

Rentabilité et productivité du capital physique et financier dans les entreprises suisses

Pour la première fois, les données comptables des entreprises suisses (non financières), récoltées depuis des années par l'Office fédéral de la statistique (OFS), sont utilisées pour construire un certain nombre de séries portant sur la rentabilité des fonds engagés, le rendement des investissements correspondants et la productivité des facteurs de production employés. Ces données sont analysées et comparées avec des séries portant sur les entreprises (non financières) suisses cotées en Bourse. De cette manière se dessine une vision contrastée de deux composantes de l'économie suisse, qui se distinguent par leurs modes de financement et par l'échelle géographique de leurs activités.

1 La totalité du bilan correspond à l'ensemble des actifs ou des passifs, les deux étant égaux par définition.



Pr Paul Dembinski
Professeur à l'université de Fribourg et directeur de l'Observatoire de la finance, Genève



Evelyn Kohler
Observatoire de la finance, Genève



Le fait que les entreprises non cotées n'aient pas un accès direct aux marchés des capitaux ne semble pas les handicaper. En effet, si les entreprises cotées doivent se financer en plusieurs monnaies, pour éviter les risques de change, cela peut coûter plus cher qu'un financement exclusivement en francs suisses.

Illustration: Hannes Saxer

Cet article est divisé en trois sections; chacune aborde dans une perspective particulière la manière dont les entreprises utilisent le financement, autrement dit l'épargne mise à leur disposition. La première section se penche sur la performance financière que les entreprises assurent à cette épargne. La deuxième s'interroge sur la manière dont les moyens financiers sont transformés en capital physique. La troisième analyse la contribution des capitaux physique et financier à l'effort productif des entreprises.

Performance financière

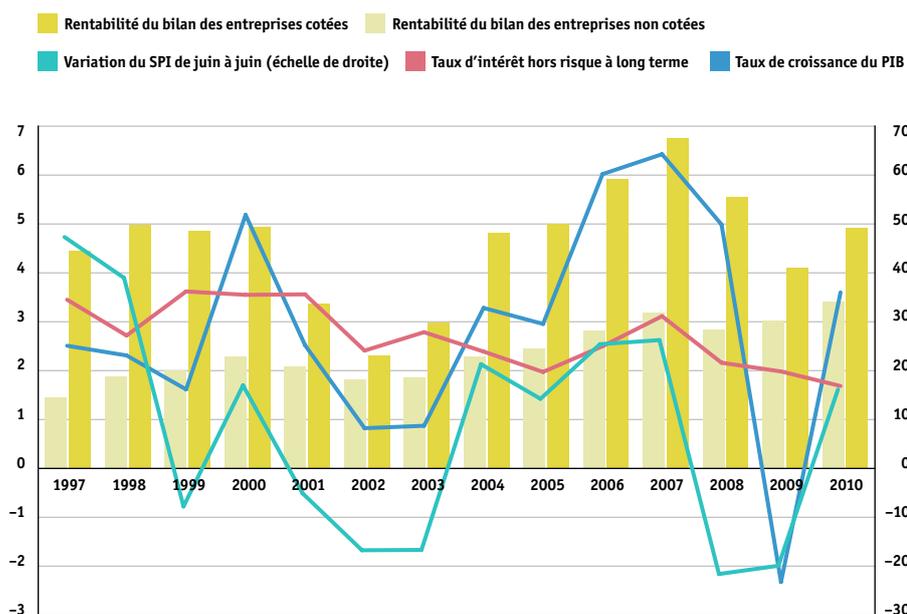
Le graphique 1 décrit les performances financières de deux groupes d'entreprises suisses entre 1997 et 2010: les non cotées en Bourse et les cotées. En ce qui concerne les premières, seules les sociétés comptant plus de 20 emplois équivalents plein temps (EPT) ont été retenues. Les entreprises cotées apparaissent de deux façons: suivant la rentabilité de leur bilan total¹ et l'évolution de leur cours en Bourse d'après le Swiss Performance Index (SPI). Ces données sont mises en rapport avec la croissance du PIB nominal

et le taux d'intérêt «hors risque» à long terme durant la même période. Le PIB nominal suisse a affiché, en moyenne annuelle, une croissance de 2,9%; il a subi de fortes variations allant de +6,4% en 2007 à -2,4% en 2009. Le niveau du taux d'intérêt – dit «hors risque» – à long terme, mesuré par le rendement nominal des obligations à dix ans de la Confédération a été, en moyenne, de 2,7%; il était de 3,5% en début de période, pour atteindre 1,7% en 2010. Ce graphique appelle trois observations:

