



Schweizerische Eidgenossenschaft
Confédération suisse
Confederazione Svizzera
Confederaziun svizra

Eidgenössisches Departement für
Wirtschaft, Bildung und Forschung WBF
Staatssekretariat für Wirtschaft SECO
Direktion für Wirtschaftspolitik

**Paul Dembinski
Hannah Soissons
Evelyn Kohler
Alain Schoenenberger**

Productivité et rentabilité du capital physique et financier

Analyse statistique exploratoire
des données micro-économiques suisses

Strukturberichterstattung Nr. 50/5

**Etude mandatée par le Secrétariat
d'Etat à l'économie SECO**



Schweizerische Eidgenossenschaft
Confédération suisse
Confederazione Svizzera
Confederaziun svizra

Eidgenössisches Departement für
Wirtschaft, Bildung und Forschung WBF
Staatssekretariat für Wirtschaft SECO
Direktion für Wirtschaftspolitik

**Paul Dembinski
Hannah Soissons
Evelyn Kohler
Alain Schoenenberger**

Productivité et rentabilité du capital physique et financier

Analyse statistique exploratoire
des données micro-économiques suisses

Strukturberichterstattung Nr. 50/5

Berne, 2013

**Etude mandatée par le Secrétariat
d'Etat à l'économie SECO**

TABLE DES MATIERES

0. INTRODUCTION : LES AMBITIONS DE L'ÉTUDE	7
1. MÉTHODOLOGIE	9
1.1. Enquête de l'OFS : Source des données des entreprises non cotées.....	9
1.1.1. Les données collectées	9
1.1.2. Représentativité et qualité des données	11
1.2. Sources des données des entreprises cotées : données Thomson	11
1.3. Création des bases de données	12
1.4. Méthode d'analyse	13
1.5. Portée et limites des analyses effectuées	15
2. STATISTIQUES DESCRIPTIVES DE LA POPULATION ANALYSÉE	16
2.1. Secteurs d'activités des entreprises cotées et non cotées	16
2.2. Taille des entreprises non cotées	17
2.3. Indicateurs du poids économique	18
3. ANALYSE DE LA STRUCTURE FINANCIÈRE DES ENTREPRISES	23
3.1. Effet de levier	23
3.2. Capital physique	25
3.3. Fonds propres et immobilisations	26
3.4. Amortissements et capital physique	28
3.5. Répartition du cash-flow	30
3.6. Rotation des actifs	31
4. ANALYSE DES RENTABILITÉS	34
4.1. Rentabilité de l'actif	34
4.2. Rentabilité des fonds propres	37
4.3. Rentabilité du capital productif	38
4.4. Rentabilité des ventes	40
5. COÛT DU CAPITAL	43
5.1. Charges d'intérêts sur le total des dettes	43
5.2. Charges d'intérêts sur les dettes à long terme	44
5.3. Coût moyen pondéré du capital	46
6. ANALYSE DES PRODUCTIVITÉS	49
6.1. Productivité du travail	49
6.2. Productivité du capital financier	50
6.3. Productivité du capital physique	52
6.4. Productivité du travail et volume requis de capital	53
7. PREMIÈRES CONCLUSIONS ET PISTES D'APPROFONDISSEMENT	56
8. ANNEXE	59
Analyse de dispersion des ratios pour les entreprises non cotées	59

TABLE DES ILLUSTRATIONS

Figure 1 : Les interactions entre les acteurs du processus de « transformation » du capital.....	8
Figure 2 : Données fournies annuellement par les entreprises	10
Figure 3 : Nombre d'observations d'entreprises cotées et non cotées de 1997 à 2010.....	13
Figure 4 : Productivité moyenne et médiane du capital financier pour les entreprises non cotées de 1997 à 2010.....	14
Figure 5 : Répartition des observations par secteurs d'activités	17
Figure 6 : Répartition des observations par taille d'entreprise.....	18
Figure 7 : Total d'EPT par année.....	20
Figure 8 : Statistiques pour le chiffre d'affaires des entreprises non cotées et cotées (en KCHF)	20
Figure 9 : Statistiques pour la valeur ajoutée des entreprises non cotées et cotées (en KCHF)	21
Figure 10 : Statistiques pour le total du bilan des entreprises non cotées et cotées (en KCHF)	22
Figure 11 : Effet de levier médian par groupe d'entreprises de 1997 à 2010.....	23
Figure 12 : Effet de levier médian par secteurs d'activités pour les entreprises non cotées de 1997 à 2010	24
Figure 13 : Capital physique médian par groupe d'entreprises, de 1997 à 2010.....	25
Figure 14 : Capital physique médian par secteurs d'activités pour les entreprises non cotées, de 1997 à 2010.....	26
Figure 15 : Financement des immobilisations corporelles.....	27
Figure 16 : Rapport médian entre amortissements et capital physique par groupe d'entreprises de 1997 à 2010.....	29
Figure 17 : Rapport médian entre amortissements et capital physique par secteurs d'activités pour les entreprises non cotées de 1997 à 2010.....	29
Figure 18 : Cash-flow rapporté au total du bilan par groupe d'entreprises de 1997 à 2010	30
Figure 19 : Répartition du cash-flow entre résultat et amortissements par groupe d'entreprises de 1997 à 2010	31
Figure 20 : Rotation médiane des actifs par groupe d'entreprises de 1997 à 2010.....	32
Figure 21 : Rotation médiane des actifs par secteurs d'activités pour les entreprises non cotées de 1997 à 2010	33
Figure 22 : Rentabilité médiane de l'actif par groupe d'entreprises de 1997 à 2010	34
Figure 23 : Rentabilité médiane de l'actif des entreprises non cotées par secteurs d'activités de 1997 à 2010	35
Figure 24 : Rentabilité de l'actif, performance boursière, taux longs « hors risque » et croissance de 1997 à 2010	36
Figure 25 : Rentabilité médiane des fonds propres par groupe d'entreprises de 1997 à 2010.....	37
Figure 26 : Rentabilité médiane des fonds propres des entreprises non cotées par secteurs d'activités de 1997 à 2010	38
Figure 27 : Rentabilité médiane du capital productif par groupe d'entreprises de 1997 à 2010	39
Figure 28 : Rentabilité médiane du capital productif des entreprises non cotées par secteurs d'activités de 1997 à 2010.....	40
Figure 29 : Rentabilité médiane des ventes par groupe d'entreprises de 1997 à 2010	41
Figure 30 : Rentabilité médiane des ventes des entreprises non cotées par secteurs d'activités de 1997 à 2010	41
Figure 31 : Charges d'intérêts médianes sur le total des dettes par groupe d'entreprises de 1997 à 2010	43

Figure 32 : Charges d'intérêts médianes sur le total des dettes des entreprises non cotées par secteurs d'activités de 1997 à 2010	44
Figure 33 : Charges d'intérêts médianes sur les dettes à long terme par groupe d'entreprises de 1997 à 2010.....	45
Figure 34 : Charges d'intérêts médianes sur les dettes à long terme par secteurs d'activités pour les entreprises non cotées 1997 à 2010	46
Figure 35 : WACC par groupe d'entreprises de 1997 à 2010.....	47
Figure 36 : WACC par secteurs d'activités pour les entreprises non cotées de 1997 à 2010	48
Figure 37 : Productivité médiane du travail par groupe d'entreprises de 1997 à 2010	49
Figure 38 : Productivité médiane du travail des entreprises non cotées par secteurs d'activités de 1997 à 2010	50
Figure 39 : Productivité médiane d'un franc de bilan par groupe d'entreprises de 1997 à 2010	51
Figure 40 : Productivité médiane d'un franc de bilan des entreprises non cotées par secteurs d'activités de 1997 à 2010.....	51
Figure 41 : Productivité médiane du capital physique par groupe d'entreprises de 1997 à 2010.....	52
Figure 42 : Productivité médiane du capital productif des entreprises non cotées par secteurs d'activités de 1997 à 2010	53
Figure 43 : Productivité du travail et volume requis de capital	54
Figure 44 : Répartition de la valeur ajoutée entre les facteurs de production	55
Figure 45 : Dispersion de l'effet de levier pour les entreprises non cotées de 1997 à 2010.....	59
Figure 46 : Dispersion de la rotation des actifs pour les entreprises non cotées de 1997 à 2010	59
Figure 47 : Dispersion du capital productif de 1997 à 2010	60
Figure 48 : Dispersion de la rentabilité des actifs de 1997 à 2010.....	60
Figure 49 : Dispersion de la rentabilité des fonds propres de 1997 à 2010	61
Figure 50 : Dispersion de la rentabilité du capital productif de 1997 à 2010.....	61
Figure 51 : Dispersion de la rentabilité des ventes de 1997 à 2010.....	62
Figure 52 : Dispersion des charges d'intérêts sur le total des dettes de 1997 à 2010.....	62
Figure 53 : Dispersion des charges d'intérêts sur les dettes à long terme de 1997 à 2010.....	63
Figure 54 : Dispersion du WACC de 1997 à 2010.....	63
Figure 55 : Dispersion de la productivité du travail de 1997 à 2010.....	64
Figure 56 : Dispersion de la productivité du capital financier de 1997 à 2010	64
Figure 57 : Dispersion de la productivité du capital physique de 1997 à 2010	65

0. Introduction : les ambitions de l'étude

L'étude présentée ici fait partie d'un programme de recherche qui a pour objectif d'une part, d'éclairer la manière dont le capital financier se transforme en capital productif et, d'autre part, de mettre en lumière comment les gains d'efficacité réalisés grâce à ce dernier rémunèrent le détenteur du capital financier. La présente étude est exploratoire parce qu'elle traite pour la première fois des gisements statistiques dans une perspective micro économique. Grâce aux données récoltées par l'Office Fédéral de la Statistique (OFS) depuis des décennies, il est possible d'observer les conditions et conséquences de la transformation du capital financier en capital physique au niveau des entreprises individuelles.

Le schéma de la Figure 1 montre comment l'épargne financière accumulée par un acteur économique est intermédiée par le secteur financier pour être acheminée vers l'entreprise qui l'utilise à des fins de production. Les décisions d'entreprise ont deux familles de conséquences. D'une part, elles se traduisent par le volume et l'efficacité dans la production de la valeur ajoutée. Par ce biais, au niveau macro-économique, elles affectent la croissance de l'économie. D'autre part, ces mêmes décisions entraînent des conséquences micro-économiques pour la performance de l'entreprise et le détenteur ultime du capital financier mis ainsi à disposition. Il s'agit alors de conséquences en matière de rentabilité financière.

Les objectifs de cette étude statistique exploratoire sont au nombre de trois¹:

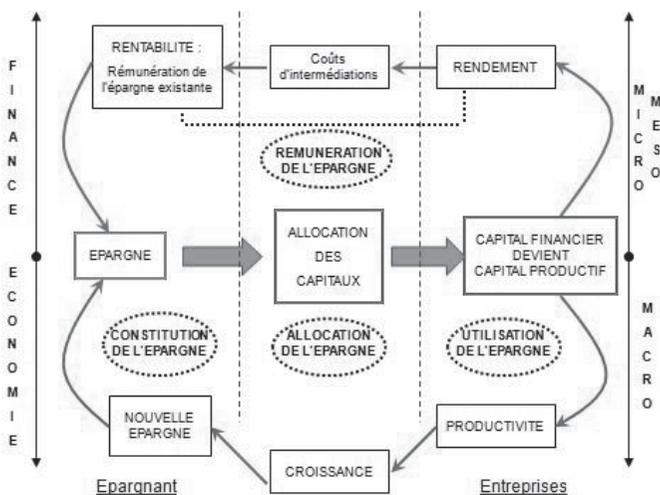
- Eclairer la structure du bilan des entreprises suisses et son évolution ; notamment, du côté du passif, observer le niveau de levier, et du côté de l'actif, le niveau des immobilisations. Par ailleurs, l'évolution du taux de rotation de l'actif donne une idée sur les gains de performance réalisés.
- Etudier sous divers aspects le coût du capital financier mis à disposition des entreprises. Il s'agit, d'une part, de suivre les divers ratios de rentabilité (total de l'actif, fonds propres et capital physique) et, d'autre part, les conditions de crédit et d'emprunt, c'est-à-dire les charges d'intérêts. Ceci débouche naturellement sur le coût moyen pondéré du capital.
- Etudier la productivité des facteurs de production utilisés par les entreprises : la productivité du travail, celle du capital financier et celle du capital physique.

