

## La rentabilité des entreprises en France selon leurs tailles et leurs potentialités de croissance

Bertille Delaveau et Renaud du Tertre



**Bertille Delaveau** est diplômée de l'École HEC et de l'Institut d'études politiques de Paris. Elle a notamment travaillé sur l'évaluation de la rentabilité des entreprises à travers des bases de données de comptes consolidés. Elle est actuellement chargée de mission au Département des affaires économiques et financières du Centre d'analyse stratégique.



**Renaud du Tertre**, maître de conférences en sciences économiques à l'université de Paris Diderot - Paris 7, est conseiller scientifique au Centre d'analyse stratégique. En collaboration avec Olivier Passet, chef du Département des affaires économiques et financières, ses études ont surtout porté sur la croissance des entreprises et le rôle de la finance. Il a notamment contribué à la rédaction du rapport du groupe de travail présidé par Dominique Plihon au Commissariat général du Plan, *Rentabilité et risque dans le nouveau régime de croissance* (La Documentation française, 2002) et, comme co-auteur avec Olivier Passet, au rapport *Promouvoir un environnement financier favorable au développement* (Commissariat général du Plan, 2005).

### Résumé

La détérioration de la profitabilité des entreprises en France, qui se manifeste depuis 1999 par une baisse progressive du taux de marge mesuré dans le cadre de la comptabilité nationale, a jeté un doute sur la rentabilité des entreprises françaises, et notamment des PME. En effet, la croissance soutenue des profits des grandes entreprises depuis 2003 s'explique avant tout par leur dimension internationale, ce qui fait craindre que ce soit surtout les PME qui pâtissent d'une contraction de marge. La comparaison des performances de rendement entre les grandes entreprises et les PME menée dans cet article conduit à un jugement beaucoup plus nuancé. Certes, on assiste bien à un redressement de la rentabilité des grands groupes cotés en France depuis 2003, comparable à ce qui se passe pour leurs homologues étrangers. En revanche, il est nécessaire d'introduire

des distinctions pertinentes dans l'analyse du comportement des PME. Toutes les PME ne disposent pas des mêmes potentialités pour croître, accéder aux marchés d'exportation, innover ou s'adosser à la dynamique des grands groupes. Ce constat est important parce qu'il conduit à recommander aux pouvoirs publics de moins considérer les PME comme un tout, et de s'intéresser davantage à leurs stratégies afin d'identifier les obstacles qu'elles rencontrent et les mesures susceptibles de les atténuer.

**Mots-clés**

Entreprise cotée – PME – rentabilité – investissement

*Listed company – SME – profitability – investment*

De nombreux observateurs se sont inquiétés de la dégradation de la rentabilité des entreprises françaises qui se manifeste depuis 1999 par une baisse régulière du taux de marge mesuré dans le cadre de la Comptabilité nationale. Mais cette détérioration n'a pas le caractère général qu'on lui prête et, par suite, elle n'a pas non plus les mêmes conséquences qu'on lui attribue en matière d'investissement et de croissance. L'origine des craintes qui s'expriment à ce sujet est fondée sur la conviction qu'il existe une forte dichotomie au sein du tissu productif français entre les grands groupes cotés et les PME. Les premiers, fortement internationalisés, tireraient leurs bénéfices de la croissance mondiale, alors que les secondes pâtiraient d'un manque de rentabilité, du fait d'un champ d'action restreint aux frontières nationales ou, au mieux, européennes. Selon ce diagnostic, les PME constitueraient le point faible de notre économie et ce serait leur faible taux de rentabilité qui serait à l'origine d'une moindre performance des entreprises françaises prises dans leur ensemble par rapport à leurs concurrentes étrangères.

Toutefois, ce jugement alarmiste sur le dynamisme des entreprises en France est assez difficile à étayer par des observations pertinentes, parce qu'il n'existe pas de méthode d'évaluation fiable de la rentabilité des entreprises selon la catégorie à laquelle elles appartiennent en termes de taille et d'activité. La Comptabilité nationale fournit des indications moyennes sur la performance des entreprises toutes tailles confondues. Et elle est cantonnée au seul périmètre du territoire national. Pour étudier les spécificités des différentes catégories d'entreprises, il est nécessaire de recourir à des bases de données individuelles dont le champ est plus ou moins étendu et qui ne fournissent pas toutes les mêmes informations. Sur ce plan, il convient de mentionner tout d'abord les deux bases de l'INSEE, la base SUSE portant sur les comptes individuels d'entreprise et la base LIFI axée sur les liaisons financières entre les sociétés, ensuite la base BACH d'Eurostat comprenant les comptes sociaux de sociétés européennes et les comptes consolidés des sociétés américaines, ainsi que la base de données Worldscope de Datastream, qui regroupe les comptes consolidés des entreprises cotées. Si ces différentes bases de données permettent de se faire une idée assez précise de la rentabilité des grandes entreprises, notamment lorsqu'il s'agit d'entreprises cotées, il n'en va pas de même pour les PME. Aussi apparaît-il utile de compléter les données comptables par des enquêtes d'opinion auprès des chefs d'entreprise.

Il importe surtout de souligner que le recours aux bases de microdonnées conduit à des constats en partie contradictoires par rapport à ceux qui sont issus de la Comptabilité nationale. Certes, les grandes sociétés ont bien restauré leurs niveaux de rentabilité, mais les performances des PME semblent également assez satisfaisantes. Pour s'en convaincre, il est nécessaire de confronter des analyses menées sous plusieurs angles. Tout d'abord, il faut remarquer que la rentabilité des grands groupes français, évaluée à travers leurs comptes consolidés, s'est redressée à partir de 2003 au point de devenir comparable aux performances de leurs homologues étrangers. Ce constat est important parce qu'il s'oppose à la dégradation du taux de marge des sociétés non financières perçue par la Comptabilité nationale. On en déduit que les entreprises retirent une rentabilité moindre de leurs activités sur le sol hexagonal. Mais cela ne signifie pas que la rentabilité des PME soit aussi menacée que le prétendent la plupart des commentateurs. D'un côté, les enquêtes d'opinion menées auprès des dirigeants de PME prouvent que le manque de rentabilité ne constitue pas à leurs propres yeux la principale difficulté à laquelle se heurte le développement de leurs entreprises. De l'autre, ce point de vue est confirmé par des études récentes de la Banque de France et de l'INSEE sur données individuelles, en montrant que les PME atteignent des niveaux de rentabilité plutôt satisfaisants, et que pour saisir la nature des obstacles qu'elles rencontrent, il est nécessaire de s'intéresser aux différents stades de leur développement et aux différentes stratégies qu'elles essaient de déployer en matière de croissance, d'exportation ou d'innovation.

## 1. Une rentabilité des grands groupes français comparable à celle des groupes étrangers

Les sociétés non financières constituant les indices boursiers de référence, comme le CAC 40 ou le SBF 250, sont emblématiques du comportement des grands groupes d'un pays. Pour évaluer la rentabilité de cette catégorie d'entreprises, nous avons reconstitué pour plusieurs indices, à l'aide de la base de données Worldscope de Datastream, un bilan et un compte de résultat simplifiés, en agrégeant les postes correspondants des entreprises non financières constituant ces indices au 1<sup>er</sup> janvier 2005 (voir encadré 1). Si l'on compare les performances financières du SBF 250 à celles des plus grandes capitalisations non financières allemandes (DAX 30), britanniques (FTSE 100) ou américaines (S&P 500), à travers le ROE (*Return on equity*), rapportant le résultat net part du groupe aux capitaux propres part du groupe, on observe que la rentabilité financière des groupes français est tout à fait comparable à celle de leurs compétiteurs étrangers, en s'étant, à leur instar, très nettement redressée après la crise boursière des années 2000. Les grandes entreprises cotées dégagent ainsi en 2006 un ROE de 13 %, dépassant le niveau atteint à la veille de la crise (11 % en 2000). La chute du ROE sur la période 2000-2002 avait été causée par une dépréciation brutale de la valeur des écarts d'acquisition (les « *goodwills* ») inscrits au bilan de nombreuses entreprises, ainsi que par les moins-values financières liées au dégonflement de la bulle financière.

### Encadré 1

#### La rentabilité économique et financière des grands groupes cotés en comparaison internationale

##### *Les entreprises cotées regroupées par indices boursiers*

À l'aide de la base de données Worldscope fournie par Thomson Financials, donnant les comptes consolidés des entreprises cotées à travers le monde, nous avons cherché à mieux cerner l'évolution de la rentabilité des principales entreprises françaises sur l'ensemble de leurs activités par comparaison avec celles de grands partenaires économiques comme les États-Unis, l'Allemagne ou le Royaume-Uni.

Notre étude porte sur les entreprises constituant les principaux indices boursiers des pays étudiés au 1<sup>er</sup> janvier 2005, exception faite des entreprises financières (banques, assurances, foncières, etc.) dont l'analyse est très spécifique : SBF 250 pour la France, S&P 500 pour les États-Unis, FTSE 100 pour le Royaume-Uni, DAX 30 pour l'Allemagne.