1. La rentabilité du bilan total correspond au résultat d'exploitation (bénéfice) divisé par l'ensemble des actifs. Il s'agit donc de la rémunération moyenne des fonds figurant au passif du bilan. Il est à noter que cette rentabilité a systématiquement augmenté durant la période pour l'ensemble des entreprises non cotées; à cet égard, il n'y a aucune différence entre les PME et les «grandes» non cotées (voir plus bas).
2. On observe une inversion de l'évolution du taux d'intérêt «hors risque» (de 3,5% à 1,7%) et de la rentabilité du bilan des entreprises non cotées (1,5% à 3,5%) durant la période observée. Parallèlement, la ren-

Graphique 1

Rentabilité des actifs, performance boursière, taux longs «hors risque» et croissance



Sources : Dembinski, Kohler; données : BNS, OFS, Swiss Exchange / La Vie économique

tabilité des actifs des entreprises cotées se maintenait à un niveau supérieur en moyenne de 2 points de pourcentage par rapport aux non cotées. Il s'ensuit, compte tenu des charges d'intérêts non pris en compte, que l'épargne confiée à ces dernières a pu être, dans l'ensemble, raisonnablement rémunérée au regard du taux «hors risque», mais à un niveau moyen nettement inférieur à celui des entreprises cotées (4,6% contre 2,4% en moyenne).

- Il est frappant de constater que la rentabilité du bilan des entreprises non cotées ne semble pas avoir été affectée par la crise financière alors que les entreprises cotées, le SPI et le PIB ont sérieusement accusé le coup entre 2007 et 2009. Quant au taux d'intérêt, il a aussi entamé une baisse qui se poursuit actuellement.

Rentabilité des différentes sources de financement

Afin de mieux identifier les tenants et les aboutissants de la rentabilité des fonds utilisés, il est utile de distinguer les deux sources classiques de financement des entreprises, à savoir d'un côté les actionnaires, fournisseurs des fonds propres, et de l'autre les créanciers qui mettent à disposition les fonds étrangers. Ces derniers se répartissent à leur tour entre les dettes – notamment commerciales à court terme – qui sont gratuites et ne portent pas intérêt, et les autres dettes.

Le graphique 2 présente la rentabilité de ces deux sources de financement pour les entreprises cotées et non cotées. Ces dernières ont elles-mêmes été réparties en deux sous-groupes: les «grandes» (plus de 250 EPT) et les PME (20 à 250 EPT). Les données présentées appellent cinq observations:

- Pour ce qui est de la rémunération des fonds propres (actionnaires), l'écart de performance entre les «grandes» et les PME non cotées saute aux yeux, même s'il se réduit sensiblement pour les deux dernières années. La rémunération annuelle moyenne des fonds propres dans les «grandes» a été un peu supérieure à 13%, alors qu'elle a été de presque 8% dans les PME.
- La rémunération des fonds propres dans les entreprises cotées se situe, presque systématiquement, dans une position intermédiaire entre les «grandes» et les PME non cotées. En moyenne annuelle, les entreprises cotées rémunéraient les fonds propres à 10%. Pour mémoire, le gain annuel moyen de l'indice boursier SPI, calculé de juin à juin, a été de 8,3% pendant la même période. Le placement boursier en actions a donc été moins ren-

Encadré 1

Sources et méthodes

L'OFS publie chaque année *Les résultats comptables des entreprises suisses*, un rapport qui comprend les principaux ratios comptables représentatifs de la marche des affaires dans divers secteurs et branches de l'économie suisse. Cette publication présente ainsi les résultats synthétiques d'une enquête annuelle à laquelle participaient plus de 4000 entreprises par an jusqu'en 2008 et plus de 10 000 depuis cette date.