L'étude est menée en parallèle pour deux populations d'entreprises que tout distingue: le nombre d'observation, le poids économique, l'envergure géographique et le mode d'intermédiation financière. La première population compte plusieurs milliers d'entreprises de toutes les tailles, leurs activités ont lieu sur le sol suisse, elles emploient un tiers de la population active suisse et contribuent à plus de 15% de la valeur ajoutée. Il s'agit d'entreprises qui se financent avant tout en dehors des marchés financiers même si certaines d'entre elles peuvent faire partie de groupes cotés. Pour ces dernières, les entreprises sont alors des filiales suisses de ces groupes et leurs données comptables ne concernent ainsi que les opérations que ces

¹ Des résultats partiels ont été publiés dans la Vie économique n°5-2013

filiales suisses réalisent. La seconde population est nettement plus restreinte en termes de nombre (un peu plus d'une centaine). Il s'agit de groupes cotés sur la bourse suisse dont certains ont des ramifications très étendues au niveau international. Ces entreprises généreraient – en partie en dehors de la Suisse – une valeur ajoutée de l'ordre de 20% du PIB suisse. Du fait de leur cotation à la bourse, ces groupes ont un accès direct à des financements de marché. La comparaison des performances économiques et financières des deux groupes d'entreprise peut apporter un éclairage supplémentaire sur les particularités des divers canaux d'intermédiation financière: marchés financiers pour les uns, banque, financement privé et autofinancement pour les autres.

Figure 1 : Les interactions entre les acteurs du processus de « transformation » du capital



Le présent rapport est structuré en six parties distinctes : la première concerne la méthodologie, la seconde présente les entreprises analysées, alors que les quatre parties suivantes sont consacrées à la description des séries statistiques construites dans le cadre de cette étude : structure financière, rentabilités, coût du capital et productivités.

Nous tenons ici à remercier d'abord Markus Däppen, chef de la section des statistiques monétaires des entreprises, et Massimiliano Ferrari de l'Office fédéral des statistiques pour leurs précieux conseils et leur assistance lors de la préparation de la livraison des données. Aussi, l'équipe de recherche remercie le Seco pour avoir permis de travailler sur ce sujet si intéressant, en particulier le Dr. Peter Balastèr et Messieurs Christian Busch et Christian Wipf.

1. Méthodologie

Dans cette première partie sont abordés les aspects suivants de la méthodologie :

- Les sources de données : pour les entreprises suisses non cotées couvertes par l'enquête de l'OFS et pour les entreprises cotées ;
- La méthodologie utilisée pour la création de la base de données propre à cette étude ;
- Les différents regroupements effectués à l'intérieur de cette base.

1.1. Enquête de l'OFS : Source des données des entreprises non cotées

1.1.1. Les données collectées

Les données pour les entreprises non cotées ont été fournies par l'OFS et sont tirées de l'enquête « Statistique de la valeur ajoutée ». Elles portent sur la période de 1997 à 2010. La publication annuelle « Les résultats comptables des entreprises suisses »² présente la synthèse de cette enquête où les résultats figurent de manière extrapolée par taille d'entreprises et/ou secteurs d'activités.

L'objectif de cette enquête, réalisée annuellement depuis environ 30 ans, est d'observer la structure et l'évolution comptable des entreprises par branche d'activité (secteurs secondaire et tertiaire). Pour définir l'échantillon à interroger, l'OFS s'appuie sur le Registre des Entreprises et des Etablissements et exclut les secteurs des banques et des assurances Les entreprises publiques, à l'exception des entreprises publiques du secteur énergétique, et les institutions sans but lucratif sont également exclues de l'enquête.

La participation des entreprises à l'enquête est facultative. Toutefois, l'OFS s'efforce d'obtenir systématiquement les réponses de la part de toutes les grandes entreprises. La véracité des informations fournies à l'OFS n'est pas contrôlée, au-delà d'un contrôle de cohérence, ce qui peut être source de biais (Cf. 1.5. Portée et limites des analyses).

Durant la période étudiée, de 1997 à 2010, l'OFS a apporté trois changements méthodologiques importants :

- **L'échantillon a été renouvelé 2 fois**, en 2002 partiellement et entièrement en 2009.
- **La classification des activités économiques a changé** : à partir de 1997 et jusqu'en 2002, les entreprises étaient réparties selon la NOGA 1995, de 2002 à 2007 selon la NOGA 2002, et à partir de 2008, selon la NOGA 2008.
- Durant la période étudiée, **les questionnaires ont également changé**. Jusqu'à 2008, les informations étaient collectées à l'aide de trois types de

² <http://www.bfs.admin.ch/bfs/portal/fr/index/themen/06/22/publ.html?publicationID=4903>

questionnaire : deux pour les petites et moyennes entreprises en fonction de leur nature juridique (entreprises de personnes ou entreprises de capitaux) et un pour les grandes entreprises³. En 2009, l'OFS a décidé de simplifier les questionnaires pour alléger la charge des entreprises et augmenter ainsi le taux et la qualité des réponses, notamment pour les petites et moyennes entreprises. Dès lors, les informations n'étaient collectées qu'à l'aide de 2 questionnaires : un « questionnaire réduit » pour les entreprises de moins de 20 emplois et un « questionnaire détaillé » pour les entreprises de plus de 20 emplois. Une différenciation des questionnaires de base existe pour « l'industrie, le commerce et les prestations de services », « l'hôtellerie et la restauration » et « l'énergie ». La Figure 2 compare les informations demandées selon la période et le type de questionnaire utilisé.

Figure 2 : Données fournies annuellement par les entreprises

Variables	OFS - Enquête précédente : 1997 à 2008			OFS - Nouvelle enquête : A partir de 2009	
	Petites sociétés de personnes	Petites sociétés de capitaux	Grandes entreprises	Questionnaire réduit	Questionnaire détaillé
Immo. corporelles		X	X		X
Immo. incorporelles			X		X
Total de l'actif			X	X	X
Dettes à CT			X	X	X
Dettes à LT			X	X	X
Capitaux propres			X	X	X
Total du passif			X	X	X
Charges personnel	X	X	X	X	X
Charges financières		X	X	X	X
Amortissements	X	X	X	X	X
Bénéfice net		X	X		X
Total des charges	X	X	X	X	X
Chiffres d'affaires	X	X	X	X	X
Perte nette		X	X		X
Total des produits	X	X	X	X	X
Emplois EPT		X			X
Secteur		X			X
Localisation		X			X

Source : Observatoire de la Finance, juin 2013

³ Compte tenu du fait que la comptabilité des entreprises présente des finalités particulières selon le type d'activité économique, l'OFS a différencié les trois questionnaires de base selon les diverses activités économiques : « l'industrie manufacturière, la construction et le commerce », « l'hôtellerie et la restauration », « autres services » et « l'énergie ». Au total, 13 questionnaires différents ont été employés dans la statistique de la valeur ajoutée avant la révision de 2009.

De 1997 à 2008, les questionnaires pour les petites entreprises ne collectaient aucune donnée sur le bilan des entreprises à l'exception des immobilisations corporelles pour les sociétés de capitaux. Les informations disponibles se résument donc au compte de résultat. Toutefois, pour les petites sociétés de personnes ni le résultat de l'entreprise et ni les charges financières ne sont demandés.

Depuis 2009, le « questionnaire détaillé », pour les entreprises de plus de 20 emplois, porte aussi bien sur le bilan que sur le compte de résultat alors que le « questionnaire réduit » utilisé pour les petites laisse de côté l'actif et le résultat de l'entreprise.

1.1.2. Représentativité et qualité des données

A des fins de l'enquête, l'OFS répartit les entreprises en 5 classes de taille : (1) entre 3 et 7 employés ; (2) entre 8 et 19 employés ; (3) entre 20 et 49 employés ; (4) entre 50 et 249 employés et (5) 250 employés et plus. Dans l'échantillon retenu par l'OFS, un échantillon aléatoire est tiré pour les moins de 50 employés alors que les entreprises de plus de 50 employés sont sollicitées dans leur intégralité. Par conséquent, bien que l'échantillon interrogé englobe l'essentiel des entreprises suisses par leur poids économique, il n'est pas représentatif de la population de ces entreprises. Cela est vrai, a fortiori, pour les réponses récoltées, comme le laisse entendre le taux de réponse : en 2010, il est de 64% mais dépend fortement de la taille de l'entreprise. Les petites entreprises sont 56% à avoir répondu alors que 91% des grandes entreprises l'ont fait.

Les questionnaires retenus par l'OFS sont complets, c'est-à-dire sans données manquantes. Avant de les mettre dans la base de données, l'OFS a procédé à des vérifications de cohérence sur tous les questionnaires. En conséquence, les différences dans le nombre d'informations disponibles sur certaines variables (résultats, charges financières, capitaux propres...) s'expliquent uniquement par la diversité dans les tailles et les formes juridiques des entreprises. Même si en théorie, pour les entreprises de plus de 50 emplois, on pouvait imaginer la constitution de séries longitudinales par entreprise, cela n'est pas possible puisque toutes les entreprises ne répondent pas toutes les années.

1.2. Sources des données des entreprises cotées : données Thomson

Les données pour les entreprises cotées ont été tirées de « Thomson Reuters », plus précisément de la base de données « World Scope ». Les données téléchargées, en fin d'année 2012, correspondent aux variables du « questionnaire détaillé » présentées dans la Figure 2. Les entreprises étudiées sont les entreprises cotées en octobre 2012. Ainsi, les entreprises ayant été retirées de la cotation, entre 1997 et octobre 2012, n'ont pas été étudiées.

La base de données des entreprises cotées est moins complète que celle des entreprises non cotées. En effet, des données sont manquantes, certaines pour des

raisons inexpliquées et d'autres à cause de la diversité des normes comptables utilisées.

En ce qui concerne le bilan, les données les plus lacunaires sont les immobilisations corporelles et incorporelles, et dans une moindre mesure les dettes à court terme. Au niveau du compte de résultat, les lacunes les plus grandes concernent la masse salariale ainsi que les charges financières. De plus, le nombre d'employés n'est pas toujours fourni et il n'y a pas de corrélation entre la disponibilité du nombre d'employés et de la masse salariale. Une entreprise peut déclarer des salaires, mais pas son nombre d'employés, et inversement.

1.3. Création des bases de données

La base des entreprises non cotées contient des informations portant sur 28'843 entreprises ayant répondu au moins une année à l'enquête. Cela représente 97'819 observations (entreprises/années). Pour les entreprises cotées, les données comptables de 155 entreprises ont été utilisées, représentant 2'616 observations (entreprises/années). Les bases de données ont été construites dans une « vision observation » et non dans une « optique entreprise ». Une observation correspond à une entreprise pour une année donnée, indépendamment du fait que l'entreprise ait répondu ou non plusieurs années à l'enquête. Ceci permet de tenir compte facilement du passage des entreprises d'une catégorie de taille à une autre.

Les deux bases de données, entreprises non cotées et entreprises cotées, ont été créées avec le logiciel SPSS et quatre étapes ont été nécessaires pour obtenir des bases complètes et exploitables :

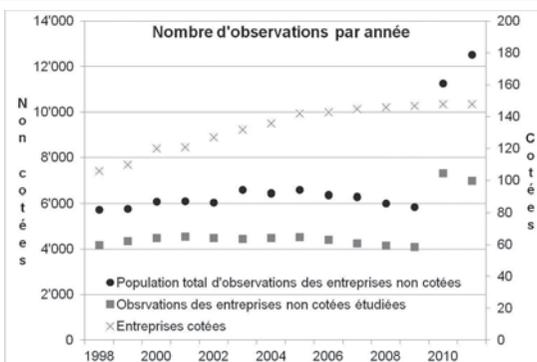
- Toutes les entreprises ont ainsi été classées selon la NOGA 2008, au premier niveau, soit 17 catégories. Jusqu'en 2008, les entreprises non cotées étaient réparties selon la NOGA 2002, les entreprises cotées étaient classées selon la classification Global Industry Classification Standard (GICS), un rapprochement entre cette classification, la NOGA 2002 et la NOGA 2008 a été effectué.
- Pour les entreprises non cotées, 6 classes de tailles ont été créées : (1) Moins de 20 EPT ; (2) De 20 à 49 EPT ; (3) De 50 à 99 EPT ; (4) De 100 à 249 EPT ; (5) De 250 à 1000 EPT et (6) Plus de 1000 EPT.
- Des vérifications ont été opérées dans les deux bases de données brutes et aucune erreur n'a pu être identifiée : (1) Le total de l'actif doit être égal au total du passif et (2) La somme des dettes à court terme, des dettes à long terme et des capitaux propres doit être égale au total du passif.
- A partir des données primaires, entreprise par entreprise et année par année, des nouvelles variables ont été calculées : la valeur ajoutée, le résultat net et le total des dettes ainsi que les ratios financiers sur lesquels l'étude repose.