Afin de calculer des taux de rentabilité par indice boursier, nous avons reconstitué un bilan et un compte de résultat simplifiés par indice en agrégeant les postes correspondants des sociétés composant l'indice au 1<sup>er</sup> janvier 2005.

##### *Les ratios de rentabilité utilisés*

On a cherché à évaluer, d'une part, la rentabilité économique des entreprises considérées, c'est-à-dire la rentabilité des ressources affectées au cycle d'exploitation, et d'autre part leur rentabilité financière, qui résulte de la rentabilité économique et du coût de la dette par le biais de l'effet de levier<sup>1</sup>. Nous avons utilisé deux ratios, proches de ceux employés couramment par les analystes financiers<sup>2</sup>.

1°) Le ROCE (*Return on capital employed*) avant impôt mesure le taux de rentabilité économique (résultat d'exploitation/capital économique). Nous avons utilisé dans ce calcul un résultat d'exploitation avant amortissement des actifs intangibles. La nomenclature anglo-saxonne adoptée par Worldscope intègre en effet à ce poste l'amortissement des écarts d'acquisition (ou *goodwills*) qui ne sont pas directement reliés au cycle d'exploitation, mais peuvent en revanche faire varier sensiblement la rentabilité des entreprises. Leur dévalorisation subite a ainsi fortement contribué à

<sup>1</sup> Le mécanisme de l'effet de levier est évoqué succinctement dans l'annexe de cet article.

<sup>2</sup> L'annexe de cet article montre la possibilité d'avoir plusieurs approches du même ratio de la rentabilité.

la crise boursière de 2001. Le ROCE mesure donc ici le rapport entre le résultat d'exploitation avant amortissement des actifs intangibles et la somme des fonds propres et de la dette.

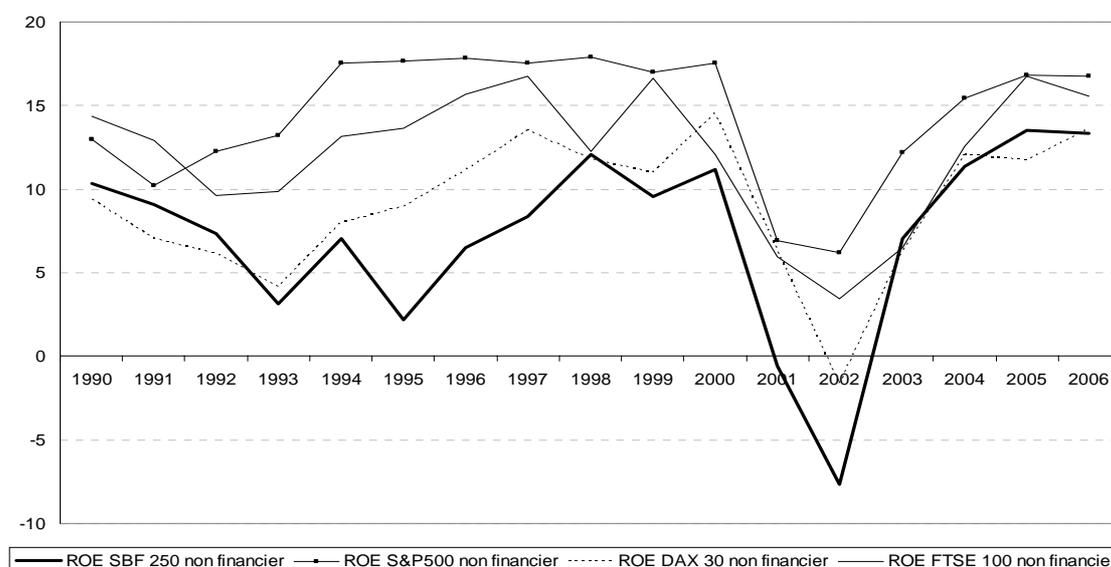
2°) Le ROE (*Return on equity*) mesure la rentabilité financière en rapportant le résultat net part du groupe aux capitaux propres part du groupe.

#### *Le calcul du taux d'imposition apparent*

Grâce au compte de résultat agrégé reconstitué pour les différents indices à partir des données Worldscope, nous pouvons calculer un taux d'imposition apparent des sociétés composant ces échantillons en divisant le montant d'impôt consolidé inscrit dans les comptes par le résultat opérationnel avant amortissement des actifs intangibles. Ce solde intermédiaire de gestion a été retenu afin de ne pas prendre en compte les éléments exceptionnels et la dépréciation du *goodwill* qui introduisent une trop grande volatilité des résultats, mais il conduit probablement à surévaluer le taux effectif d'imposition.

La rentabilité financière, évaluée par le ROE, et qui bénéficie aux seuls actionnaires résulte de deux facteurs essentiels : le niveau de la rentabilité économique d'une part, et le coût de la dette par le biais de l'effet de levier d'autre part. Le premier facteur est facile à comprendre ; il mesure tout simplement l'efficacité globale du capital immobilisé dans l'entreprise pour créer de nouvelles richesses et permettre par conséquent à l'entreprise de réaliser un profit. Le second facteur est en revanche plus complexe, puisque le coût de la dette dépend à la fois du taux d'intérêt auquel l'entreprise a emprunté et de son taux d'endettement, rapportant ses dettes financières à ses fonds propres. En effet, le taux d'intérêt à long terme est en général inférieur au taux de rendement économique de l'entreprise, ce qui diminue la part du profit total que celle-ci devra payer sous forme d'intérêts à ses créanciers, le solde restant dans les mains des actionnaires. Or cet écart de rémunération au détriment du créancier et à l'avantage de l'actionnaire sera d'autant plus élevé que le taux d'endettement de l'entreprise est élevé<sup>3</sup>.

**Graphique n° 1**  
ROE des grands groupes cotés en France, aux États-Unis,  
en Allemagne et au Royaume-Uni de 1990 à 2006

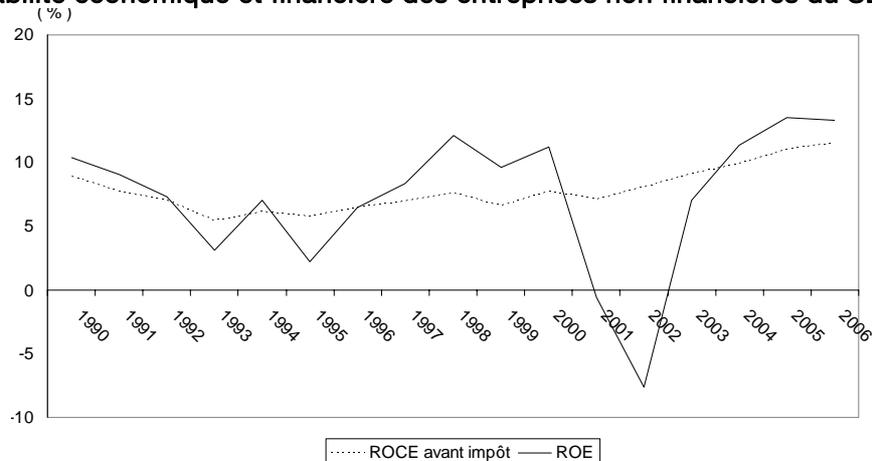


Source : Datastream, base Worldscope, calculs Centre d'analyse stratégique

<sup>3</sup> Le mécanisme de l'effet de levier est discuté de manière approfondie dans l'article suivant de ce numéro de la revue *Horizons stratégiques*.

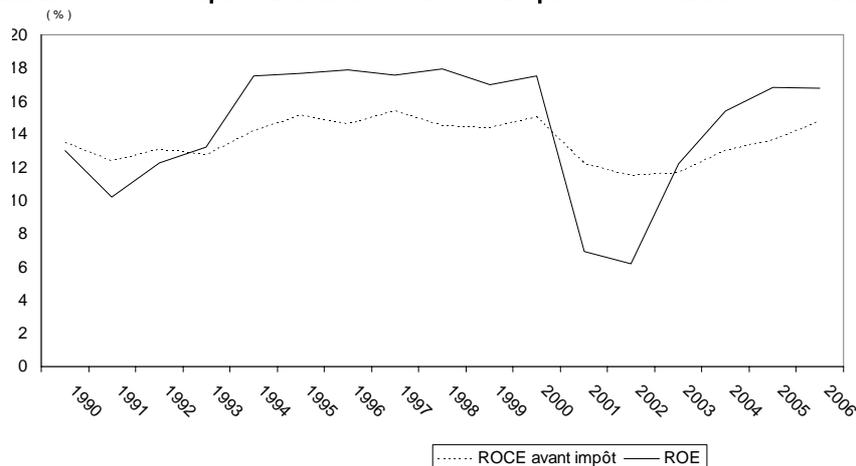
Comme l'illustrent les graphiques n° 2 et n° 3 pour la France et les États-Unis, l'embellie financière récente provient non seulement de l'amélioration de la structure financière des entreprises, qui ont profité de la baisse des taux d'intérêt pour accroître leur effet de levier, mais aussi, et surtout, d'une amélioration de la rentabilité économique, le ROCE<sup>4</sup> (*Return on capital employed*). Après une baisse atténuée en 2001, ce redressement, pratiquement continu dans le cas de la France, s'explique par le maintien de la croissance des profits réalisés, lorsqu'on ne tient pas compte des éléments de pertes exceptionnelles, pertes imputables aux moins-values sur cession d'actifs ou à des dépréciations brutales d'actifs. En revanche, ces éléments exceptionnels jouent un rôle déterminant dans le calcul du ROE, ce qui explique sa forte volatilité. De fait, les analystes financiers interprètent l'amélioration de la rentabilité économique des principales entreprises françaises par la réalisation de gains de productivité à l'origine d'une bonne maîtrise des coûts, et par la croissance du chiffre d'affaires réalisé à l'étranger, stimulée par des marchés porteurs.