L'étude, mandatée par le Secrétariat d'État à l'économie (Seco), dont certains résultats sont présentés ici, a eu accès aux données individuelles des entreprises faisant partie de l'échantillon de l'OFS, disponibles électroniquement depuis 1997. Elle a été menée dans une perspective différente de la publication de l'OFS. Il s'agissait d'utiliser cette masse d'informations pour en tirer des séries statistiques destinées à éclairer les conditions d'utilisation et de rémunération des moyens financiers par les entreprises suisses. L'étude a évité d'utiliser la moyenne dans l'analyse des données, celles-ci étant trop dépendantes de valeurs extrêmes et de leur distribution. Elle s'est essentiellement basée sur la médiane qui se trouve au centre de cette même distribution et qui partage les données en deux groupes égaux d'observations.

Les difficultés méthodologiques que pose le traitement d'une telle masse de données sont considérables, mais elles peuvent être surmontées. Ainsi, les résultats décrits ici n'ont pas pour ambition d'être représentatifs de l'ensemble des entreprises, et encore moins de l'économie

suisse. Ils visent seulement à illustrer les cas de figure fréquents, pour ne pas dire dominants.

Les résultats comptables des entreprises de l'OFS utilisés pour cette analyse portent sur 85 000 observations (entreprise/année) et couvrent la période 1997 à 2010. À noter que les données des années 2009 et 2010 ont été récoltées par l'OFS selon une nouvelle méthode d'échantillonnage, ce qui peut expliquer certains décalages dans les séries. La masse d'observations a été structurée comme suit:

- Selon le nombre d'emplois équivalents plein temps (EPT): microentreprises avec 0 à 20 employés (22% des observations), petites et moyennes entreprises (PME) avec 20 à 250 employés (67%) et «grandes» entreprises qui ont plus de 250 EPT (11%). Seuls les deux derniers groupes ont été pris en compte dans l'analyse présentée ici, soit 78% du total des observations disponibles.
- Selon six branches d'activité: industrie manufacturière (40% des observations), construction (10%), commerce (17%), hébergement et restauration (6%), activités de services (17%) et autres industries (10%).

Pour donner plus de relief aux observations tirées de l'OFS et portant sur les entreprises non cotées, ces données ont été mises en rapport – là où cela est possible – avec celles portant sur les entreprises (non financières) cotées à la Bourse suisse.

table que les fonds propres utilisés dans l'activité productive par les entreprises correspondantes.

3. Pour ce qui est de la rémunération des fonds étrangers à long terme, les PME ont payé en moyenne annuelle 4,4%, les «grandes» 4,8% et – résultat surprenant – les cotées 8,5%.
4. Les niveaux de rémunération des fonds étrangers à long terme sont à mettre en rapport avec les taux «hors risque» correspondants. Ces derniers, en moyenne annuelle, s'élevaient à 2,7%, alors que les taux hypothécaires étaient de 3,5%. Autrement dit, les entreprises paient à leurs créanciers de long terme une prime (à la fois de risque et d'intermédiation) qui se situe à environ 2 points de pourcentage pour les entreprises non cotées et à près de 6 points pour les cotées. Ce niveau élevé étonne pour deux raisons. D'une part, ces sociétés disposent de grandes compétences en matière de gestion financière et accèdent plus rapidement – donc en théorie à meilleur compte – aux marchés de capitaux. D'autre part, les taux payés par les entreprises cotées à leurs créanciers sont très proches de la rentabilité de leurs fonds propres, ce qui suggère qu'elles sont arrivées aux limites de l'effet de levier.
5. Comme dans le graphique 1, les séquelles de la crise financière sont peu visibles. Elles apparaissent le plus clairement au travers d'une baisse de rentabilité des fonds propres et étrangers pour les entreprises cotées, et pour les «grandes» non cotées par une baisse de la rentabilité des fonds propres. Les PME non cotées ne semblent pas avoir été affectées par la crise, ou seulement marginalement.