Par ailleurs, deux choix importants ont été retenus :

- Les observations des secteurs « Santé humaine et action sociale » ont été exclus de l'analyse. Il s'agit en effet d'entreprises très dépendantes de la politique publique.
- Les observations de moins de 20 EPT ont été exclues de l'analyse car elles présentaient peu d'informations comptables disponibles (Cf. Figure 2). Si une entreprise avait une année 15 EPT et la suivante 25 EPT, l'observation de la première année, avec 15 EPT, a été écartée tandis que l'observation de la deuxième année a été conservée.

La Figure 3 présente le nombre d'observations par année pour les entreprises cotées ainsi que pour les entreprises non cotées avant les choix des deux exclusions (population totale ayant répondu à l'enquête) et après (population de plus de 20 EPT et sans le secteur de la santé humaine). Notons clairement la rupture entre l'ancienne enquête et la nouvelle enquête, 2009 et 2010, pour les entreprises non cotées.

Figure 3 : Nombre d'observations d'entreprises cotées et non cotées de 1997 à 2010



À la suite de ces différentes étapes, les deux bases de données ont été consolidées ainsi : **la base OFS avec 66'845 observations** d'entreprises/années et **la base de données Thomson avec 1'826 observations** d'entreprises/années pour une période allant de 1997 à 2010.

1.4. Méthode d'analyse

Comme mentionné plus haut, il faut garder à l'esprit qu'à cause des différents questionnaires utilisés, le volume d'informations varie d'une variable à l'autre. L'essentiel des travaux réalisés à partir de la base de données portent sur la création de ratios pour chaque entreprise/année, qui sont, par la suite, observés sous forme de distribution. Du fait, de la multiplicité des questionnaires, il n'est pas possible de calculer tous les ratios pour toutes les entreprises. Il s'ensuit donc que pour certains

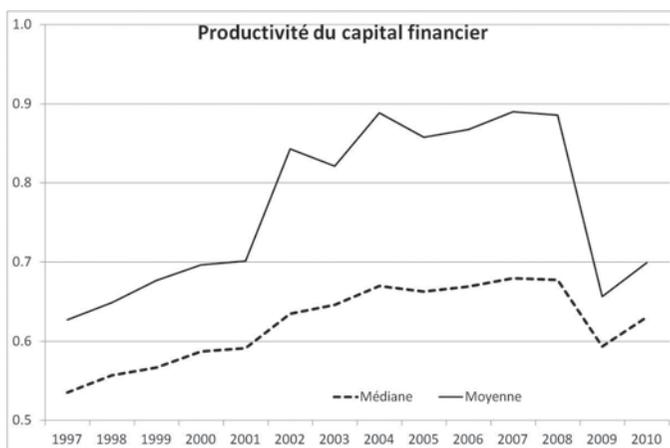
ratios nous disposons de l'intégralité des entreprises/années alors que pour d'autres ratios, certaines informations font défaut. La population observée est donc non cylindrée, ce qui permet d'utiliser toute l'information disponible.

Au vu du grand nombre d'entreprises couvertes et donc des situations très différentes, il a été décidé de ne retenir que 90% des observations disponibles pour les entreprises non cotées, afin de limiter la dispersion. En effet les 5% d'observations aux valeurs les plus faibles et les 5% aux valeurs les plus fortes ont été systématiquement ignorées pour chaque ratio étudié. L'annexe 1 présente plus d'informations sur les dispersions des principaux ratios

Il a été choisi de concentrer l'essentiel des analyses sur la médiane, à savoir le cas de l'entreprise qui sépare l'échantillon en deux, 50% d'entreprises lui sont supérieurs et 50% lui sont inférieurs. À la différence de la moyenne, la médiane est peu sensible aux valeurs extrêmes. La Figure 4 présente, à titre d'exemple, la moyenne par année ainsi que la médiane de la productivité du capital financier. La tendance reste la même, mais en 2002, la moyenne augmente fortement et demeure nettement supérieure jusqu'en 2008 avant de retrouver un écart avec la médiane quasi similaire au début de période. De plus, la moyenne présente des oscillations plus importantes, notamment en 2003.

Dans la suite du document, **lorsque rien n'est spécifié, il s'agit d'une analyse de médiane.**

Figure 4 : Productivité moyenne et médiane du capital financier pour les entreprises non cotées de 1997 à 2010



1.5. Portée et limites des analyses effectuées

Les données présentées ici constituent la source la plus vaste et la plus homogène d'informations sur les entreprises suisses. Même si ces données ne sont pas représentatives au sens statistique du terme, elles permettent d'observer les situations les plus fréquentes et les plus typiques. Ceci étant, elles permettent de donner des ordres de grandeur plutôt qu'une statistique précise et cela pour deux raisons.

En premier lieu, il est important de souligner que les analyses présentées ici sont conduites en terme nominaux et sans tenir compte du taux d'inflation. Cela étant deux considérations justifient cette manière de faire. D'une part, le taux d'inflation n'affecte pas le rapport entre les différentes séries analysées ici. Ensuite, le taux d'inflation étant calculé sur la base des prix à la consommation, sa pertinence pour déflater les valeurs financières reste à démontrer.

En second lieu, l'OFS ne validant pas la véracité des informations communiquées par les entreprises, elles pourraient être tentées de biaiser certaines informations à la hausse ou à la baisse lors de l'enquête. Ainsi, on peut imaginer que les résultats pourraient être systématiquement sous-évalués. Ceci étant, compte tenu du cadre réglementaire suisse, il y a peu de raison de penser que la dimension du biais ait changé fondamentalement sur la période. En d'autres termes, les tendances n'en seraient pas affectées.

Les entreprises suisses, tout en respectant les grandes principes comptables, sont libres d'élaborer leur propre plan comptable. Il s'ensuit une grande diversité des pratiques comptables⁴. Cette observation ne vaut pas pour les entreprises cotées qui ont le choix entre les normes IFRS et Swiss GAAP. Ainsi, on pourrait penser que les pratiques en matière de comptabilité diffèrent profondément pour les entreprises non cotées. Ce point est développé plus loin (Cf. 3.2. Amortissements et capital physique).

⁴ A partir de 2012, l'enquête sur la « Statistique de la valeur ajoutée » incorpore une question sur la méthode comptable utilisée.

2. Statistiques descriptives de la population analysée

Les entreprises étudiées sont présentées ici selon trois dimensions : le secteur d'activité des entreprises, les catégories de taille, le niveau de certains indicateurs économiques.

2.1. Secteurs d'activités des entreprises cotées et non cotées

A partir des 17 catégories de NOGA 2008 et après exclusion du secteur de la « santé humaine et action sociale », un regroupement supplémentaire en 6 catégories a été effectué aussi bien pour les entreprises cotées que non cotées :

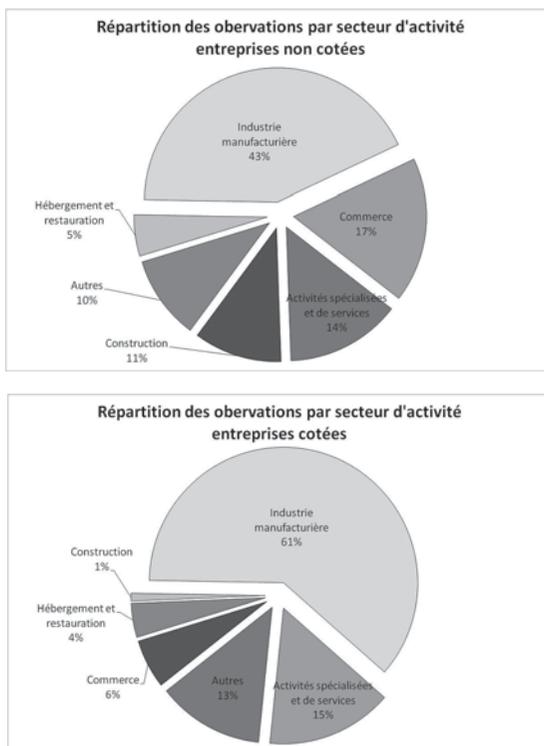
- « Industries manufacturières » ;
- « Construction » ;
- « Commerce » ;
- « Hébergement et restauration » ;
- « Activités spécialisées et activités de services » regroupant les activités suivantes : Information et communication, Activités spécialisées, techniques et scientifiques, Activités de services administratifs et de soutien, Enseignement, Autres activités de services, et Arts, spectacles et activités récréatives ;
- « Autres industries » incluant les activités suivantes : Industries extractives, Production et distribution d'électricité, de gaz et de vapeur, Production et distribution d'eau; assainissement, gestion des déchets et dépollution et Transport et entreposage.

La Figure 5 présente la répartition de l'ensemble des observations (entreprises/années) par le regroupement des activités défini ci-dessus pour les entreprises non cotées ainsi que pour les entreprises cotées.

Dans une perspective chronologique et pour les entreprises non cotées, la répartition des observations par secteurs d'activités se modifie notamment pour trois secteurs :

- 46% des observations appartiennent à l'industrie manufacturière de 1997 à 2008, mais plus que 33% en 2010 ;
- les activités spécialisées, de 1997 à 2008, représentent 12% des observations et de 2009 à 2010 22% ;
- le commerce, de 1997 à 2001, accumule 20% des observations, de 2002 à 2008, 13%, et de 2009 à 2010, 23%.

Ces variations s'expliquent selon toute vraisemblance par les changements au niveau de l'échantillonnage. Ceci étant, la part des autres secteurs est constante au fil des années : l'hébergement et restauration avec 5% des observations, la construction 11% et les autres secteurs d'activités, 10%.

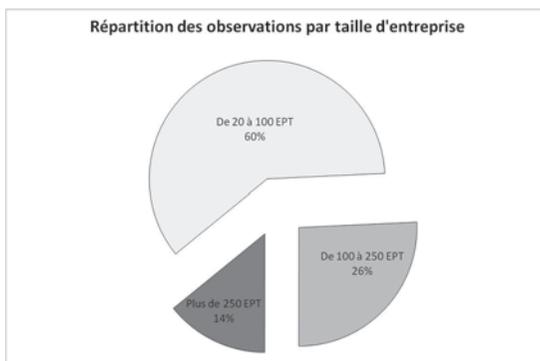
Figure 5 : Répartition des observations par secteurs d'activités

Lorsque l'on compare entreprises cotées et non cotées, l'industrie manufacturière est l'activité nettement la plus représentée dans les entreprises cotées (61% et 43%) au détriment du secteur du commerce (6% et 17%) et de la construction (1% et 11%).

2.2. Taille des entreprises non cotées

La Figure 6 présente la répartition des observations par taille d'entreprise toutes années confondues alors que la Figure 7 donne directement des informations sur le nombre d'emplois en équivalent plein temps (EPT).

Par année, cette répartition des observations par groupe de taille d'entreprise est stable : de 20 à 100 EPT, 60% des observations ; de 100 à 250 EPT, 26% observations et pour le plus de 250 EPT, 14% des observations.

Figure 6 : Répartition des observations par taille d'entreprise

Le nombre d'observations ainsi que le nombre d'EPT fluctue légèrement de 1997 à 2008 et on observe bien le changement d'échantillon à partir de 2009 (cf. Figure 7).

La PME moyenne a 82 EPT et seulement 64 EPT pour l'entreprise médiane, les grandes entreprises présentent le même type d'écart avec une moyenne nettement supérieure à la médiane (847 EPT en moyenne et 426 EPT pour la médiane). Ceci implique que dans chaque catégorie, PME ou grandes entreprises, les entreprises en haut de la distribution (avec des niveaux d'emplois supérieurs à la médiane) présentent une part très importante des emplois.

Dans la suite des analyses, pour faciliter la lecture et les comparaisons, les entreprises sont regroupées en trois catégories de taille : (1) De 20 à 249 EPT - PME non cotées ; (2) Plus de 250 EPT : Grandes entreprises non cotées et (3) Toutes les entreprises cotées.

2.3. Indicateurs du poids économique

Le poids économique des entreprises étudiées est observé à l'aide de trois indicateurs : le chiffre d'affaires, la valeur ajoutée, et le total du bilan.

Au niveau du chiffre d'affaires (Cf. Figure 8) comme au niveau de la valeur ajoutée (Cf. Figure 9), les PME et les grandes entreprises voient leurs indicateurs augmenter sur la période tant en moyenne qu'en médiane. Pour les entreprises cotées, le chiffre d'affaires augmente également sur la période (en moyenne comme en médiane). La valeur ajoutée est à l'inverse décroissante tant en moyenne qu'en médiane.

Pour ce qui est du total du bilan (Cf. Figure 10), les PME présentent une relation inversée entre la moyenne et la médiane : le total du bilan moyen augmente sur la période alors que le total du bilan médian diminue car le poids d'un nombre limité

d'observations est très lourd en taille de bilan. Pour les grandes entreprises, tant la médiane que la moyenne du bilan augmente.

Pour les entreprises cotées, le total du bilan augmente sur la période (en moyenne comme en médiane) même si l'on peut noter une chute importante de la moyenne du bilan de 2001 à 2004 avant qu'il retrouve, uniquement à partir de 2007, son niveau de 2001.