**Graphique n° 2**  
**Rentabilité économique et financière des entreprises non financières du SBF 250**



Source : Datastream, base Worldscope, calculs Centre d'analyse stratégique

**Graphique n° 3**  
**Rentabilité économique et financière des entreprises non financières du S&P 500**

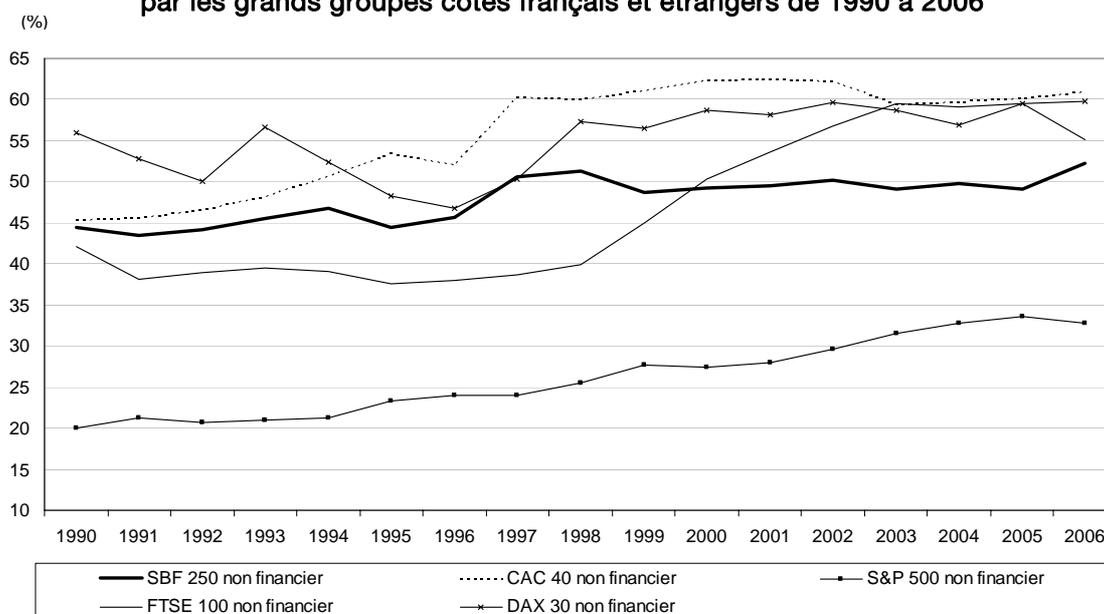


Source : Datastream, base Worldscope, calculs Centre d'analyse stratégique

<sup>4</sup> Le ROCE rapporte le résultat d'exploitation avant amortissement des actifs intangibles au capital économique, c'est-à-dire à la somme des fonds propres et des dettes. La nomenclature anglo-saxonne adoptée par Worldscope inclut en effet dans l'amortissement des actifs intangibles l'amortissement des écarts d'acquisition, qui ne sont pas directement reliés au cycle d'exploitation, mais qui peuvent en revanche faire varier sensiblement la rentabilité financière des entreprises.

Si la base de données utilisée ici ne permet pas de retracer la productivité des entreprises, elle nous renseigne en revanche sur leur degré d'internationalisation, mesuré par la part de leur chiffre d'affaires réalisé à l'étranger<sup>5</sup>. En moyenne, cette part oscille pour la plupart des plus grandes sociétés de chaque pays entre 50 % et 60 % en 2006, contre 40 % à 55 % en 1990. Les échantillons plus larges, comprenant donc aussi des entreprises de taille plus petite (SBF 250, S&P 500), affichent un moindre degré d'internationalisation du chiffre d'affaires, quoique également en forte progression depuis 1990. La dissociation des évolutions du CAC 40 et du SBF 250, en particulier, illustre ce phénomène de forte internationalisation, propre aux plus grandes entreprises, qui profitent ainsi davantage du dynamisme des marchés étrangers que les moyennes entreprises. En France, l'accélération de l'internationalisation des entreprises a accompagné la forte croissance des groupes durant la seconde moitié des années 1990. Cette internationalisation a été stimulée par l'euphorie boursière et la grande vague de fusions-acquisitions de la période. Au lendemain de la crise boursière des années 2000-2002, ces grandes entreprises internationales se sont trouvées en situation de bénéficier d'un différentiel de croissance entre la France et le reste du monde, ce qui leur a permis de réaliser des profits massifs à l'international et d'engager un redressement vigoureux de leur structure financière, notamment à travers une dépréciation des écarts d'acquisition et un désendettement.

**Graphique n° 4**  
**Part du chiffre d'affaires réalisé à l'étranger**  
**par les grands groupes cotés français et étrangers de 1990 à 2006**



N.B. : on obtient ce ratio en calculant la moyenne, sur l'ensemble de l'échantillon, de la part du chiffre d'affaires réalisé à l'étranger par chaque entreprise de l'échantillon

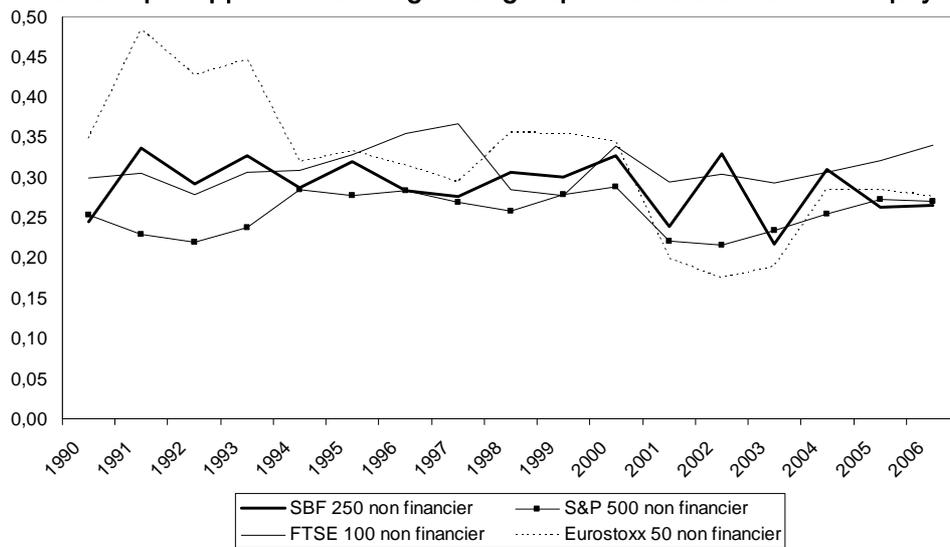
Source : Datastream, base Worldscope, calculs Centre d'analyse stratégique

En revanche, l'évolution de la rentabilité des grands groupes français par rapport aux groupes étrangers est peu influencée par la fiscalité dans la mesure où les taux d'impôt apparents, au niveau des comptes consolidés<sup>6</sup>, convergent en 2006 vers 27 % pour les plus grandes entreprises françaises, américaines, européennes. Les spécificités nationales s'estompent en effet dans le cadre de grands groupes qui disposent tous des mêmes outils en matière d'optimisation fiscale.

<sup>5</sup> Voir Delaveau et du Tertre (2007).

<sup>6</sup> L'impôt sur les sociétés consolidé correspond à l'impôt sur les sociétés dû au titre de la maison mère et de ses filiales. Il résulte de la somme des impôts courants et des impôts différés sur chaque périmètre d'intégration fiscale constituant le groupe. Pour les sociétés françaises, il recouvre l'impôt sur les sociétés dû par les filiales françaises et celui dû à l'étranger par les filiales hors de France.