Deux conclusions importantes peuvent être formulées:

1. Le fait que les entreprises non cotées n'aient pas un accès direct aux marchés des capitaux ne semble pas les handicaper – on serait même tenté de dire que c'est un avantage en temps de crise – si l'on considère les conditions auxquelles elles peuvent lever des fonds à long terme. La seule explication qui vient à l'esprit pour éclairer ce paradoxe consisterait à dire que les entreprises cotées doivent se financer en plusieurs monnaies, pour éviter de s'exposer aux risques de change. Or, cela peut coûter plus cher qu'un financement exclusivement en francs suisses, dont les taux sont traditionnellement bas en comparaison internationale.
2. Les entreprises cotées en Bourse génèrent globalement une rentabilité financière à peine supérieure à celle de l'ensemble des

entreprises suisses de plus de 20 EPT. En effet, la rentabilité des fonds propres est comparable entre les entreprises cotées et non cotées, alors que celle des fonds étrangers est plus faible pour les entreprises non cotées. En d'autres termes, le fait que les entreprises cotées aient – selon toute vraisemblance – des activités nettement plus internationalisées que les non cotées n'a pas d'impact sensible sur la rémunération des capitaux. Ainsi, l'ensemble des entreprises suisses de plus de 20 EPT seraient capables d'assurer à l'épargne qui leur est confiée une rémunération en ligne avec celle que dégagent les sociétés cotées. Ceci étant, il est important de rappeler qu'un placement boursier ne contribue pas, en tant que tel, au financement de l'entreprise cotée. En effet, les nouvelles émissions d'actions – seules susceptibles d'alimenter directement les fonds propres des entreprises cotées, avec l'autofinancement – constituent en moyenne moins de 3% de l'ensemble des transactions boursières. En théorie, c'est seulement de manière indirecte – en abaissant ses coûts de financement – qu'un placement boursier peut contribuer à améliorer les performances de l'entreprise cotée. Toutefois, les observations discutées plus haut suggèrent que, contrairement à ce que laisse entendre la théorie, la cotation boursière ne diminue pas le coût de financement.

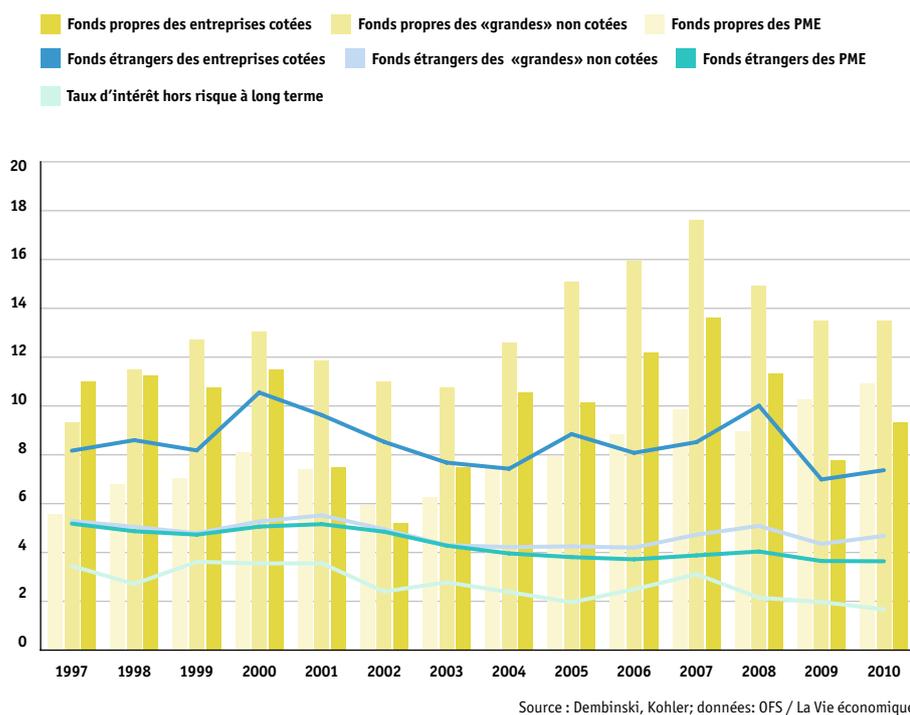
Structure de bilan, capital financier et capital physique

Au vu de ce qui précède, on pourrait penser que seules la taille et l'exposition internationale distinguent les entreprises non cotées des cotées. Or, d'autres différences importantes les séparent. Outre les niveaux de productivités des facteurs, qui seront discutés dans la section suivante, la structure des bilans des deux groupes étudiés laisse apparaître deux différences majeures.