Figure 7 : Total d'EPT par année

Emploi	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	1997-2010
Observations	3630	3794	3907	3948	3875	3754	3792	3847	3735	3565	3466	3386	6520	6171	57390
Total d'EPT	295393	304702	318398	324810	327146	318841	317473	318858	308615	295576	294129	285622	503231	475387	4'688'181
Moyenne	81	80	81	82	84	85	84	83	83	83	85	84	77	77	82
Médiane	67	66	67	68	70	67	65	63	63	63	65	64	60	60	64
Observations	554	556	595	601	622	708	696	690	683	697	705	722	806	820	9455
Total d'EPT	423552	429821	444311	444109	497441	625719	610108	613976	615085	620728	643820	656742	687498	699373	8'012'283
Moyenne	765	773	747	739	800	884	877	890	901	891	913	910	853	853	847
Médiane	428	428	419	428	430	431	417	423	428	414	425	422	432	432	426

Figure 8 : Statistiques pour le chiffre d'affaires des entreprises non cotées et cotées (en KCHF)

Chiffre d'affaires (CA) Entreprises non cotées	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
Observations	3372	3533	3639	3672	3598	3491	3523	3580	3475	3321	3231	3154	6010	5689
Total CA	88236195	95787891	101347245	105675685	105833780	99296017	97493377	101015673	101570184	103639368	110028685	109603690	192370008	190179468
Moyenne	26167	27112	27850	28779	29415	28443	27673	28217	29229	31207	34054	34751	32008	33429
Médiane	16177	16895	16631	17607	18047	16872	16163	16588	16887	18233	19365	19797	18386	18964
Observations	394	383	413	423	451	525	517	505	503	515	524	544	584	604
Total CA	42641651	43484971	47898375	48615301	55269816	601289681	60102101	60434786	64738094	69403907	76414146	78673702	77111272	87133557
Moyenne	108228	113538	115977	114930	122549	116742	116252	119673	128704	134765	145829	144821	132143	144261
Médiane	96771	100250	100974	107040	110416	103290	100342	109388	119978	122812	127775	128203	115101	126996
Chiffre d'affaires Entreprises cotées	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
Observations	103	106	110	120	121	127	132	136	142	143	145	146	147	148
Total CA	285573500	304058820	320966350	3442901640	351816260	343665140	343020480	351590940	387130500	4411104660	502643480	519590990	481599840	492073060
Moyenne	2772558	2888479	2917876	2869089	2907572	2706025	2588840	2585228	2728271	3084848	3466507	3558842	3278189	3324818
Médiane	388030	412725	413040	448095	471160	432030	460730	457555	469280	466070	470500	520135	424510	483500

Figure 9 : Statistiques pour la valeur ajoutée des entreprises non cotées et cotées (en KCHF)

Valeur ajoutée (VA) Entreprises non cotées	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
Observations	3'392	3'545	3'658	3'688	3'620	3'510	3'541	3'603	3'492	3'330	3'240	3'167	6'073	5'756
Total VA	30'788'902	33'052'595	35'284'990	36'267'824	36'985'918	36'720'391	37'091'943	37'789'552	37'869'458	37'989'900	39'325'361	38'269'539	66'628'186	64'932'347
Moyenne	9'077	9'324	9'648	9'834	10'217	10'462	10'475	10'488	10'845	11'408	12'137	12'084	10'971	11'281
Médiane	6'689	6'811	6'964	7'188	7'559	7'414	7'334	7'232	7'343	7'773	8'268	8'221	7'531	7'801
Observations	360	353	384	391	417	501	494	480	481	501	508	527	520	537
Total VA	13'433'955	13'733'102	15'435'071	15'761'221	17'261'313	22'072'877	22'222'565	22'082'835	23'292'007	25'018'437	27'201'833	27'623'013	24'166'690	26'976'834
Moyenne	37'317	38'904	40'195	40'310	41'394	44'058	44'985	46'006	48'424	49'937	53'547	52'416	46'474	50'236
Médiane	35'108	36'978	38'099	38'708	38'854	40'460	42'575	43'184	45'855	46'389	49'011	47'504	43'795	47'194
Valeur ajoutée Entreprises cotées	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
Observations	79	81	80	105	107	117	123	126	134	136	135	134	138	137
Total VA	76'236'111	80'647'841	89'376'436	83'752'367	83'842'204	86'606'088	88'971'088	86'360'424	90'604'967	101'936'737	112'452'339	110'763'247	113'168'779	114'609'302
Moyenne	965'014	995'652	1'117'205	797'642	783'572	740'223	723'342	685'400	676'156	749'535	832'980	826'591	820'064	836'564
Médiane	165'550	177'372	177'918	161'048	159'831	153'981	164'655	152'174	134'834	137'833	151'216	167'912	148'555	153'832

Figure 10 : Statistiques pour le total du bilan des entreprises non cotées et cotées (en KCHF)

Total du bilan Entreprises non cotées		1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
Observations		3'348	3'496	3'610	3'636	3'577	3'464	3'499	3'562	3'457	3'305	3'212	3'135	6'005	5'693
PME (20 à 250 EPT)	Total du bilan	69'341'727	71'908'995	76'205'359	75'588'983	76'231'186	79'338'696	78'841'259	78'994'203	80'425'534	81'415'043	85'075'506	82'005'271	146'214'212	141'398'383
	Moyenne	207'11	20'569	21'110	20'789	21'311	22'904	22'533	22'177	23'278	24'834	26'487	26'168	24'349	24'837
	Médiane	13'233	13'245	13'494	13'334	13'275	13'163	12'759	12'622	12'864	13'360	13'962	13'786	12'505	12'824
Grandes entreprises	Observations	404	401	432	443	460	547	536	521	516	526	537	559	569	600
	Total du bilan	30'973'753	31'801'235	34'972'161	34'918'055	37'132'073	49'339'689	47'977'801	47'395'355	50'001'919	53'499'796	57'847'085	59'798'508	57'916'838	61'464'281
	Moyenne	76'668	79'305	80'954	78'822	80'722	90'201	89'511	90'970	96'903	101'711	107'723	106'974	98'331	102'440
	Médiane	65'451	68'543	69'226	70'407	72'610	77'093	76'987	75'733	82'621	85'348	87'580	88'982	82'305	85'772
Total bilan Entreprises cotées		1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
Observations		103	106	108	120	121	127	132	136	142	143	145	146	147	148
Total bilan		355'023'920	365'253'750	410'060'060	446'994'640	511'194'080	452'816'230	437'516'500	425'497'690	486'879'910	537'218'540	625'362'110	605'182'350	639'680'480	643'595'020
Moyenne		3'446'834	3'445'790	3'796'862	3'724'955	4'224'744	3'565'482	3'314'519	3'128'859	3'499'154	3'756'773	4'312'842	4'145'085	4'351'568	4'348'615
Médiane		435'910	416'505	439'865	505'030	536'210	461'890	431'410	440'660	447'165	468'430	535'740	523'370	477'070	474'815

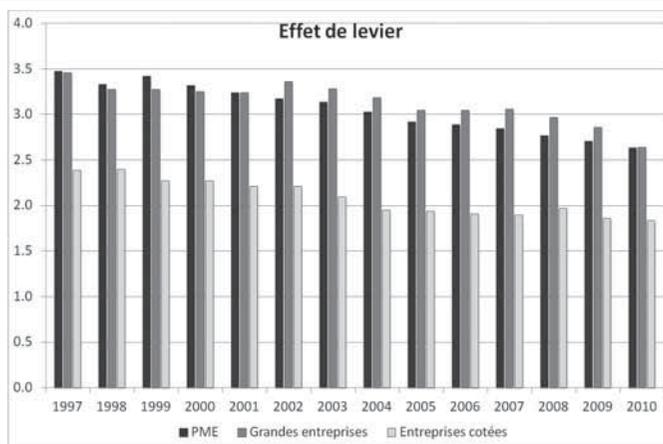
3. Analyse de la structure financière des entreprises

Six aspects ont été retenus pour étudier la structure financière des entreprises : l'effet de levier, le niveau de capital physique, le rapport entre les fonds propres et le capital physique, l'amortissement et le capital physique, la répartition du cash-flow, et la rotation des actifs.

3.1. Effet de levier

L'effet de levier est une mesure standard de la structure du passif. Il correspond au rapport entre le total du passif et les fonds propres. La Figure 11 permet de suivre l'évolution de l'effet de levier de 1997 à 2010 pour les trois catégories d'entreprises : PME, grandes entreprises et entreprises cotées.

Figure 11 : Effet de levier médian par groupe d'entreprises de 1997 à 2010



L'effet de levier est décroissant sur la période d'observation, ce qui signifie un renforcement des fonds propres pour toutes les catégories d'entreprises. Cette tendance peut s'expliquer par des exigences progressivement croissantes des bailleurs de fonds, notamment des banques quant au niveau de fonds propres pour consentir un prêt. Cette tendance correspond donc à une réduction (relative) des fonds étrangers, ce qui peut paraître paradoxal en période de baisse continue des taux d'intérêt nominaux. (cf. plus bas chapitre 5 « Coût du capital »).

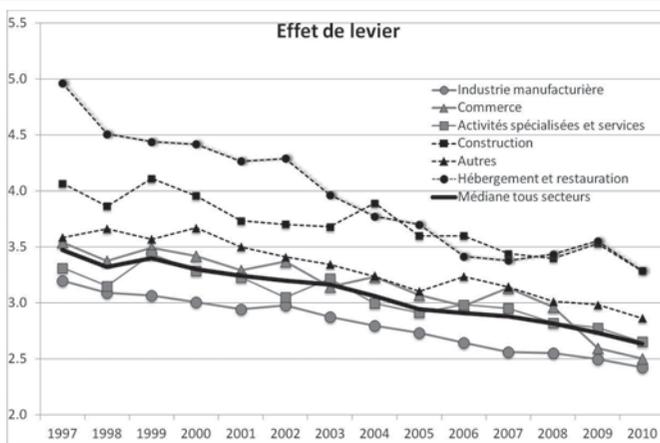
En 1997, les PME et les grandes entreprises ont un effet de levier identique, le passif correspondait à 3,5 fois les capitaux propres (en d'autres termes, les capitaux représentaient 26,5% du bilan). De 1998 à 2001, le levier est plus important dans les PME que dans les grandes entreprises. De 2002 à 2009, c'est l'inverse qui se produit,

les grandes entreprises ont un effet de levier plus important que les PME. En 2010, l'effet de levier des PME et des grandes entreprises est comparable, mais nettement plus bas qu'en début de période, soit le passif s'élevait à 2,6 fois les fonds propres (ou encore les fonds propres représentaient 34% du bilan).

Comme mentionné plus haut, le renforcement des fonds propres touche également les entreprises cotées. Leur effet de levier est nettement inférieur aux entreprises non cotées, le passif représentait 2,3 fois les capitaux propres en 1997 et seulement 1,8 fois en 2010. Ainsi, dans les cotées, les fonds propres représentaient 41,6% du bilan en 1997 et 53,6% en 2010.

La Figure 12 présente l'érosion de l'effet de levier de 1997 à 2010 selon les secteurs d'activités pour les entreprises non cotées.

Figure 12 : Effet de levier médian par secteurs d'activités pour les entreprises non cotées de 1997 à 2010



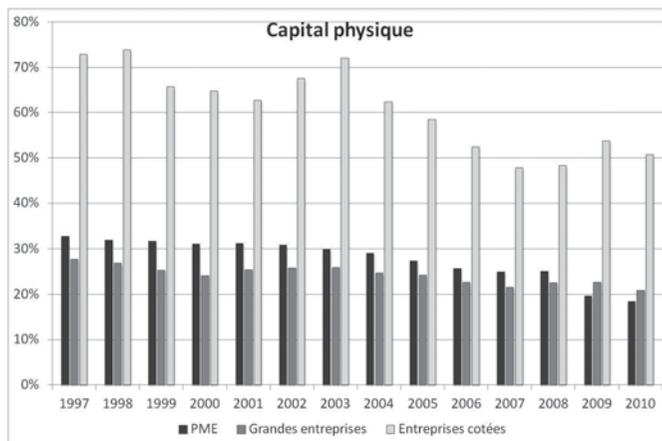
L'hébergement et restauration ainsi que la construction ont systématiquement un effet de levier plus important – c'est à dire des fonds propres significativement plus faibles - que les autres secteurs, ce qui pourrait s'expliquer par le poids des biens immobiliers au bilan. A l'inverse, l'industrie manufacturière a le plus faible effet de levier, donc un niveau de fonds propres supérieur aux autres secteurs. Il est à noter dans le secteur de l'hébergement et restauration un renforcement plus rapide de leurs fonds propres que dans les autres secteurs qui se traduit par une baisse de l'effet de levier (-34% de variation entre 1997 et 2010).

