne trouvent pas de débouché pour satisfaire une exigence urgente d'investissement ou de désendettement.

L'ARBITRAGE RÉEL-FINANCIER : UNE MINORITÉ D'ENTREPRISES CONCERNÉES

La montée depuis 1979 des placements financiers des entreprises industrielles, significative depuis 1982, s'est amplifiée depuis ; cependant, contrairement aux idées reçues, ce comportement nouveau ne concerne qu'une minorité d'entreprises (une sur quatre environ) de toutes tailles.

La conjonction de l'amélioration des situations financières et des possibilités nouvelles offertes par l'environnement financier semble avoir joué un rôle important en donnant la possibilité aux gestionnaires de trésorerie de trouver des emplois rémunérateurs, peu risqués et liquides aux encaisses des entreprises.

Cependant ce constat ne suffit pas à expliquer la tendance observée : pour la minorité des entreprises qui portent cette évolution, la montée des placements financiers a été de pair avec celle des encaisses (y compris ces placements), alors que l'encaisse des entreprises qui n'ont pas, ou peu, de placements financiers, est restée stable. Ainsi il faut dépasser une analyse trop globale des politiques de placements financiers pour montrer comment elles renvoient à des situations particulières.

Pour le premier groupe d'entreprises, baptisées les « vedettes », les placements financiers ont, en 1985, dépassé 6 % de leur chiffre d'affaires (contre 0,2 % en 1982). En dernière analyse, la forte croissance des placements financiers de ces entreprises, les plus belles de l'industrie française, s'explique surtout parce que leurs perspectives de croissance, pour soutenues qu'elles soient, restent inférieures à la croissance potentielle permise par leur rentabilité.

Pour les « essouffées », le gonflement de leurs titres de placement (près de 3 % du chiffre d'affaires en 1985) semble s'expliquer par l'amélioration de l'efficacité de la gestion de leur trésorerie, par la médiocrité de leur croissance et par la faiblesse corrélativ des besoins.

Le niveau des titres de placement des autres entreprises est très inférieur (de l'ordre de 0,2 % du chiffre d'affaires en 1985). La situation financière de ces firmes est moins bonne que celle des deux autres populations, tout en restant supérieure à celle de la moyenne de l'industrie. Ces entreprises ont fortement subi le choc conjoncturel 1982-1984 mais elles se redressent sensiblement depuis, accroissant leurs investissements, diminuant leur endettement... et leurs placements financiers.

Il faut donc, au terme de cette étude nuancer les analyses parfois avancées sur le développement de la « sphère financière » au détriment de l'économie réelle : 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 le niveau 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.

Il convient de s'interroger sur la pérennité du développement des placements financiers ; il procède vraisemblablement d'une double détermination :

- l'une, désormais structurelle, renvoie au développement des marchés financiers qui offrent aux entreprises des possibilités nouvelles de gestion de leur encaisse ;
- l'autre, conjoncturelle, est caractérisée par la coexistence d'une amélioration des résultats des entreprises, d'une croissance médiocre et de possibilités favorables de placement.

Cette configuration conjoncturelle est par nature instable, certaines de ses caractéristiques se sont affaiblies en 1987 ; l'arrêt de la baisse régulière des taux d'intérêt expose notamment les entreprises à des risques en capital inconnus dans la période 1981-1985. Les réserves financières ainsi constituées par le « noyau dur » de l'industrie française pourraient donc trouver d'autres emplois. Sauf reprise de la croissance, ces emplois nouveaux auront peu d'effet sur les volumes de l'investissement ou de l'endettement mais semblent plutôt devoir être trouvés dans le financement de la croissance externe. C'est en tout cas ce que suggèrent les premières informations, encore fragmentaires, sur l'exercice 1987. □