Bien que la part des fonds propres ait sensiblement augmenté de 1997 à 2010, l'écart entre les deux populations s'est creusé. Ainsi, dans les entreprises non cotées, les fonds propres – toujours pour l'entreprise médiane – sont passés de 29 à 38% du bilan total. L'évolution est quasiment identique dans les PME et les «grandes» non cotées. Or, pendant la même période, les fonds propres des cotées ont augmenté de 41 à 56%. Cette évolution a un impact non négligeable sur les coûts moyens pondérés du capital, auxquels sont confrontées les deux populations d'entreprises. Ces coûts résultent d'une pondération de la rentabilité des fonds propres et

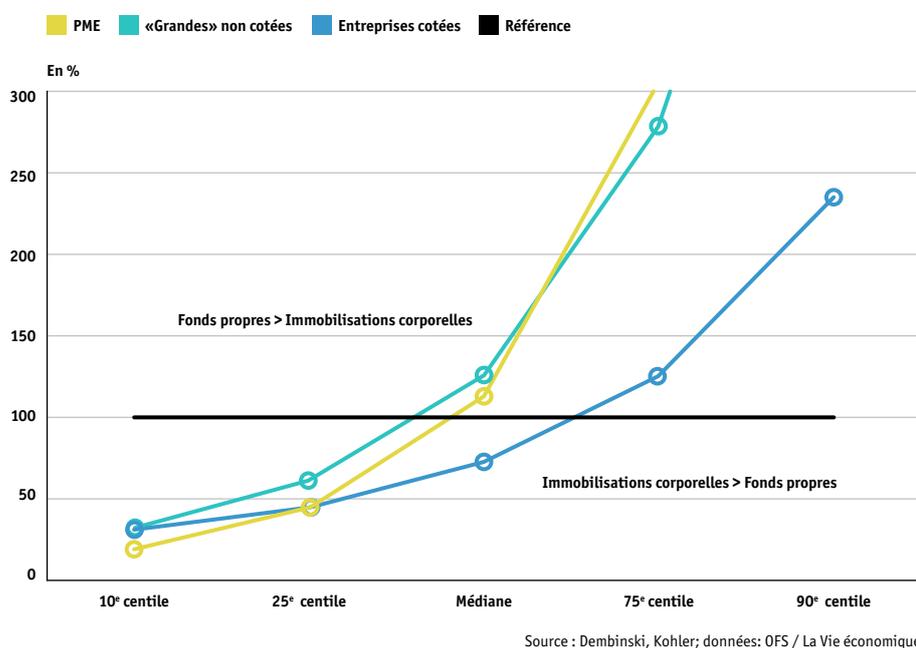
Graphique 2

Rentabilité des fonds propres et des fonds étrangers



Graphique 3

Financement des immobilisations corporelles



étrangers (l'ensemble de toutes les catégories de dettes) par le poids respectif de ces deux sources de financement dans le total du bilan. Ainsi, pour les PME, le coût pondéré du capital a été et reste le plus faible avec une légère tendance haussière (entre 3,5 et 4,5%). Pour les «grandes», il suit une tendance croissante (entre 4,5 et 6,5%) et il est relativement élevé et volatile pour les cotées (entre 4 et 8%) sans tendance visible. Le coût moyen pondéré du capital joue un rôle important lors de la sélection par les entreprises de leurs projets d'investissement: plus ce coût est élevé et plus la rentabilité des projets d'investissement retenus par les entreprises devra l'être.

La deuxième différence en matière de bilan entre les deux populations d'entreprises tient au rapport entre les fonds propres et le capital physique. Le graphique 3 présente les situations respectives des différents groupes d'entreprises définis ci-dessus. La ligne de référence correspond à l'équivalence entre les fonds propres et le capital physique. Au-dessus de cette ligne, les fonds propres excèdent le capital physique détenu par les entreprises, qui peuvent financer d'autres actifs en toute autonomie. Au-dessous, la valeur des fonds propres est inférieure à celle du capital physique et les entreprises doivent s'endetter pour financer leurs immobilisations.