3.2. Capital physique

Le capital physique est ici mesuré par le niveau des immobilisations corporelles par rapport au total de l'actif. La Figure 13 le présente pour les trois catégories d'entreprises, de 1997 à 2010 et la Figure 14 par secteurs d'activités.

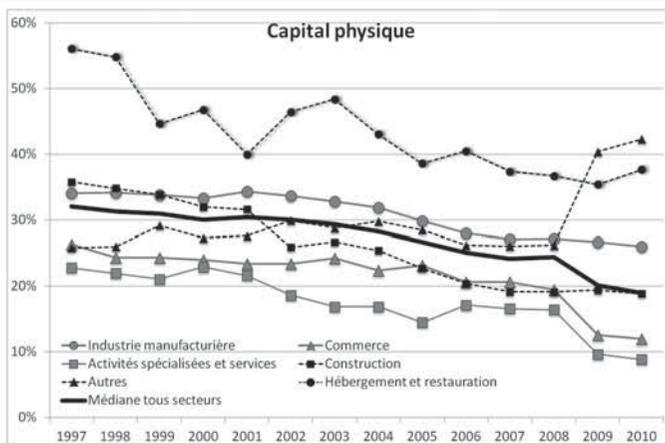
Le capital physique est décroissant, par rapport au bilan, sur la période avec une baisse nettement plus marquée pour les entreprises cotées. Ces dernières ont toutefois, sur la période, un niveau de capital physique nettement supérieur aux entreprises non cotées. En 1997, le capital physique représentait 73% de leurs actifs et seulement 51% en 2010. Les PME ont connu, quant à elles, une légère baisse, de 33% à 18%. Les grandes entreprises ont plutôt stagné sur la période, même si on note une baisse importante en 2009 et 2010. Le capital physique dans ces entreprises représente environ 24% de l'actif.

Figure 13 : Capital physique médian par groupe d'entreprises, de 1997 à 2010



En ce qui concerne les secteurs d'activités des entreprises non cotées, la tendance est naturellement aussi décroissante excepté pour la catégorie résiduelle des autres secteurs où il augmente en passant de 26% de l'actif en 1997 à 42% en 2010. La construction ainsi que l'hébergement et la restauration ont un capital physique qui décroît plus rapidement, avec une variation respective de -47% et -33% sur la période, passant pour le secteur de la construction de 36% à 19%. Le secteur de l'hébergement a un niveau de capital physique nettement supérieur excepté en 2009 et 2010 où la catégorie des autres secteurs a connu une très forte progression.

Figure 14 : Capital physique médian par secteurs d'activités pour les entreprises non cotées, de 1997 à 2010

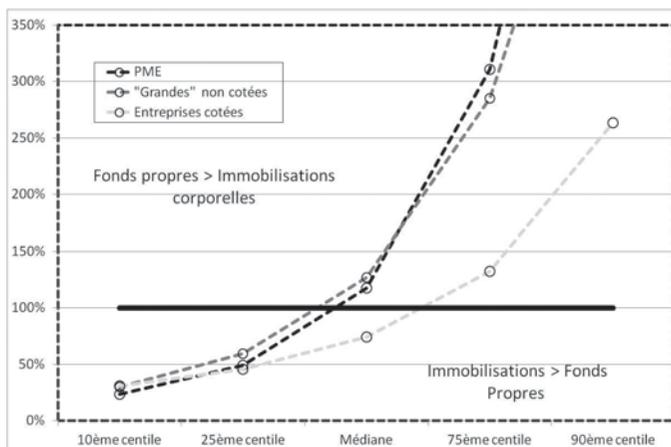


3.3. Fonds propres et immobilisations

La structure des bilans des deux groupes d'entreprises, cotées et non cotées, laisse apparaître deux différences majeures.

- La première, mentionnée lors de l'analyse de l'effet de levier, montre que la part des fonds propres a sensiblement augmenté dans les deux groupes d'entreprises.
- La deuxième différence tient au rapport entre les fonds propres et le capital physique. Elle est présentée dans la Figure 15 pour les trois groupes d'entreprises.

La ligne de référence de la Figure 15, 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 ainsi 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, la Figure 15 présente uniquement les «cœurs» de distribution: entre le 10ème et le 75ème centile pour les non cotées, et du 10ème au 90ème pour les cotées.

Figure 15 : Financement des immobilisations corporelles

Le graphique inspire trois commentaires :

- Premièrement, 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 uniquement 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.
- Deuxièmement, 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.
- Dernièrement, une majorité d'entreprises cotées parvient à financer une partie des immobilisations corporelles en recourant à l'endettement. En revanche, plus de la moitié des entreprises 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 délibéré du financement par les fonds propres et autofinancement délaissant l'endettement 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».

3.4. Amortissements et capital physique

Comme mentionné plus haut (cf. chapitre 1), les pratiques comptables sont très hétérogènes au sein des entreprises suisses aussi bien entre les non cotées qu'entre les cotées et les non cotées. En effet, en Suisse, chaque entreprise non cotée est libre de concevoir son propre plan comptable dans le respect des grands principes de la comptabilité. Pour les entreprises cotées, les divergences sont moindres, les entreprises ayant le choix entre les normes IFRS et GAAP Suisse. Ceci pose les limites aux comparaisons, notamment lorsqu'il s'agit des grandeurs aussi sensibles aux décisions managériales que les amortissements.

Le volume des amortissements dépend des taux admis par le fisc et du type d'actifs. L'entreprise peut ainsi choisir un taux linéaire ou dégressif (le double du taux linéaire) pour une catégorie d'actif. Il y a aussi l'amortissement (fiscal) extraordinaire en cas d'obsolescence accélérée, de pertes ou de sortie/vente⁵. Aux variables qui influent sur le niveau des amortissements il faut encore ajouter le choix de l'entreprise en matière de bénéfices (cf. plus bas la discussion du cash-flow).

La Figure 16 montre l'évolution du rapport entre les amortissements et le capital physique (les immobilisations corporelles) en fonction des trois catégories d'entreprises : PME, grandes entreprises et entreprises cotées.

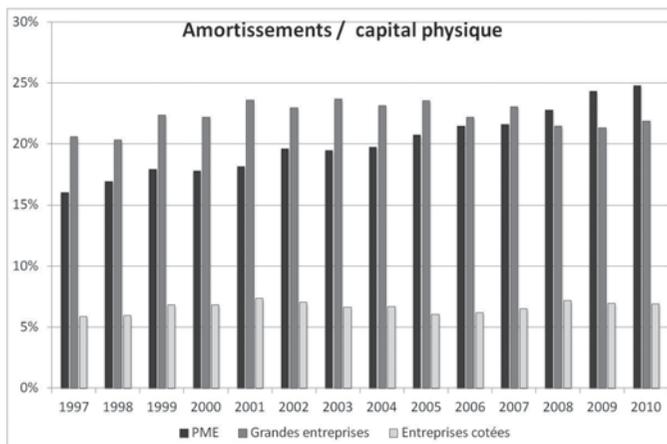
Il en ressort une différence frappante en matière d'amortissements : les entreprises non cotées (PME et grandes) ont un niveau très nettement supérieur par rapport aux entreprises cotées. Pour ces dernières, le rapport entre les amortissements et les immobilisations corporelles est stable, soit 7% par année alors que pour les entreprises non cotées, ce même rapport est supérieur à 15%. Il est croissant pour les PME, jusqu'à atteindre 25% ; et reste stable pour les grandes entreprises, à environ 22% sur la période.

Le raccourcissement significatif de la durée de vie comptable des équipements, chez les PME, met en lumière le soin qu'apportent ces entreprises à leurs outils de production et à leur cash-flow. En effet, cette accélération peut signifier trois choses :

- Les équipements des PME sont devenus plus éphémères et moins coûteux,
- Les entreprises préfèrent basculer vers d'autres modes de financements des équipements, tels que le leasing qui n'apparaît pas dans les immobilisations.
- L'accélération des amortissements, sans changement dans la nature des équipements, signifie la constitution de réserves latentes en période de bons voire de très bons résultats.

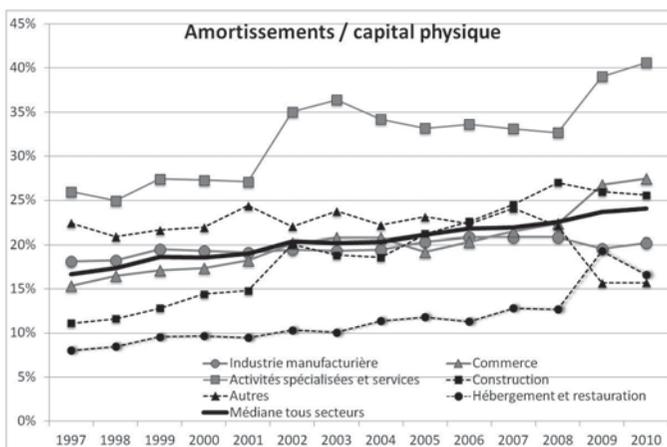
⁵ Voir la circulaire sur les amortissements de l'administration fédérale des finances pour les taux.

Figure 16 : Rapport médian entre amortissements et capital physique par groupe d'entreprises de 1997 à 2010



La Figure 17 présente le même calcul, mais cette fois les entreprises non cotées sont réparties en fonction des secteurs d'activités. Les différences sont tout aussi frappantes.

Figure 17 : Rapport médian entre amortissements et capital physique par secteurs d'activités pour les entreprises non cotées de 1997 à 2010



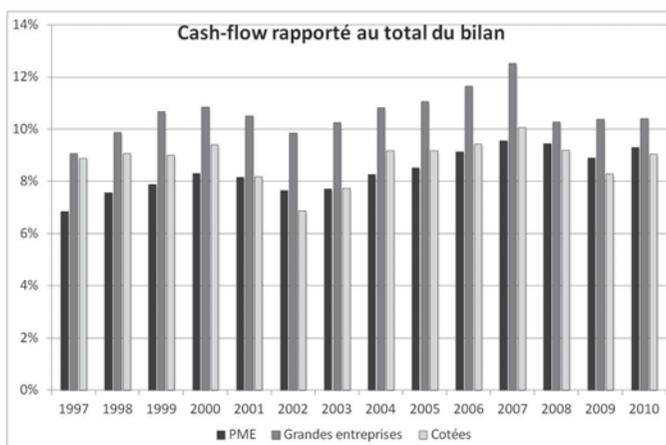
Les activités spécialisées et de services ont un rapport entre amortissement et capital physique largement supérieur aux autres secteurs, de 26% à 41% sur la période, tandis que « l'hébergement et restauration » a un rapport nettement inférieur, de 8% à 17%. La construction ainsi que ce dernier secteur, a un rapport qui augmente plus rapidement sur la période que les autres secteurs (respectivement +130% et +106). A l'inverse, pour le secteur « Autres secteurs » ce rapport diminue, passant de 22% à 16%.

3.5. Répartition du cash-flow

Le cash-flow est la somme des amortissements et du résultat. Il mesure le « cash » disponible au sein de l'entreprise qui peut être affecté soit au bénéfice, soit aux amortissements, dans le respect des normes comptables et fiscales. Le cash-flow rapporté au total du bilan est présenté dans la Figure 18 de 1997 à 2010 et selon le groupe d'entreprises. La Figure 19 montre la répartition du cash-flow entre amortissements et résultats pour les trois groupes d'entreprises.

Le cash-flow, ramené au total du bilan est significativement plus important pour les grandes entreprises, pour lesquelles il fluctue entre 9% et 13% de 1997 à 2010. La part du cash-flow au bilan est la plus basse pour les PME mais avec une tendance légèrement croissante (de 6% à 10%), alors qu'il stagne pour les deux autres catégories d'entreprises. Les entreprises cotées se situent en matière de cash-flow plus près des PME que des grandes entreprises.

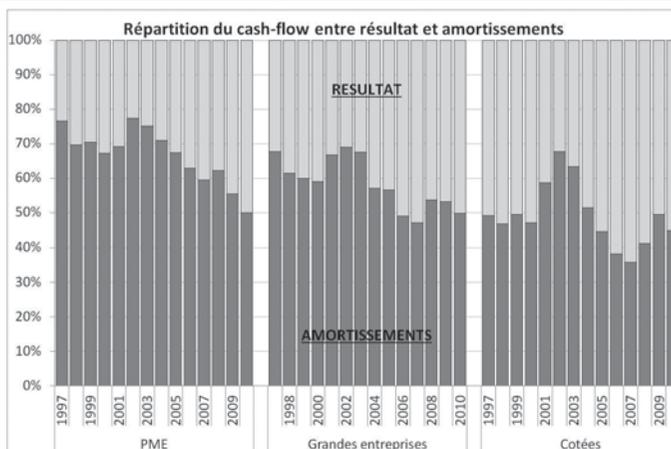
Figure 18 : Cash-flow rapporté au total du bilan par groupe d'entreprises de 1997 à 2010



Comme mentionnée plus haut, la décision en matière de la répartition du cash-flow entre ses deux composantes, résultat et amortissements, relève largement des directions d'entreprises et reflète leurs stratégies. Ainsi, mise à part entre 2001 à 2003, le cash-flow des entreprises cotées est affecté pour environ 50% aux bénéficiaires alors que cette proportion est nettement plus faible pour les PME (40% jusqu'à 2008). En la matière, les grandes entreprises sont dans une position intermédiaire.