**Graphique n° 5**  
**Taux d'impôt apparent sur les grands groupes cotés dans différents pays**

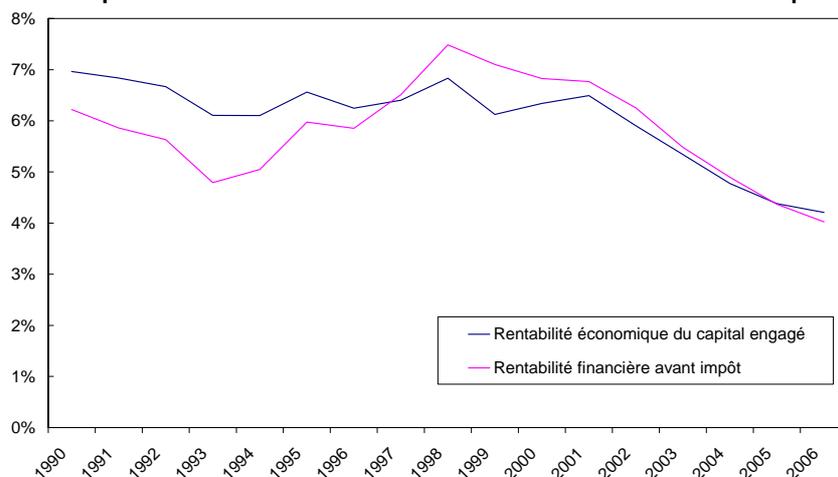


Source : Datastream, base Worldscope, calculs Centre d'analyse stratégique

## 2. Une rentabilité moins avantageuse des entreprises sur le territoire national

Le panorama qui se dégage des données de la Comptabilité nationale fait apparaître une évolution beaucoup moins favorable concernant l'ensemble des sociétés non financières que celui que nous venons d'esquisser pour les plus grandes. À partir des comptes de flux et des comptes de patrimoine, on peut en effet reconstituer des ratios de rentabilité économique et de rentabilité financière dont le périmètre s'approche des valeurs issues de la comptabilité d'entreprise<sup>7</sup>. Or ces indicateurs se dégradent fortement depuis 2001, alors que les ratios de rentabilité des grands groupes français se sont redressés rapidement après la crise boursière de 2001. Ce contraste s'explique par une stagnation ou une baisse des profits réalisés sur le territoire national, alors que le montant des fonds propres et du capital engagé a repris une croissance soutenue en valeur après la crise.

**Graphique n° 6**  
**Rentabilité économique financière des sociétés non financières selon la Comptabilité nationale**

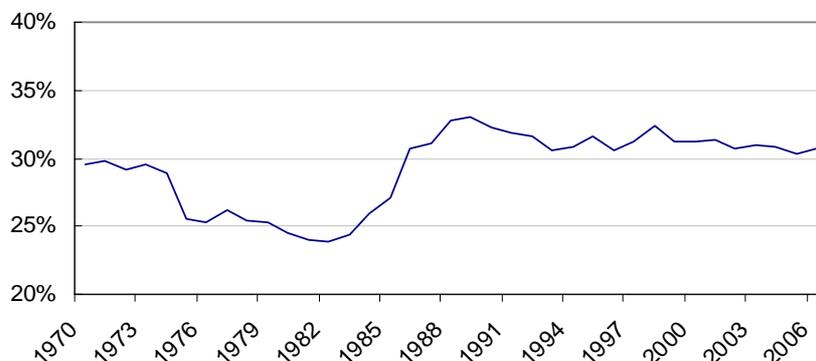


Source : INSEE, Comptabilité nationale, calculs Centre d'analyse stratégique

<sup>7</sup> Rentabilité économique du capital engagé = (ENE + Intérêts reçus bruts) / Capital engagé, où Capital engagé = Actif non financier hors stock + BFR + Créances financières et trésorerie.  
 Rentabilité financière avant impôt = (ENE + Intérêts reçus bruts - Intérêts versés bruts) / (Capital engagé - Dette financière brute).

Le manque de dynamisme des profits peut être relié à la stabilité du taux de marge des sociétés non financières depuis le début des années 1990, puis à son déclin progressif après 1999. Au milieu des années 2000, la part du profit (excédent brut d'exploitation) dans la valeur ajoutée produite par les sociétés non financières se situe autour de 31 %.

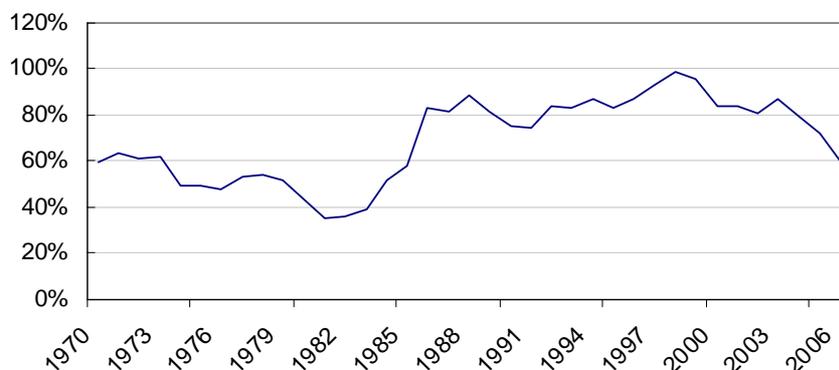
**Graphique n° 7**  
**Le taux de marge brute des entreprises non financières en France**  
**selon la Comptabilité nationale de 1970 à 2006**



Source : INSEE, Comptabilité nationale, calculs Centre d'analyse stratégique

Le taux d'autofinancement qui rapporte l'épargne brute à la formation brute de capital fixe des sociétés non financières, subit également les conséquences de la baisse des profits, et décline nettement depuis 2003.

**Graphique n° 8**  
**Le taux d'autofinancement des entreprises non financières en France**  
**selon la Comptabilité nationale de 1970 à 2006**



Source : INSEE, Comptabilité nationale, calculs Centre d'analyse stratégique

Cette dégradation de la rentabilité des entreprises françaises, perçue à travers la Comptabilité nationale, est interprétée généralement comme le résultat de la mauvaise situation des entreprises dont l'activité est cantonnée à l'échelle nationale, et parmi lesquelles les PME occupent une place décisive. C'est le point de vue adopté par J.-P. Betbèze et C. Saint-Etienne dans leur rapport du Conseil d'analyse économique<sup>8</sup>, en se fondant sur des comparaisons internationales faites par la Banque de France à partir des données individuelles agrégées de la base BACH<sup>9</sup>. Dans ces études, la rentabilité des entreprises françaises apparaît globalement inférieure à celle de leurs concurrentes étrangères, quelques grands groupes internationalisés faisant exception. On pourrait ainsi en déduire que les PME françaises souffrent d'un retard de rentabilité par comparaison

<sup>8</sup> Voir Betbèze et Saint-Etienne (2006).

<sup>9</sup> Voir Bataille (2005).

avec leurs homologues européennes ou américaines. J.-P. Betbèze et C. Saint-Etienne n'y voient pas la conséquence d'un manque d'audace de la part des entrepreneurs, ni de mauvaises conditions d'attribution de crédit. Mais ils incriminent avant toute chose les délais de paiement qui sont exagérément longs en France, notamment de la part des administrations publiques, et ils invoquent aussi la fiscalité qui est, à leurs yeux, peu incitative pour les entrepreneurs au-delà d'un certain stade de croissance et qui, par suite, amène à revendre à des groupes les entreprises en forte croissance. Ce sont ces entraves qui limitent la rentabilité des « gazelles » qui, si elles en étaient libérées, seraient en mesure d'accomplir plus facilement les sauts organisationnels nécessaires à leur développement.

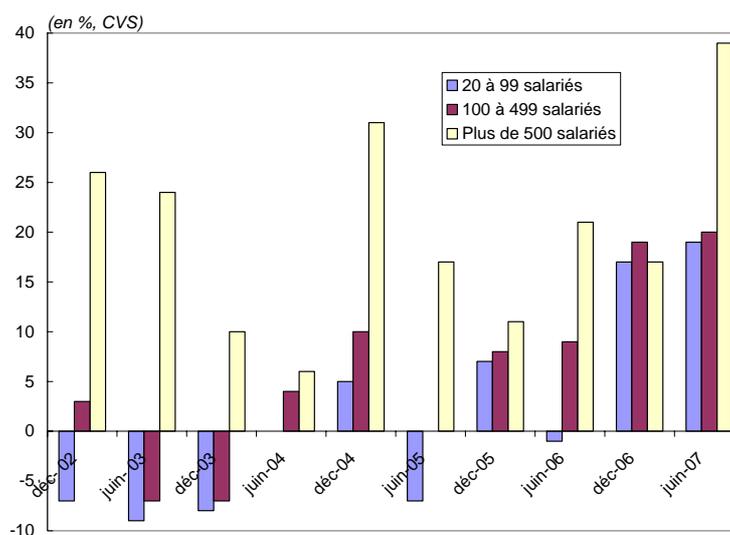
### 3. Une profitabilité des PME jugée satisfaisante par leurs dirigeants

Les enquêtes d'opinion auprès des chefs d'entreprise permettent de mieux cerner les obstacles auxquels ils se heurtent et que les pouvoirs publics doivent s'attacher à faire disparaître.