Afin de rendre compte de la variété des situations, le graphique 3 présente uniquement les «cœurs» de distribution: entre le 10^e et le 75^e centile pour les non cotées et du 10^e au 90^e pour les cotées. Deux différences importantes sont à noter:

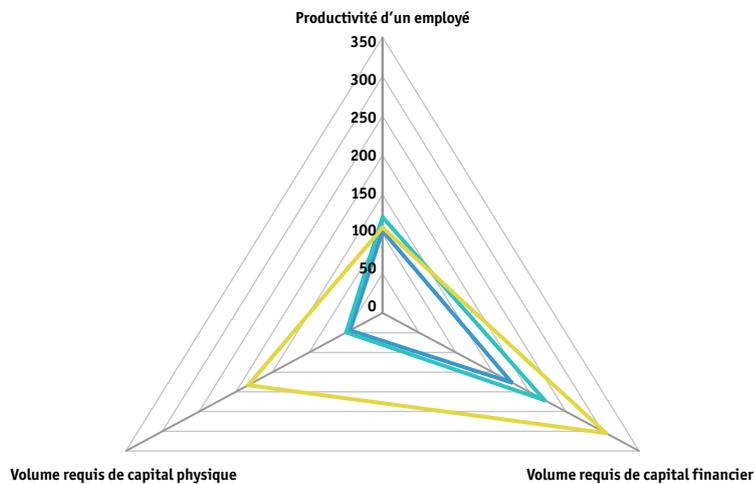
1. Les deux tiers environ des entreprises non cotées (PME et «grandes») disposent de fonds propres supérieurs aux immobilisations corporelles, alors que c'est le cas pour un tiers des entreprises cotées. Cela signifie que les premières sont davantage à même de financer d'autres actifs que les immobilisations corporelles avec leurs fonds propres.
2. Pour ce qui est du haut de la distribution, environ 40% des entreprises non cotées disposent de fonds propres deux fois supérieurs aux immobilisations, alors que seulement 15% des cotées sont dans cette situation. À noter également que 25% des non cotées ont des fonds propres qui représentent plus du triple des immobilisations. Ces différences s'expliquent en partie par le fait que nombre de ces sociétés (notamment parmi les PME) opèrent dans les services.

Une majorité d'entreprises cotées parviennent à financer une partie des immobilisations corporelles en recourant à l'endette-

Graphique 4

Productivité du travail et volume requis de capital (en milliers de francs)

■ PME non cotées ■ Grandes entreprises ■ «Grandes» non cotées



Source : Dembinski, Kohler; données: OFS / La Vie économique

ment. En revanche, plus de la moitié des non cotées utilisent leurs fonds propres pour financer d'autres actifs que le capital physique. Il faut se demander si, dans ce dernier cas, la surabondance relative de fonds propres dans les non cotées – par rapport au capital physique assimilé ici aux immobilisations corporelles – résulte d'un choix de type «Je ne veux pas de dettes» ou bien d'une impossibilité de recourir davantage à l'endettement par manque d'offre. La question est aujourd'hui au cœur des débats sur le rôle du secteur bancaire dans le financement de l'économie dite «réelle». Cette différence dans la structure des bilans présentés par les deux populations d'entreprises affecte leurs niveaux respectifs de productivité.

Productivité des facteurs

Le troisième volet de cette analyse préliminaire concerne la productivité «brute» (donc avec les amortissements):

- du travail (valeur ajoutée par EPT);
- du capital financier (valeur ajoutée par franc du bilan);
- du capital physique (valeur ajoutée par franc d'immobilisations corporelles).

La *productivité du travail* a augmenté entre 1997 et 2010 dans les deux groupes d'entreprises non cotées, passant de 97 000 à 112 000 francs dans les PME et de 109 000 à 130 000 francs dans les «grandes». À titre de comparaison, la productivité du travail dans les entreprises cotées est restée relativement stable

pendant toute la période; elle est passée de 107 000 francs en 1997 à 106 000 francs en 2010, avec une pointe à 113 000 francs.