Ces observations permettent d'identifier deux logiques en matière d'affectation du cash-flow. Dans la première logique qui vaut pour les entreprises cotées, l'amortissement est la variable d'ajustement. En effet, ces entreprises sont tenues par les marchés financiers au respect de la « shareholder value ». Pour maintenir leur cours, elles doivent fournir aux actionnaires une rentabilité en rapport avec les attentes. Le résultat est donc la variable déterminante. Dans la deuxième logique, celle des entreprises familiales et non cotées, notamment les PME, la situation est inverse, l'amortissement serait la variable déterminante et le résultat la variable d'ajustement. En effet, les amortissements étant fiscalement déductibles, leur maximisation permet donc d'optimiser la charge fiscale. Les décisions en matière de cash-flow dans les grandes entreprises non cotées, qui sont en partie des filiales des groupes cotées, s'inscrivent dans les deux logiques.

Figure 19 : Répartition du cash-flow entre résultat et amortissements par groupe d'entreprises de 1997 à 2010



3.6. Rotation des actifs

La rotation des actifs est le rapport entre le chiffre d'affaires et le total de l'actif. Cette dynamique est communément utilisée pour apprécier l'efficacité de la gestion

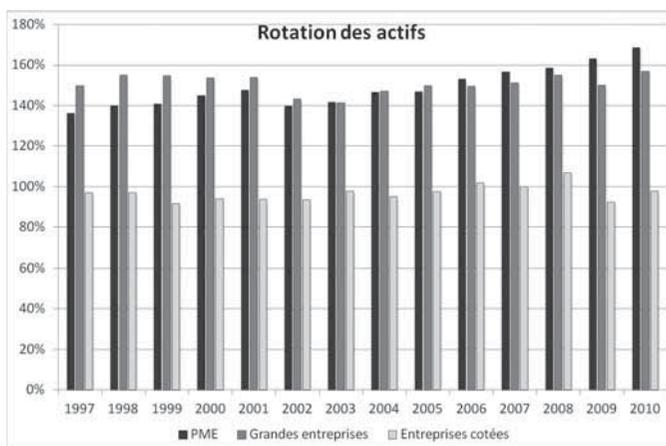
financière. La Figure 20 présente la vitesse de rotation des actifs de 1997 à 2010 selon le groupe d'entreprises, la Figure 21 selon les secteurs d'activités.

Concernant cette rotation, la tendance globale est différente selon la catégorie d'entreprises.

Les PME présentent une accélération nette de la rotation des actifs sur la période, le chiffre d'affaires représentait 136% du bilan en 1997 contre 169% en 2010. Les grandes entreprises ont plutôt une rotation des actifs stable, 150% en 1997 et 157% en 2010. Les PME montrent même depuis 2006 une rotation des actifs plus importante que les grandes entreprises, ce qui n'était pas le cas avant

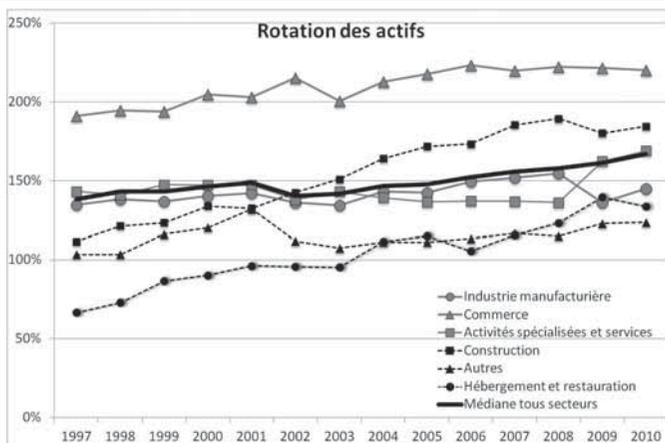
Pour les entreprises cotées, la rotation des actifs est restée stable sur la période même si on observe une légère hausse de 2002 à 2008. En 1997, comme en 2010, le chiffre d'affaires représentait 97% du bilan. Il est à noter que dans les entreprises cotées, la vitesse de rotation est nettement plus lente que pour les entreprises non cotées.

Figure 20 : Rotation médiane des actifs par groupe d'entreprises de 1997 à 2010



Pour ce qui est des secteurs d'activités, les entreprises de l'hébergement et restauration et de la construction ont connu une très forte hausse de la rotation de leurs actifs, respectivement de 68% en 1997 à 133% en 2010, et de 112% en 1997 à 185% en 2010, soit une variation sur la période de +100% et +65%. La rotation dans le secteur du commerce, les activités spécialisées et les autres secteurs a légèrement augmenté avec une variation de 15% pour le premier secteur et de 18% pour les deux autres activités. La rotation des actifs dans l'industrie manufacturière est restée stable avec +8% de croissance entre 1997 et 2010.

Figure 21 : Rotation médiane des actifs par secteurs d'activités pour les entreprises non cotées de 1997 à 2010



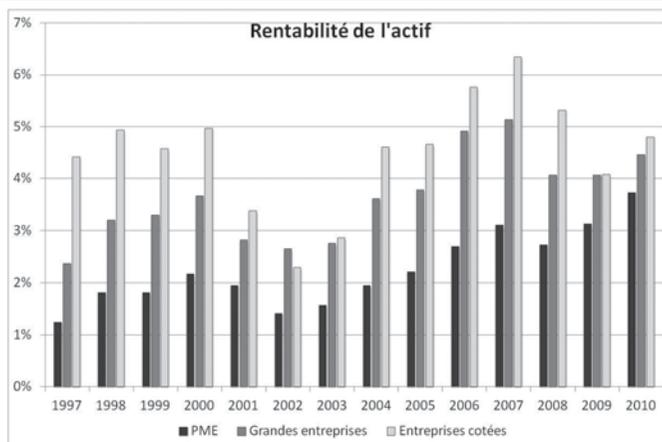
4. Analyse des rentabilités

Le présent chapitre s'intéresse, au niveau micro-économique, à quatre formes de rentabilités : rentabilité de l'actif, des fonds propres, du capital productif et rentabilité des ventes (chiffre d'affaires) qui seront comparées à des données financières de marché comme le taux d'intérêt hors risques et le Swiss Performance Index des actions suisses (SPI) ou macro-économique telle que le PIB (sources respectives : Banque Nationale Suisse, Six Swiss Exchange et Office Fédéral de la Statistique).

4.1. Rentabilité de l'actif

La rentabilité de l'actif est le rapport entre le résultat net et le total de l'actif. D'un côté il s'agit de la rentabilité qu'il a été possible de dégager grâce aux actifs détenus par l'entreprise. D'un autre côté, le résultat net, qui ne comprend pas les intérêts versés aux fonds étrangers, constitue la rémunération moyenne que peut offrir l'entreprise aux détenteurs des fonds propres figurant au passif du bilan. La Figure 22 présente la rentabilité de l'actif de 1997 à 2010 pour les trois catégories d'entreprises et la Figure 23 montre la rentabilité des entreprises non cotées par activités.

Figure 22 : Rentabilité médiane de l'actif par groupe d'entreprises de 1997 à 2010

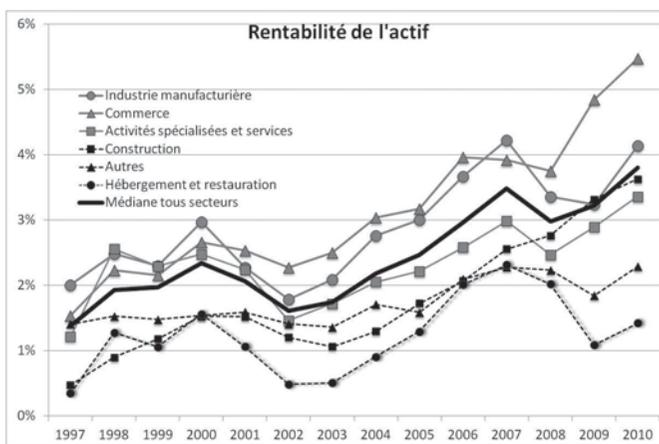


La Figure 22 appelle trois commentaires :

- Premièrement, les entreprises cotées ont la rentabilité de l'actif la plus importante, viennent ensuite les grandes entreprises et les PME qui ont considérablement réduit leur écart. En fin de période, les écarts se sont resserrés entre les trois groupes d'entreprises.

- Deuxièmement, les PME ont une rentabilité de l'actif qui croît sur la période, de 1,3% en 1997 à 3,7% en 2010, même si on note deux zones de fléchissement : de 2000 à 2002 et en 2008.
- Enfin, pour les grandes entreprises et les entreprises cotées, la rentabilité de l'actif oscille de manière similaire : augmentation de 1997 à 2000, de 2002 à 2007 ainsi qu'en 2010 et diminution de 2000 à 2002 et de 2007 à 2009. Sur la période, les grandes entreprises ont une rentabilité de l'actif qui augmente, de 2,4% en 1997 à 4,5% en 2010. Même si la hausse n'est pas aussi prononcée que pour les PME, le niveau de rentabilité des grandes entreprises est systématiquement supérieur aux PME. Les entreprises cotées ont, quant à elles, une rentabilité qui fluctue fortement, mais qui retrouve en 2010 un niveau similaire à celui de début de période, 4,4% en 1997 et 4,8% en 2010.

Figure 23 : Rentabilité médiane de l'actif des entreprises non cotées par secteurs d'activités de 1997 à 2010



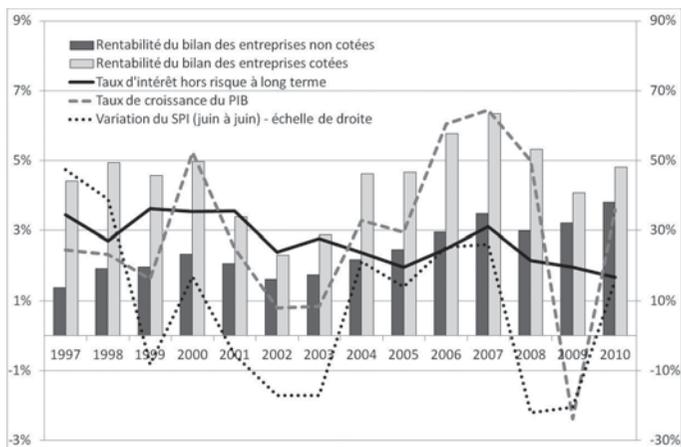
Pour les secteurs d'activités, les entreprises de la construction ont connu une hausse spectaculaire de la rentabilité de l'actif, à savoir +664% de 1997 à 2010, passant d'une rentabilité de 0,5% à 3,6%. La rentabilité du secteur de l'hébergement et restauration, du commerce, des activités spécialisées et de l'industrie manufacturière a également augmenté fortement, mais dans une moindre mesure (+303%, +256%, +177% et +106%). Les autres secteurs ont plus légèrement augmenté avec +63% de variation.

La Figure 24 compare les performances financières des entreprises cotées et des non cotées entre 1997 et 2010. Les entreprises cotées apparaissent de deux façons: suivant la rentabilité de leur bilan total et l'évolution de leur cours en bourse d'après

le 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%; son niveau était de 3,5% en début de période, pour diminuer à 1,7% en 2010.

Figure 24 : Rentabilité de l'actif, performance boursière, taux longs « hors risque » et croissance de 1997 à 2010



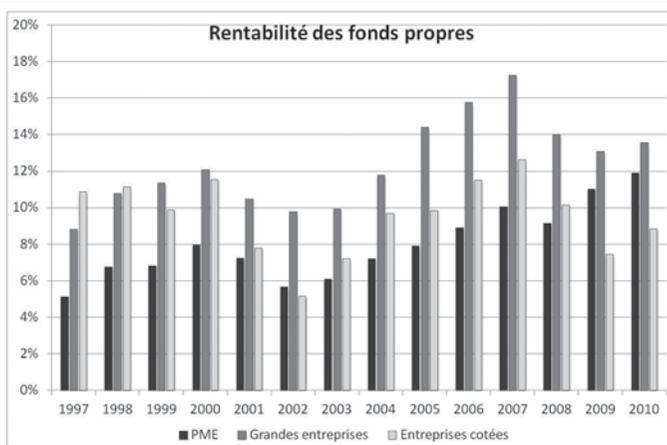
La comparaison de l'évolution de la rentabilité de l'actif et celle des indicateurs financiers et macro-économiques appelle deux observations :

- On constate 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 (1,4% à 3,8%). Parallèlement, la rentabilité des actifs des entreprises cotées se maintient 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 prises 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 (4,5% contre 2,4% en moyenne).
- Il est frappant d'observer 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.