#### 3.1. Des résultats d'exploitation favorables dans les PME industrielles

L'enquête de trésorerie dans l'industrie effectuée par l'INSEE, qui recueille l'opinion d'entreprises industrielles de toutes tailles sur le semestre qui vient de s'écouler, montre que les dirigeants de PME, c'est-à-dire d'entreprises de moins de 500 salariés, jugent leurs résultats d'exploitation largement satisfaisants, au deuxième semestre 2006 et au premier semestre 2007. En effet, l'écart entre les réponses signalant des résultats d'exploitation jugés « satisfaisants » et celles déclarant des résultats jugés « faibles » est fortement positif sur ces deux semestres, et ce dans des proportions comparables aux entreprises de plus de 500 salariés au deuxième semestre 2006. Cette embellie conjoncturelle est liée essentiellement à des prix de vente et des volumes de ventes en augmentation, grâce à une demande intérieure dynamique.

**Graphique n° 9**  
**Soldes d'opinion concernant les résultats d'exploitation**  
**dans l'industrie, selon la taille des entreprises**  
*(En pourcentage corrigé des variations saisonnières)*



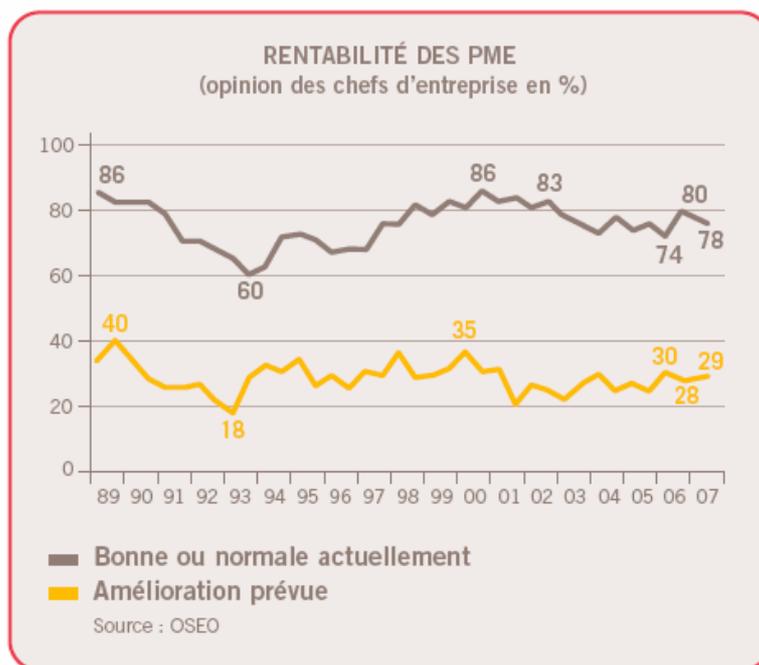
Source : INSEE, « Enquête de trésorerie dans l'industrie », Informations rapides, n° 208, juillet 2007

Ainsi, quoique les grandes entreprises (plus de 500 salariés) se démarquent par des soldes d'opinion constamment positifs depuis 2002, les résultats d'exploitation des moyennes entreprises (entre 100 et 499 salariés) bénéficient d'appréciations favorables depuis début 2004. En revanche, la situation des petites entreprises (20 à 99 salariés) apparaît plus contrastée et surtout plus fragile sur le plan de la rentabilité, les soldes d'opinion concernant leurs résultats d'exploitation s'avérant négatifs sur la moitié de la période considérée, ce qui conduit à s'interroger sur la pérennité du retournement à la hausse des opinions que l'on observe sur les deux derniers semestres de la période étudiée.

### 3.2. Des perspectives de rentabilité positives pour les PME dans l'ensemble des secteurs

L'enquête semestrielle de conjoncture sur les PME, réalisée par OSÉO, interroge les dirigeants des entreprises de moins de 500 salariés sur l'appréciation de la situation qu'ils vivent et leurs anticipations en matière d'activité et d'emploi. Elle se préoccupe en outre de leur situation financière et du développement de leurs investissements. Ses résultats sont dénués d'ambiguïté ; ils confirment que les PME atteignent une rentabilité satisfaisante dans l'ensemble des secteurs d'activité, mis à part les secteurs particuliers de l'agriculture et des services financiers<sup>10</sup>.

Graphique n° 10  
L'opinion des chefs d'entreprise sur la rentabilité des PME de 1989 à 2007



Source : OSÉO, « La conjoncture des petites et moyennes entreprises », 45<sup>e</sup> enquête semestrielle, juillet 2007

La 45<sup>e</sup> enquête, datant de juillet 2007, souligne ainsi le bon moral des dirigeants des PME. Ceux-ci portent un regard positif sur leur activité, essentiellement du fait du dynamisme du secteur des services aux entreprises et de la construction, qui n'entrent pas dans le champ de l'enquête de trésorerie de l'INSEE. Vient ensuite le secteur de l'industrie où les appréciations sont également en hausse. Sur le plan de l'activité, on peut noter toutefois une différence dans les performances atteintes selon deux lignes de partage : la taille des

<sup>10</sup> L'enquête semestrielle de conjoncture d'OSÉO, initiée en 1985 et réalisée deux fois par an, en mai et novembre, porte sur un échantillon de 10 000 entreprises de moins de 500 salariés. L'analyse porte sur les 1 000 premières réponses jugées complètes et fiables.

entreprises d'une part, et la dynamique d'exportation d'autre part. En effet, les prévisions de croissance des TPE (très petites entreprises, de moins de 10 salariés) demeurent inférieures à celles des autres PME, même si cet écart tend à se réduire. L'influence de la taille de l'entreprise s'exprime également à travers les intentions d'embauche, qui augmentent significativement avec la taille de l'entreprise. En outre, les PME exportatrices bénéficient d'une activité plus soutenue que celles qui n'exportent pas, confirmant ainsi l'importance pour toutes les entreprises, et non seulement pour les grands groupes, d'arrimer leur stratégie de croissance au dynamisme des marchés internationaux plutôt qu'au seul marché domestique.

Ces bonnes perspectives de croissance des PME s'accompagnent d'une rentabilité jugée très majoritairement satisfaisante par les chefs d'entreprise, même si les résultats de l'enquête n'enregistrent pas de hausse. 78 % des chefs de PME jugeaient ainsi leur rentabilité « bonne ou normale actuellement » au milieu de l'année 2007. Ici encore, l'ouverture à l'international semble corrélée à la bonne santé financière. Les PME qui réalisent plus du quart de leur activité à l'international sont en effet assez satisfaites de leur rentabilité. En revanche, à l'encontre des prévisions d'activité, ce sont les entreprises de 100 à 500 salariés qui jugent le plus sévèrement leur rentabilité.

Ces appréciations positives sur la rentabilité des PME doivent néanmoins être nuancées par leurs perspectives en matière d'investissement. Les difficultés rencontrées sur le plan de la rentabilité des entreprises sont citées par leurs dirigeants comme le deuxième obstacle qui limite leurs investissements, après les insuffisances de la demande. Toutefois, en tendance, l'impact négatif attribué à la rentabilité est en diminution depuis deux semestres, ce qui va de pair avec un regain d'appréciations positives sur la rentabilité des PME et un retournement à la hausse des anticipations d'investissement.

#### **4. De bonnes performances des PME en matière de rentabilité, mais des trajectoires de croissance différenciées**

Deux études récentes soulignent les bonnes performances des PME en matière de rentabilité, mais encore faut-il remarquer qu'il existe des différences significatives entre entreprises selon le type de trajectoire dans laquelle elles inscrivent leurs stratégies. La première étude, qui provient de la Banque de France, met l'accent sur le fait que les PME accroissent leur profitabilité sur des bases d'autant plus solides qu'elles s'adosent parallèlement à la croissance d'un groupe, quelle que soit la taille de ce dernier. La seconde, issue d'une recherche menée à l'INSEE, met en évidence une relation négative entre la taille de l'entreprise et sa rentabilité. Mais cette relation tient moins à l'existence de seuils que l'entreprise doit franchir au cours de son existence, qu'à son dynamisme qui tend à diminuer avec son vieillissement.