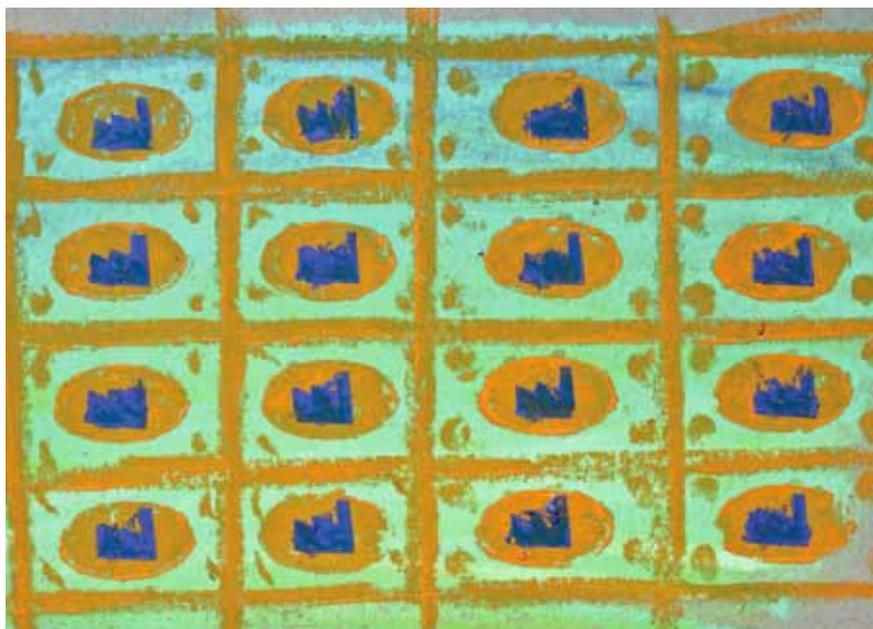
Pour ce qui est de la *productivité du capital financier*, les niveaux absolus sont restés très différents durant la période d'observation. Ainsi, dans les entreprises non cotées (PME et «grandes») il fallait 1800 francs de bilan pour générer 1 franc de valeur ajoutée en 1997. Dans les «grandes», la situation n'a pas bougé, alors qu'en 2010, il ne fallait plus que 1600 francs de bilan dans les PME. Quant aux entreprises cotées, l'utilisation de capital financier par unité de valeur ajoutée a augmenté de 2700 à presque 3000 francs. Il y a donc eu une certaine augmentation de la productivité du capital financier dans les PME, stagnation dans les «grandes» et baisse dans les cotées.

La *productivité du capital physique* a augmenté dans tous les types d'entreprises, alors que les différences de niveau se sont maintenues. Ainsi, dans les PME, 330 francs de capital physique sont nécessaires pour produire une unité de valeur ajoutée (il en fallait 500 en 1997); dans les «grandes», le besoin de capital physique a baissé de 430 à 400 francs et dans les entreprises cotées de 1800 à 1500 francs.

Ce qui précède permet de formuler deux constats généraux:

1. La productivité du travail dans les «grandes» non cotées est sensiblement supérieure à la fois à celles des cotées et des PME. C'est dans les cotées qu'elle est la plus faible.
2. La productivité du capital (financier et physique) est aussi moindre dans les entreprises cotées. L'écart est particulièrement important pour la productivité du capital physique, ce qui souligne l'importance des immobilisations au bilan, discutée plus haut.

Comment peut-on expliquer les divergences en matière de productivité que laissent apparaître les données comptables des entreprises suisses? En général, les discussions sur les productivités deviennent délicates à partir du moment où l'on sort de la perspective stricte d'un seul facteur, travail ou capital (physique ou financier), pour en embrasser plusieurs. Or, c'est la complémentarité des facteurs qui est au cœur de toute activité de production. Une manière de contourner l'obstacle et d'appréhender les différences dans les proportions des facteurs utilisés («factor mix») consiste à comparer les volumes de capital nécessaires pour produire la valeur ajoutée correspondant à celle que dégage un EPT. Un tel calcul permet de différencier très nettement les trois groupes d'entreprises étudiés ici.