4.2. Rentabilité des fonds propres

La rentabilité des fonds propres est le rapport entre le résultat net et les fonds propres. La Figure 25 présente l'évolution de la rentabilité des fonds propres de 1997 à 2010 pour les 3 catégories d'entreprises, ce qui appelle trois observations.

Figure 25 : Rentabilité médiane des fonds propres par groupe d'entreprises de 1997 à 2010



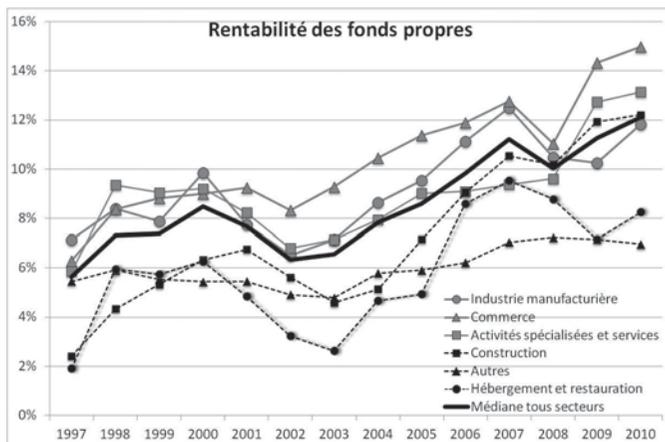
Premièrement, les PME ont une rentabilité des fonds propres croissante sur la période, de 5% en 1997 à 12% en 2010, même si on note un fléchissement de 2000 à 2002 et en 2008. Pour les grandes entreprises et les entreprises cotées, la rentabilité des fonds propres oscille de manière similaire : augmentation de 1997 à 2000, de 2002 à 2007 ainsi qu'en 2010 et diminution de 2000 à 2002 et de 2007 à 2009. Sur la période, les grandes entreprises connaissent une rentabilité des fonds propres croissante (de 9% en 1997 à 14% en 2010) même si la hausse n'est pas aussi prononcée que pour les PME. La rémunération annuelle moyenne des fonds propres dans les «grandes» a été un peu supérieure à 12%, en comparaison avec celle de près de 8% pour les PME.

Deuxièmement, les entreprises cotées ont un rendement des fonds propres qui décroît sur la période, de 11% en 1997 à 9% en 2010. 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 rentable que les fonds propres utilisés dans l'activité productive par les entreprises correspondantes.

Finalement, ces évolutions divergentes affectent le niveau de performance. En début de période les entreprises cotées et les grandes entreprises non cotées ont une rentabilité des fonds propres similaire tandis que les PME présentent une rentabilité

fortement inférieure. En fin de période, les choses changent, les entreprises cotées ont une rentabilité des fonds propres inférieure aux grandes entreprises non cotées, mais également aux PME.

Figure 26 : Rentabilité médiane des fonds propres des entreprises non cotées par secteurs d'activités de 1997 à 2010



La Figure 26 présente l'évolution de la rentabilité des fonds propres de 1997 à 2010 pour les différents secteurs d'activités. On observe, comme pour la rentabilité de l'actif, que les entreprises de la construction ont connu une hausse spectaculaire du rendement des fonds propres, passant de 2,4% à 12,2% soit une variation +403% de 1997 à 2010. La rentabilité des secteurs de l'hébergement et restauration, du commerce et des activités spécialisées a également augmenté fortement mais dans une moindre mesure (+333%, +139% et +124%). Celle de l'industrie manufacturière et des autres secteurs a augmenté avec +66% et +28% respectivement.

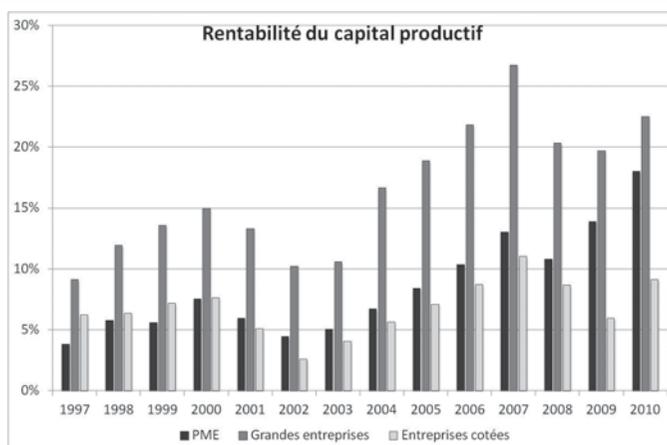
4.3. Rentabilité du capital productif

La rentabilité du capital productif est le rapport entre le résultat net et les immobilisations corporelles telles qu'elles figurent au bilan des entreprises. L'impact de la diversité des pratiques comptables ne doit pas être sous estimé sur ce point (Cf. 3.4. Amortissements et capital physique). En effet, des écarts importants peuvent exister, entre la valeur du capital physique et la manière dont il est valorisé au bilan. En effet, du fait que la valeur au bilan est largement historique, et qu'elle dépende aussi de la pratique d'amortissement, les entreprises non cotées sont susceptibles d'accumuler des « réserves latentes » importantes par rapport aux entreprises cotées

qui sont tenues à revaloriser leurs immobilisations. Il est impossible à ce stade d'apporter plus de précision sur ce point potentiellement névralgique.

La Figure 27 présente la rentabilité du capital productif tel qu'il ressort des comptes communiqués à l'OFS par les entreprises non cotées et tel qu'il est inscrit dans les comptes des entreprises cotées de 1997 à 2010 pour les trois catégories d'entreprises et la Figure 28, selon les secteurs d'activités.

Figure 27 : Rentabilité médiane du capital productif par groupe d'entreprises de 1997 à 2010

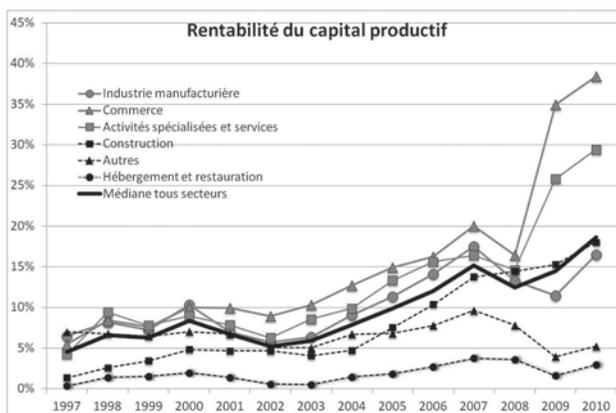


La rentabilité du capital productif des entreprises cotées est très nettement inférieure à celle des grandes entreprises non cotées et même inférieure à la rentabilité dans les PME à partir de 2001. Ces différences peuvent s'expliquer par les règles de valorisation différentes appliquées par les entreprises. Toutefois, pour les trois tailles d'entreprises la rentabilité augmente sur la période, mais pas dans les mêmes proportions : pour les PME, la rentabilité correspondait à 3,8% en 1997 et à 18% en 2010 ; pour les grandes entreprises, la rentabilité était de 9,1% en 1997 et 22,5% en 2010 et pour les entreprises cotées, elle était de 6,2% en 1997 et 9,1% en 2010.

En ce qui concerne les secteurs d'activités, les entreprises de la construction ont connu une hausse spectaculaire de la rentabilité du capital productif, passant de 1,4% à 18% soit +1215% de 1997 à 2010. On observe une hausse similaire des rentabilités des fonds propres et de l'actif. Notons toutefois le décrochement vers le haut de la rentabilité, en 2009 et 2010, dans certaines activités qui pourrait être dû en partie au moins au changement de l'échantillon de l'enquête. La rentabilité du capital productif dans les secteurs de l'hébergement et restauration, des activités spécialisées et du commerce ont connu également une forte hausse, bien que dans

une moindre mesure (+658%, +590% et +600%). Celle de l'industrie manufacturière a légèrement augmenté avec +153% de variation tandis que les autres secteurs ont connu une baisse de la rentabilité du capital productif. La rentabilité ayant diminué de -25% sur la période.

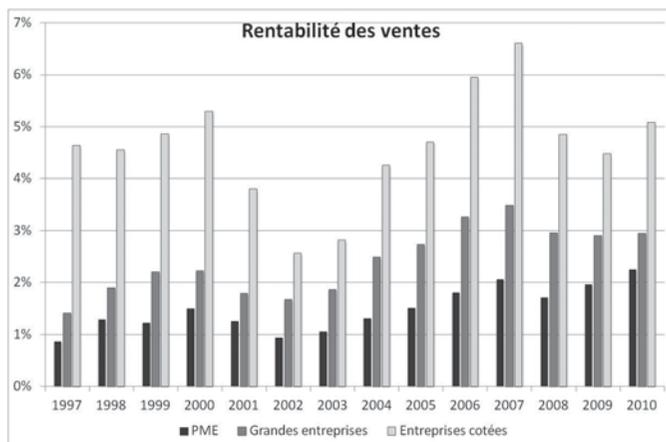
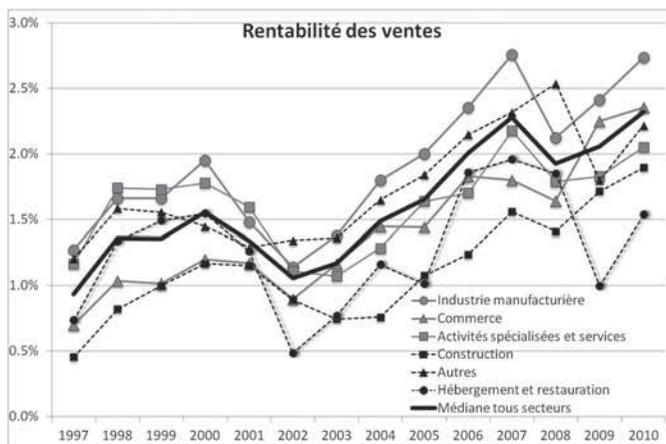
Figure 28 : Rentabilité médiane du capital productif des entreprises non cotées par secteurs d'activités de 1997 à 2010



4.4. Rentabilité des ventes

La rentabilité des ventes (chiffre d'affaires) est le rapport entre le résultat net et le chiffre d'affaires. La Figure 29 présente la rentabilité des ventes pour les catégories d'entreprises, de 1997 à 2010, et la Figure 30 celle correspondant aux secteurs d'activités.

La rentabilité des ventes des entreprises cotées est très largement supérieure à celle des entreprises non cotées. Les entreprises cotées présentent une rentabilité qui oscille sur la période même si les niveaux en début et fin de période sont presque égaux (le résultat représentait 4,6% du chiffre d'affaires en 1997 contre 5% en 2010). Les entreprises non cotées ont, quand à elles, une rentabilité qui augmente significativement sur la période. Pour les PME, la rentabilité passe de 0,9% en 1997 à 2,3% en 2010 et pour les grandes entreprises, la rentabilité passe de 1,4% en 1997 à 2,9% en 2010. Les écarts entre les cotées et les PME se resserrent donc en fin de période.

Figure 29 : Rentabilité médiane des ventes par groupe d'entreprises de 1997 à 2010**Figure 30 : Rentabilité médiane des ventes des entreprises non cotées par secteurs d'activités de 1997 à 2010**

Pour ce qui est des secteurs d'activités, les entreprises de la construction ont connu une hausse spectaculaire de la rentabilité des ventes, à l'instar de ce qui est observée pour les trois autres rentabilités analysées précédemment, à savoir +315% de 1997 à 2010 (ou en niveau de 0,5% à 1,9%). La rentabilité des ventes des autres secteurs, à savoir le secteur du commerce, de l'hébergement et restauration, de l'industrie manufacturière, des activités spécialisées et les autres secteurs a

également augmenté fortement, mais dans une moindre mesure, respectivement +315%, +108%, +115%, 76% et +84%.