##### **4.1. Une profitabilité des PME accrue par une appartenance à un groupe**

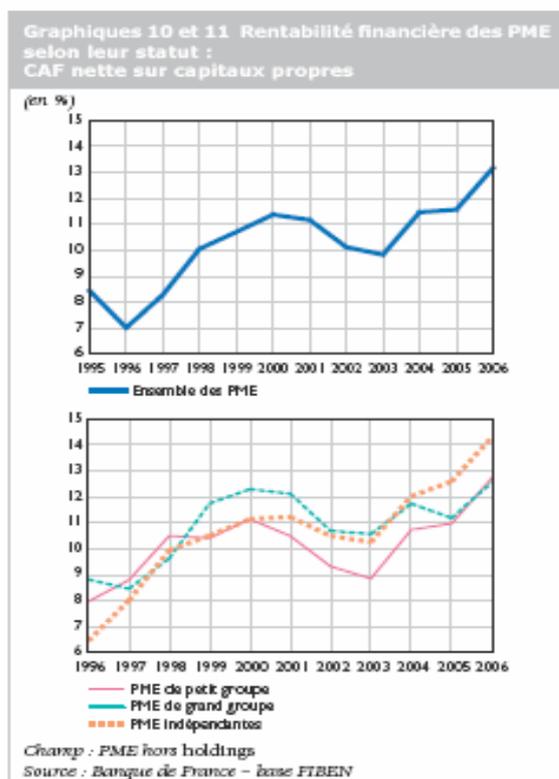
Une étude récente menée à la Banque de France, à partir de la base FIBEN issue des comptes sociaux, collectés par son réseau de succursales, apporte des précisions sur la situation financière des PME de moins de 250 salariés<sup>11</sup>. Cette base recouvre l'ensemble des activités marchandes, à l'exception de l'agriculture, des activités financières et immobilières, de l'éducation, de la santé, de l'action sociale et de l'administration.

---

<sup>11</sup> Voir Cayssals, Kemp et Peter (2007).

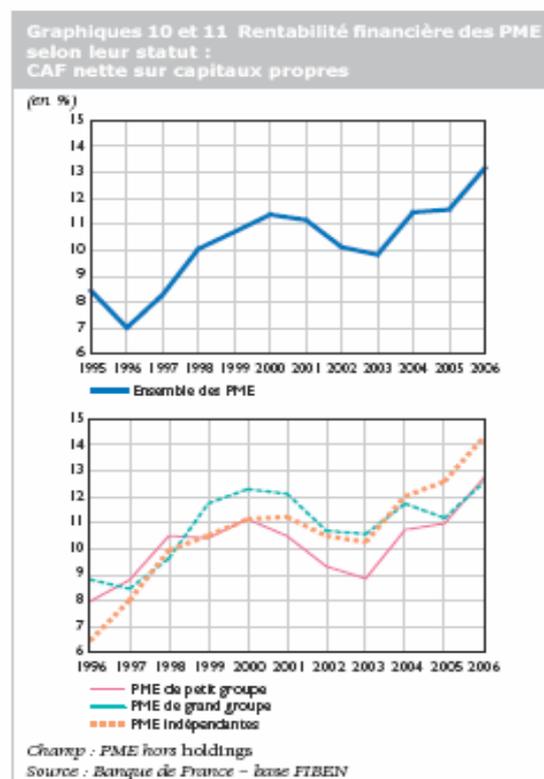
Les auteurs de l'étude se sont attachés à différencier la dynamique des PME indépendantes de celle des PME appartenant à des groupes. Un niveau d'analyse supplémentaire permet de différencier les PME appartenant à un petit groupe (effectifs cumulés inférieurs à 500 salariés, chiffre d'affaires inférieur à 50 millions d'euros et nombre de filiales inférieur à 5) de celles appartenant à un grand groupe. Le premier constat de l'étude porte sur la proportion croissante des PME intégrées dans un groupe : les PME indépendantes représentaient (en nombre) 79 % des PME en 1997, contre seulement 51 % en 2006. Cette évolution est d'autant plus marquante que, exprimée en total du bilan, la proportion des PME indépendantes a diminué de moitié en passant de 63 % de l'ensemble du total du bilan des PME en 1997 à 30 % en 2006.

**Graphique n° 11**  
Rentabilité financière des PME selon leur appartenance ou non à un groupe



Source : Cayssals, Kemp et Peter (2007), p. 38

**Graphique n° 12**  
Taux d'investissement des PME selon leur appartenance ou non à un groupe



Source : Cayssals, Kemp et Peter (2007), p. 42

Le critère de l'appartenance à un groupe semble décisif dans le choix de la structure de financement et dans la stratégie d'investissement des entreprises. En effet, les PME indépendantes, qui ne peuvent compter que sur leur propre assise financière en cas de conjoncture difficile, tendent à conserver davantage de trésorerie (13 % du total du bilan, en 2006), à l'actif, alors que la trésorerie des PME adossées à un groupe (11 % du total du bilan pour les PME de petits groupes et 6 % pour celles de grands groupes) est davantage remontée au niveau du groupe. Toutefois, cette trésorerie de précaution des PME indépendantes accompagne un redressement de leur solidité financière ces dernières années, comme le montre la forte hausse de la part de leurs capitaux propres, au passif (26 % du total du bilan en 2006 contre 21 % en 1997). Cela leur a permis d'accroître leurs capacités d'endettement bancaire tout en améliorant leurs capacités d'autofinancement. On observe en effet, depuis 2003, un net retournement à la hausse de la rentabilité des PME indépendantes, exprimée par le rapport de la capacité d'autofinancement nette aux capitaux propres. Ce regain de rentabilité profite à l'ensemble des PME, mais les PME indépendantes affichent en 2006 le taux le plus élevé (14 % contre 12,5 % pour les PME de groupes).

L'analyse des performances des PME intégrées à un groupe est, en revanche, plus délicate à conduire, car leur structure financière n'a véritablement de sens que considérée dans le cadre de ce groupe. En effet, c'est à ce niveau que se décide la stratégie financière, qui implique de plus en plus souvent une structure de holding, dans laquelle une filiale sans activité opérationnelle concentre l'endettement et les participations du groupe dans ses filiales. Or la base de données de comptes sociaux FIBEN génère, dans cette démarche, des doubles comptes dont découle une surévaluation des capitaux propres. On peut remarquer toutefois que la moindre rentabilité affichée par les PME de groupes s'explique en partie par la remontée de dividendes vers la maison mère, qui diminue d'autant les bénéfices de la filiale.

En définitive, l'étude de la Banque de France permet de dégager deux dynamiques différentes selon que la PME est indépendante ou non. D'un côté, les PME indépendantes se sont renforcées financièrement au cours des dix dernières années. Cependant, elles ont souvent dû pour cela ajourner certains investissements. On observe en effet une baisse du taux d'investissement<sup>12</sup> dans l'ensemble des PME, mais les PME indépendantes sont celles dont le taux est le plus bas (10 % en 2006 contre 11 % pour l'ensemble des PME et 12,5 % pour les PME de grands groupes). L'étude souligne ainsi que les PME indépendantes sont confrontées à des obstacles liés à leur taille pour pouvoir investir. Elles se heurtent en effet à des contraintes managériales, organisationnelles et financières (choix limité de financements, difficultés liées à l'apport de garanties et à la qualité de l'information financière). À court terme, l'adoption d'une stratégie d'indépendance vis-à-vis des groupes a conduit les PME qui se sont engagées dans cette voie à accroître leur rentabilité. Mais, à long terme, ce choix menace la pérennité de leur développement, parce qu'il limite leurs capacités de financer leurs investissements.

D'un autre côté, les PME adossées à des groupes représentent une tendance de fond. Leur situation au sein d'un groupe conforte en effet leur assise financière et les autorise à se lancer dans des investissements plus risqués que dans le cas des PME indépendantes. Elles conjuguent ainsi hausse de la rentabilité et développement de leurs investissements. Et leurs capacités de financement semblent d'autant plus favorables que le groupe est étoffé.

#### **4.2. Des PME rentables, mais de moins en moins dynamiques avec l'âge**

Une étude récente menée à l'INSEE à partir de données individuelles de sociétés non financières s'attache à isoler l'activité des sociétés appartenant à un même groupe tout en évitant les doubles comptes<sup>13</sup>. Son principal objet est de montrer la relation qui s'établit entre la rentabilité des entreprises françaises et leur taille évaluée en nombre de salariés<sup>14</sup>. L'examen des différents ratios susceptibles de mesurer leur rentabilité d'exploitation<sup>15</sup> conduit à une conclusion manifeste : il existe une relation inverse entre la taille de l'entreprise et sa rentabilité. L'auteur préfère ces indicateurs au taux de marge, souvent utilisé en comptabilité nationale pour évaluer la rentabilité des entreprises, parce que leur moindre ampleur dans le cas des PME s'explique avant tout par leur faible intensité capitalistique<sup>16</sup>. Selon cette démarche, les PME seraient en moyenne plus rentables que les

---

<sup>12</sup> Le taux d'investissement mesure le rapport entre investissement d'exploitation et valeur ajoutée.

<sup>13</sup> Voir Picart (2008).

<sup>14</sup> Les données individuelles portent sur des sociétés non financières en excluant les personnes physiques, les sociétés déclarantes au régime simplifié, et celles qui appartiennent au secteur de l'immobilier. En 2004, elles représentent 580 000 sociétés employant 12,2 millions de salariés.