Les trois volets de l'analyse font apparaître que les capitaux financiers engagés dans l'activité des entreprises cotées sont peu productifs alors qu'ils sont rémunérés au même niveau que ceux nettement plus productifs des entreprises non cotées. L'explication peut provenir de la nature des biens et services ou de différences dans les cultures comptables.

Illustration: Hannes Saxer

Le graphique 4 présente les résultats d'un tel calcul. Ainsi, dans les entreprises cotées, pour produire 106 000 francs de valeur ajoutée, un employé a besoin en moyenne de 311 000 francs de bilan et de 160 000 francs d'immobilisations, alors que 170 000 francs de bilan et 37 000 francs d'immobilisations permettent à son collègue dans une PME de créer 112 000 francs de valeur ajoutée. Quant à l'employé des grandes entreprises non cotées, il produit les 130 000 francs qui correspondent à sa productivité avec 236 000 francs de bilan et 51 000 francs d'immobilisations. Le graphique montre que l'intensité capitalistique, notamment celle des cotées, a pour contrepartie la faible productivité du capital. Cela pourrait indiquer – sous réserve des hypothèses sur la fonction de production – que les entreprises cotées se trouvent dans la zone de la productivité (et de rendements réels) décroissante du capital. Cette observation pose la question – centrale pour la compréhension des fondements de la crise actuelle – de l'efficacité des mécanismes qui gouvernent l'allocation de l'épargne entre ses divers utilisateurs.

Conclusion

Les trois volets de l'analyse qui précède font apparaître que les capitaux financiers engagés dans l'activité des entreprises cotées sont peu productifs alors qu'ils sont rémunérés au même niveau que ceux nettement plus productifs des entreprises non cotées. Comment expliquer ce paradoxe, comment justifier de tels écarts de productivité à rémuné-

ration constante? Deux hypothèses peuvent être formulées.

Selon la première, c'est en raison de la nature des biens et services fabriqués ou des technologies mises en œuvre que les entreprises cotées utiliseraient des volumes particulièrement importants de capital physique et financier. Bien que la rémunération du capital ne soit pas justifiée par sa productivité, elle serait incorporée dans le prix que paie l'acheteur pour les produits finaux correspondants. Ainsi, l'explication serait à chercher davantage du côté du marché – peu concurrentiel – des biens finaux que de celui du marché des capitaux. Certaines caractéristiques des entreprises cotées, telles que la détention de marques ou les positions dominantes liées aux droits de propriété intellectuelle, pourraient fournir des éléments en ce sens. Il n'en demeure pas moins que cette hypothèse repose sur une distorsion du marché des biens. Celle-ci conduit à une allocation sous-optimale (donc encore une distorsion) des capitaux, qui pourrait avoir des effets négatifs sur la croissance.

La deuxième hypothèse invoque les différences dans les cultures comptables entre les entreprises cotées et non cotées. Selon cet argument, les immobilisations «effectives» des secondes seraient systématiquement sous-évaluées dans les comptes en raison de la rapidité des amortissements, dictée par des considérations fiscales ou par l'absence d'une réévaluation périodique de la valeur des immobilisations. Il s'ensuivrait que les performances financières des non cotées présentées dans la première section seraient exagérées: la rentabilité «effective» des capitaux investis dans les entreprises non cotées serait ainsi plus faible que celle apparaissant dans les comptes. Cette explication serait rassurante pour l'efficacité allocative supposée du marché des capitaux. Ceci étant, elle revient à mettre en doute la pertinence des grandeurs comptables microéconomiques pour rendre compte de la réalité économique. Or, comment, sinon à l'aide des résultats comptables, le décideur au niveau des entreprises et le chercheur au niveau macroéconomique peuvent-ils appréhender de manière synthétique la réalité? En attendant un instrument infaillible, les résultats comptables des entreprises suisses constituent un gisement riche en informations sur le fonctionnement de notre économie. L'exploitation de ce matériau n'en est qu'à ses débuts. Une analyse par branche économique devrait notamment permettre d'explorer plus en profondeur le paradoxe rentabilité/productivité relevé dans cette étude. ■