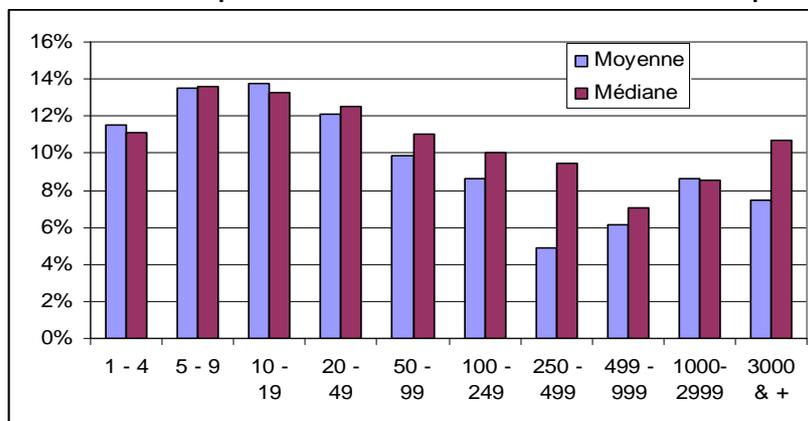
Au sein de chaque groupe, les sociétés dont les actifs et les revenus relèvent principalement d'une activité financière ont été isolées, afin de ne garder que la base productive du groupe, c'est-à-dire les sociétés dont les comptes peuvent raisonnablement faire l'objet d'une sommation.

<sup>15</sup> Les différents ratios observés dans l'étude comportent, au dénominateur, le capital d'exploitation net des amortissements, avec ou sans BFR, et au numérateur l'excédent brut d'exploitation, la capacité d'autofinancement ou le résultat d'exploitation.

<sup>16</sup> L'intensité capitalistique d'une entreprise rapporte la valeur ajoutée au montant du capital engagé.

grandes entreprises. Ce résultat est confirmé sur les marchés financiers par les *Price to book* qui, par définition, rapportent la valorisation par le marché d'une entreprise à sa valeur comptable, et qui sont plus élevés dans le cas des PME que pour les grandes entreprises.

Graphique n° 13  
Rentabilité d'exploitation en fonction de la taille de l'entreprise



Source : Picart (2008), p. 11

Mais cette rentabilité moyenne recouvre des variations significatives selon les seuils de taille que l'entreprise doit franchir au cours de sa croissance. La rentabilité d'exploitation est ainsi maximale autour de 10 salariés (voir graphique n° 15) mais, de manière générale, la rentabilité nette d'exploitation est bien plus élevée pour les PME. Cette sur-performance des PME s'explique par une productivité apparente du capital supérieure. En effet, la rentabilité d'exploitation est égale au rapport du taux de marge à l'intensité capitalistique ( $REB = (EBE/VA) / (VA/K)$ ). Or, l'intensité capitalistique est le ratio le plus nettement relié à la taille. Son effet l'emporte dans l'évolution de la rentabilité d'exploitation. La plus forte productivité apparente du capital des PME détermine donc leur plus forte rentabilité d'exploitation. On peut noter par ailleurs l'existence d'un cap dans les trajectoires de profitabilité : celle-ci diminue quand la taille de l'entreprise augmente au-delà de 10 salariés, jusqu'à 500 salariés. En revanche, elle s'accroît avec la taille de l'entreprise à partir de 500 salariés, c'est-à-dire quand la société est sortie du champ des PME pour entrer dans celui des grandes entreprises.

Dans le cas des PME, la diminution de profitabilité quand leur taille augmente s'explique davantage par une évolution naturelle, due au cycle de vie de l'entreprise, que par un processus de croissance excessive des PME, qui leur ferait perdre en performance, ou par un phénomène de vieillissement. Selon l'auteur, la sur-performance des petites PME est indispensable pour permettre leur croissance ultérieure, et on vérifie à cet égard que ce sont les entreprises les plus jeunes qui connaissent le plus souvent une situation de sur-rentabilité.

L'évolution dans le temps de la rentabilité des PME depuis 1990 conduit à des constats proches de ceux de l'étude menée à la Banque de France. L'auteur fait observer que le résultat d'exploitation des PME s'améliore de 1993 à 2001, puis stagne de 2001 à 2005, pour repartir ensuite à la hausse de façon encore plus nette. L'amélioration de la situation financière des PME s'explique surtout par la baisse des charges d'intérêt après 1993, qui provient, quant à elle, d'un désendettement massif. Autrement dit, la contraction des dettes a été compensée en partie, mais en partie seulement, par une hausse des fonds propres. Cependant, poursuit l'auteur, les PME n'ont pas profité de leur meilleure rentabilité pour investir. Elles se sont attachées surtout à développer une stratégie défensive en restaurant leur trésorerie afin de se prémunir contre l'impact de chocs négatifs sur leur activité.

En définitive, la plus forte rentabilité affichée par les petites PME ne signifie pas qu'elles n'ont pas intérêt à croître. En effet, les entreprises les plus rentables sont souvent celles qui

sont les plus jeunes, et on constate qu'elles le deviennent de moins en moins en vieillissant. Mais il ne faut pas s'arrêter à ce seul constat. Le mérite de l'auteur est de montrer que ce phénomène de déclin de la rentabilité avec l'âge est d'autant plus accentué que les entreprises concernées ont moins grandi. Autrement dit, l'analyse de la rentabilité des PME doit certes tenir compte du cycle de vie de l'entreprise, mais pour être pertinente cette approche doit introduire une distinction entre deux types de stratégies de croissance. En effet, il faut opposer, d'un côté, les PME qui ne se destinent pas à croître et qui connaissent une dynamique de l'emploi et une rentabilité modérées, et, de l'autre, les PME qui adoptent une stratégie vigoureuse de croissance et qui affrontent les différents stades de développement de leur taille, soit en devenant elles-mêmes de grandes entreprises, soit en étant intégrées au sein d'un groupe. Mais dans chaque cas, elles réussissent à franchir les seuils de taille parce qu'elles ont acquis préalablement une rentabilité supérieure à des entreprises pérennes de taille comparable.

## Conclusion

Malgré une idée fortement ancrée, ce n'est pas la faible rentabilité des PME qui explique la baisse générale de la profitabilité des entreprises françaises constatée à partir des comptes nationaux. L'expansion internationale des grands groupes est certes à l'origine de leurs performances en matière de rentabilité, mais cela ne signifie pas que les PME ne réussissent pas à atteindre des performances comparables aux grandes. Loin s'en faut. La levée de ce paradoxe apparent nécessite d'approfondir les liens qui s'établissent entre la rentabilité des entreprises et leur taille en s'intéressant à leurs stratégies.

Il importe de souligner tout d'abord qu'une rentabilité satisfaisante ne constitue pas un atout suffisant pour inciter les PME à s'engager dans une stratégie de croissance, c'est-à-dire d'investissement et d'emploi. Manifestement, le redressement de la rentabilité des entreprises françaises de petite ou de taille moyenne répond d'abord à des objectifs financiers : notamment restaurer leur trésorerie pour se prémunir contre des chocs conjoncturels et se désendetter pour alléger leurs charges financières.

Par ailleurs, les capacités de financement des entreprises changent nettement selon qu'elles réussissent ou non à s'adosser à un groupe. À cet égard, il faut noter que les stratégies de croissance interne et de croissance externe, loin de s'opposer, apparaissent par bien des aspects complémentaires l'une de l'autre.

Enfin, il faut mettre l'accent sur le dynamisme qui caractérise une entreprise en fonction de son âge. Toutes les entreprises ne sont pas destinées à croître. Nombre de dirigeants d'entreprises pérennes se satisfont d'atteindre une rentabilité jugée satisfaisante, sans chercher à développer leurs activités. En revanche, celles qui réussissent à franchir les seuils de taille impliquant une reconfiguration interne des métiers et des priorités sont celles qui se sont délibérément inscrites dès le départ dans une stratégie de croissance soutenue et qui ont cherché parallèlement à atteindre des niveaux de rentabilité supérieurs à la catégorie d'entreprises à laquelle elles appartiennent.

Ce dernier constat devrait être d'une grande utilité pour les pouvoirs publics, dans la mesure où il incite à percevoir les problèmes de seuils liés à la taille des entreprises sous un nouveau jour. En effet, les difficultés à surmonter tiennent moins à l'existence de stades bien définis de développement que l'entreprise doit parcourir au cours de son cycle de vie, qu'à la nature des objectifs visés en matière de croissance, qu'il s'agisse de conquérir de nouveaux marchés à l'exportation notamment, de développer de nouveaux produits ou de changer la configuration technique et organisationnelle de l'entreprise. Dans chaque cas, celle-ci se heurte à des problèmes spécifiques qui appellent des solutions spécifiques. Ce constat devrait conduire les pouvoirs publics à cibler leurs aides en fonction des questions posées selon la nature des caps que l'entreprise se propose de franchir.

## Annexe

### Remarques méthodologiques concernant l'évaluation de la rentabilité des capitaux et l'effet de levier

Il existe deux séries de raisons qui conduisent à des mesures différentes de la rentabilité des capitaux en se basant sur la comptabilité privée d'entreprise.

- Les premières raisons tiennent à la nature des capitaux pris en compte au dénominateur du taux de rendement, et à la nature du flux de revenus correspondant pris en compte au numérateur. D'une manière générale, on distingue trois catégories de taux de rendement :
  - a) La rentabilité économique, le ROCE (*Return on capital engaged*), mesure le rapport entre le profit total de l'entreprise et l'ensemble du capital engagé par l'entreprise dans son activité d'exploitation.
  - b) La rentabilité financière, le ROE (*Return on equity*), mesure le rapport entre le résultat net qui échoit aux propriétaires juridiques du capital, les actionnaires, et les fonds propres de l'entreprise, la partie du capital qui appartient aux seuls actionnaires.
  - c) Le taux d'intérêt à long terme mesure le rapport entre les intérêts que l'entreprise doit verser aux créanciers et le montant de ses dettes financières, de sorte qu'il exprime la moyenne pondérée des taux d'intérêt auxquels l'entreprise a emprunté.

La distinction entre ces trois taux de rendement est à la base de l'analyse de l'effet de levier. Cet effet désigne le fait que la rentabilité financière de l'entreprise est susceptible de s'élever au-dessus de sa rentabilité économique à partir du moment où l'entreprise emprunte auprès de ses créanciers à un taux d'intérêt inférieur à la rentabilité économique du capital qu'elle immobilise<sup>17</sup>.

- a) En effet, en distribuant sous forme d'intérêts une part du profit total dans une proportion inférieure à la part des dettes financières dans le total du capital engagé, cela libère mécaniquement un résultat net qui échoit dans les mains des actionnaires dans une proportion du profit total supérieure à la part des fonds propres dans le total du capital engagé.
- b) Dans ces conditions les deux taux de rendement s'écartent nécessairement l'un de l'autre à l'avantage de l'actionnaire et au détriment du créancier.

Cette différence de taux a toutefois un fondement reconnu comme légitime par l'ensemble des titulaires de titres financiers, dans la mesure où les créanciers prennent des risques moins importants que les actionnaires.

---

<sup>17</sup> Voir encadré 3, « Les deux facteurs explicatifs de l'effet de levier », dans l'article suivant de Renaud du Tertre et Yann Guy : « Le profit contre la croissance ? Le dynamisme et la rentabilité des grandes entreprises cotées en France ».

- Les secondes raisons qui expliquent des différences dans l'évaluation des taux de rendement d'une entreprise proviennent de considérations d'ordre méthodologique concernant la mesure d'un même taux de rendement. En effet, le lecteur constatera des différences sensibles en niveaux et en profils d'évolution de la rentabilité économique d'une part et de la rentabilité financière d'autre part lorsqu'il passera d'un article à l'autre de ce *Dossier* consacré aux stratégies d'entreprise.

Ces différences méthodologiques résultent des objectifs analytiques que les auteurs poursuivent et des contraintes auxquelles ils doivent se soumettre pour y répondre. On peut distinguer notamment deux approches.

- a) La première cherche à mettre l'accent sur la valorisation boursière de l'entreprise qui est attendue par les actionnaires. C'est l'approche adoptée par les auteurs dans cet article.
- b) La seconde se propose d'évaluer l'effet de levier en montrant comment l'écart entre le taux de rendement économique et le taux d'intérêt à long terme conduit à élever le taux de rentabilité financière. C'est l'approche adoptée par Renaud du Tertre et Yann Guy dans le deuxième article de ce numéro de la revue *Horizons stratégiques*.

Signalons qu'aucune différence n'est susceptible d'affecter la mesure du taux d'intérêt à long terme, puisque l'évaluation de ce taux se déduit en rapportant l'ensemble des intérêts versés aux créanciers à l'ensemble des dettes financières que l'entreprise a contractées.

<b>Taux d'intérêt apparent</b>		$i = INT / D$	
INT	Intérêts nets versés	D	Dettes financières nettes

C'est d'abord les ratios de rentabilité financière qui sont susceptibles de connaître des écarts sensibles en niveaux. Ceux-ci s'expliquent par des différences de définition touchant à la fois le dénominateur et le numérateur.

Approche par la valorisation boursière		Approche par l'effet de levier	
<b>ROE</b>	<b>Return on equity</b> $ROE = R_n / KP$	<b>RF</b>	<b>Rentabilité financière</b> $RF = R_{nex} / FP$
R <sub>n</sub>	Résultat net part du groupe $R_n = (R_{exp} - INT) - Ami$	R <sub>nex</sub>	Résultat net + résultat exceptionnel $R_{nex} = (R_{exp} - INT) + R_{exc}$
R <sub>exp</sub>	Résultat d'exploitation part du groupe	R <sub>exp</sub>	Résultat d'exploitation
INT	Intérêts nets versés	INT	Intérêts nets versés
Ami	Amortissement des intangibles	R <sub>exc</sub>	Résultat exceptionnel
KP	Capitaux propres part du groupe $KP = FP - Provisions$	FP	Fonds propres $FP = KP + Provisions$

- Dans l'approche par la valorisation boursière, le dénominateur KP qui désigne les capitaux propres ne contient pas les provisions pour risques et charges, et le numérateur R<sub>n</sub> qui exprime le résultat net part du groupe est un résultat net après impôts et après amortissement des intangibles.

- Au contraire, dans l'approche par l'effet de levier, le dénominateur FP qui mesure les fonds propres de l'entreprise résulte de la somme des capitaux propres et des provisions, et le numérateur R<sub>nex</sub> provient quant à lui de la somme du résultat net avant impôts et avant amortissement des intangibles d'une part et du résultat exceptionnel qui mesure les plus-values ou les pertes réalisées sur cessions nettes d'actifs d'autre part.

En ce qui concerne les ratios de rentabilité économique, les différences importantes constatées dans les profils d'évolution entre les deux approches tiennent principalement à l'exclusion des éléments exceptionnels dans le calcul de ROCE, à leur introduction en sens inverse dans le calcul de la rentabilité économique RE utilisé pour estimer l'effet de levier.

Approche par la valorisation boursière		Approche par l'effet de levier	
<b>ROCE</b>	<i>Return On Capital Engaged</i> ROCE = R <sub>exp</sub> / (FP + D)	<b>RE</b>	<b>Rentabilité économique</b> RE = (R <sub>exp</sub> + R <sub>exc</sub> ) / (FP + D)
R <sub>exp</sub>	Résultat d'exploitation	R <sub>exp</sub>	Résultat d'exploitation
		R <sub>exc</sub>	Résultat exceptionnel
FP	Fonds propres	FP	Fonds propres
D	Dettes financières nettes	D	Dettes financières nettes

- Dans l'approche par la valorisation boursière, le ROCE est mesuré avant amortissement des intangibles et sans tenir compte des éléments exceptionnels dans le but de gommer les variations que ces facteurs sont susceptibles d'induire dans le montant du résultat économique, puisque ces variations sont indépendantes du cycle économique.
- Dans l'approche par l'effet de levier, la prise en compte du résultat exceptionnel dans l'évaluation de la rentabilité économique RE se justifie par des raisons strictement comptables, c'est-à-dire de cohérence avec la mesure de la rentabilité financière RF.

## Bibliographie

Bataille E. (2005), « La rentabilité des entreprises : une approche à partir des données individuelles agrégées de la base BACH », *Bulletin de la Banque de France*, n° 134, février.

Betbèze J.-P. et Saint-Etienne C. (2006), *Une stratégie PME pour la France*, rapport du Conseil d'analyse économique, Paris, La Documentation française.

Cayssals J.-L., Kemp E. et Peter C. (2007), « Dix années de dynamique financière des PME en France », *Bulletin de la Banque de France*, n° 165, septembre.

Delaveau B. et du Tertre R. (2007), « Quelle appréciation porter sur le redressement de la rentabilité financière des entreprises françaises cotées en Bourse ? », *La note de veille*, Centre d'analyse stratégique, n° 60, 28 mai.

Du Tertre R. et Guy Y. (2008), « Le profit contre la croissance ? Le dynamisme et la rentabilité des grandes entreprises cotées en France », *Horizons stratégiques*, n° 7.

INSEE (2007), « Enquête de trésorerie dans l'industrie », *Informations Rapides*, n° 208, juillet.

OSÉO (2007), « La conjoncture des petites et moyennes entreprises », *45<sup>e</sup> enquête semestrielle*, juillet.

Passet O. et du Tertre R. (2005), *Promouvoir un environnement financier favorable au développement de l'entreprise*, Commissariat général du Plan, disponible en ligne : [www.plan.gouv.fr](http://www.plan.gouv.fr).

Picart C. (2008), « Les PME françaises : rentables mais peu dynamiques ? », *document de travail*, n° G 2008/01, Direction des études et synthèses économiques, INSEE.