5. Coût du capital

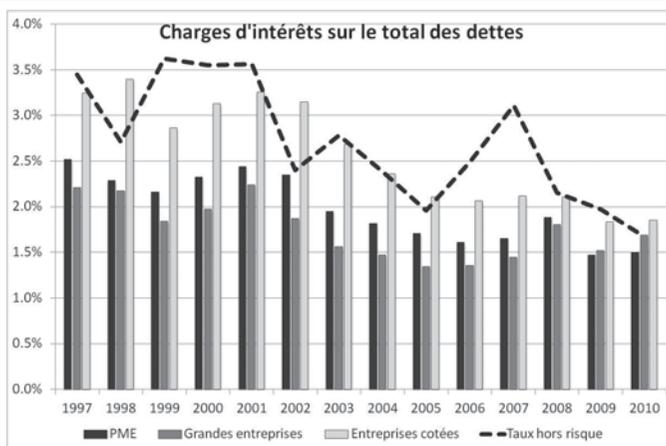
Les charges d'intérêts par rapport à l'ensemble des dettes ou des dettes à long terme sont deux manières d'appréhender le coût du capital étranger pour les entreprises. Le coût moyen pondéré du capital (WACC – Weighted Average Cost of Capital) estime plus précisément le coût du capital en tenant compte de deux dimensions : la rentabilité des fonds propres et les d'intérêts sur les fonds étrangers.

5.1. Charges d'intérêts sur le total des dettes

Les charges d'intérêts sur la dette sont calculées comme le rapport entre les charges d'intérêts et le total des dettes apparaissant au bilan. Ce dernier inclut les dettes à long terme et les dettes à court terme lesquelles comprennent aussi les dettes commerciales qui ne portent pas intérêts.

La Figure 31 présente les charges d'intérêts sur le total des dettes de 1997 à 2010 pour les trois catégories d'entreprises et les compare au taux « hors risque » de long terme.

Figure 31 : Charges d'intérêts médianes sur le total des dettes par groupe d'entreprises de 1997 à 2010

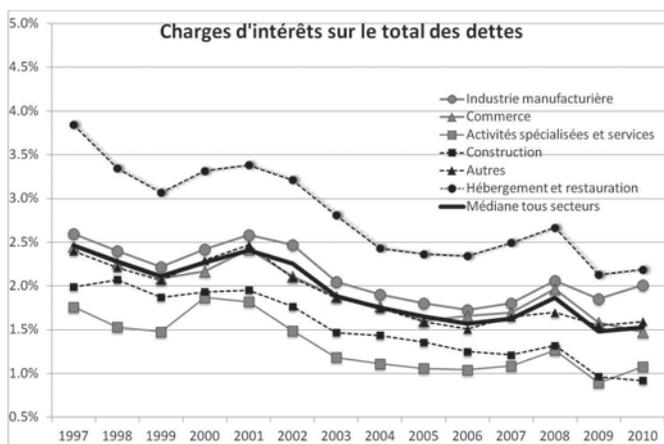


La période d'observation correspond à une baisse significative des taux « hors risque ». Les charges d'intérêts sur le total des dettes suivent cette tendance pour tous les groupes d'entreprises. Les PME avaient, en 1997, des charges d'intérêts qui représentaient 2,5% des dettes et les grandes entreprises 2,2% alors que le taux « hors risque » était de 3,5%. En 2010, les PME ont payé 1,5% de charges d'intérêts et les grandes entreprises 1,7% ce qui correspond au taux « hors risque ». En début

de période, les entreprises cotées paient des d'intérêts nettement plus importants que les non cotées, proches des taux « hors risque ». En fin de période les écarts se resserrent sensiblement.

La Figure 32 présente les charges d'intérêts sur le total des dettes de 1997 à 2010 pour les six secteurs. On observe que dans tous les secteurs d'activités les charges des intérêts de la dette ont décroissantes sur la période. L'hébergement et restauration présente des charges d'intérêts plus importantes que les autres secteurs.

Figure 32 : Charges d'intérêts médianes sur le total des dettes des entreprises non cotées par secteurs d'activités de 1997 à 2010

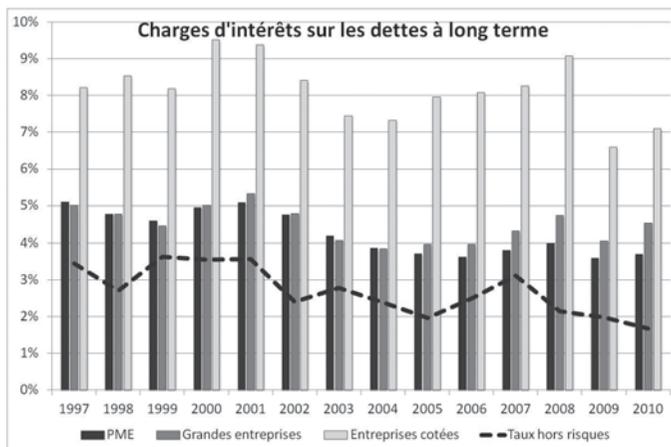


5.2. Charges d'intérêts sur les dettes à long terme

Les charges d'intérêts sur les dettes à long terme sont le rapport entre les charges d'intérêts et le total des dettes à long terme, ce qui correspond au coût des fonds étrangers. La Figure 33 présente les charges d'intérêts sur les dettes à long terme de 1997 à 2010 pour les trois catégories d'entreprises ainsi que le taux hors risque, alors que la Figure 34 s'intéresse aux charges d'intérêts selon les secteurs.

En général, pendant la période d'observation, les charges d'intérêts sur les dettes à long terme se réduisent également mais de manière moins significative que pour l'ensemble des dettes. Les entreprises cotées payent des intérêts sur les dettes à long terme, à l'instar de l'ensemble des dettes, nettement supérieurs que les entreprises non cotées. L'écart de taux entre les deux populations - entreprises cotées et non cotées - est permanent, même si on note une légère diminution de cet écart en 2009 et 2010.

Figure 33 : Charges d'intérêts médianes sur les dettes à long terme par groupe d'entreprises de 1997 à 2010



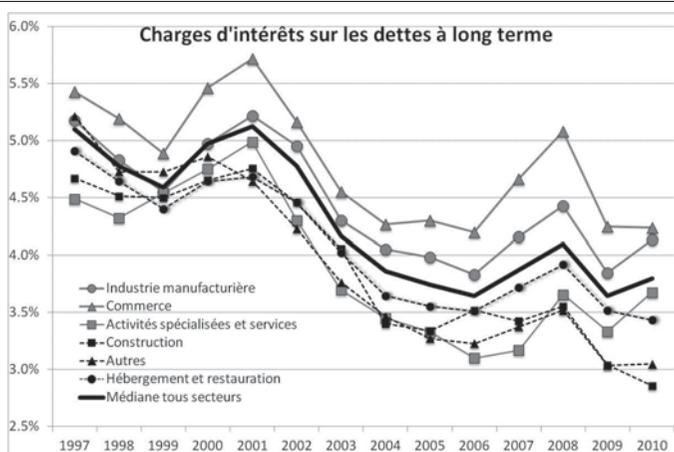
Les niveaux de rémunération des fonds étrangers à long terme sont à mettre en rapport avec les taux « hors risque » correspondants. Ces derniers, en moyenne annuelle, s'élevaient à 2,7%, alors que les taux hypothécaires étaient de 3,5%. Ainsi, les PME ont connu une baisse plus sensible des charges d'intérêts, de 5,1% en 1997 à seulement 3,7% en 2010 (soit 3% une moyenne annuelle). Les grandes entreprises ont plutôt stabilisé leurs charges d'intérêts, passant de 5% en 1997 à 4,5% en 2010 (4,5% en moyenne annuelle). Les entreprises cotées paient des charges d'intérêts sur la dette à long terme qui oscillent de 1997 à 2008 mais qui se réduisent fortement les deux dernières années, soit 7,1% de charges d'intérêts en 2010.

Qu'il s'agisse de l'ensemble des dettes ou des seules dettes à long terme, les entreprises cotées ont systématiquement payé plus cher que les non cotées. Pour ce qui est des créanciers de long terme une prime (à la fois de risque et d'intermédiation) d'environ 2 points de pourcentage pour les entreprises non cotées et à près de 6 points pour les cotées a été payée aux intermédiaires financiers. Le niveau de cette prime payée par les cotées étonne pour deux raisons. D'une part, les grands groupes internationaux disposent de compétences élevées 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 de long terme sont très proches de la rentabilité de leurs fonds propres, ce qui suggère qu'elles sont arrivées aux limites de l'effet de levier.

L'évolution divergente en matière des charges d'intérêts pour les deux populations d'entreprises, cotées et non cotées, s'explique selon toute vraisemblance par deux facteurs :

- D'une part, les entreprises cotées emploient des techniques de financement différentes des entreprises non cotées et ont d'avantage recours aux dettes à court terme, voire aux dettes commerciales (gratuites) comme le montre la Figure 31.
- D'autre part, les entreprises cotées se financent sur les marchés internationaux, alors que les entreprises non cotées se financent sur le marché suisse. Il se peut qu'elles profitent ainsi davantage des taux suisses légendairement meilleur marché.

Figure 34 : Charges d'intérêts médianes sur les dettes à long terme par secteurs d'activités pour les entreprises non cotées 1997 à 2010



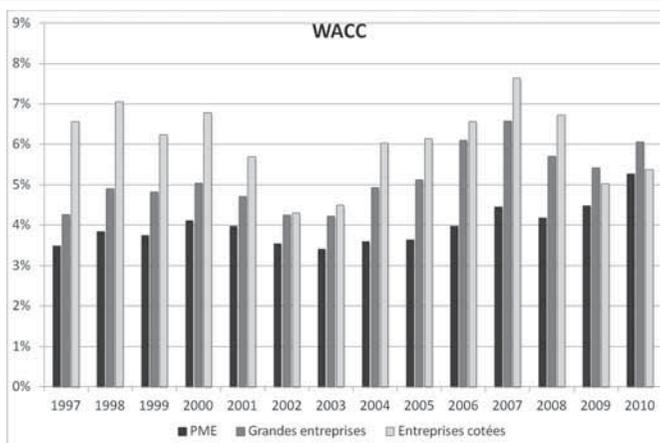
Tous les secteurs d'activités présentent des charges des intérêts de la dette à long terme décroissantes sur la période. Le commerce présente des charges d'intérêts à long terme plus importantes que les autres secteurs. La construction et les autres secteurs sont les secteurs qui réduisent le plus rapidement leurs charges d'intérêts de la dette à long terme.

5.3. Coût moyen pondéré du capital

Le coût moyen pondéré du capital (WACC) est obtenu en combinant le coût des fonds propres, soit leur rentabilité, et le coût des fonds étrangers, soit le taux d'intérêt correspondant. Les coefficients de pondération utilisés correspondent aux poids respectifs des fonds propres et des fonds étrangers au bilan. La pondération respective correspond au poids des fonds propres et des fonds étrangers dans le bilan. Le coût moyen pondéré du capital joue, en théorie, un rôle important lors de la sélection, par les entreprises, des projets d'investissement : plus ce coût est élevé et plus la rentabilité des projets d'investissement retenus par les entreprises devra l'être.

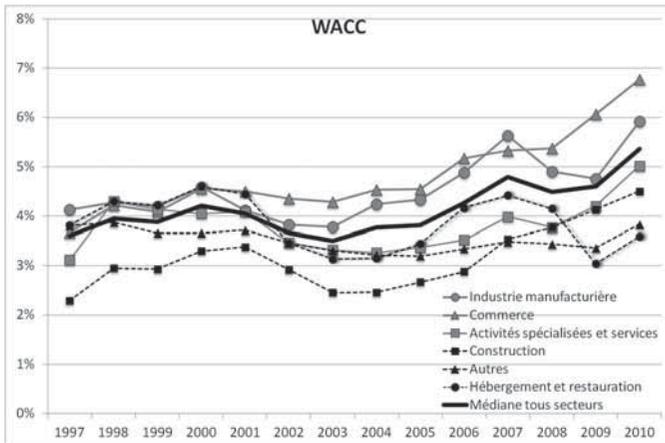
La Figure 35 présente le coût pondéré du capital de 1997 à 2010 pour les trois catégories d'entreprises, alors que la Figure 36 le fait pour les secteurs. Les calculs ont été faits, entreprise par entreprise, en utilisant la rentabilité des fonds propres telle qu'elle apparaît au chapitre 4.2, le coût des fonds étrangers (chapitre 5.1.) et les coefficients de pondération tels qu'ils ressortent de l'analyse de l'effet de levier (chapitre 3.1.).

Figure 35 : WACC par groupe d'entreprises de 1997 à 2010



Le coût moyen pondéré du capital fluctue pour les entreprises cotées sur la période (de 6,6% en 1997 à 5,4% en 2010) alors qu'il est plutôt croissant pour les entreprises non cotées. En 1997, les PME avaient un coût moyen pondéré de 3,5% et 4,3% pour les grandes entreprises. En 2010, il était de 5,2% pour les PME et 6% pour les grandes entreprises. L'écart entre les deux grandes catégories d'entreprises s'est fortement réduit en 2009 et 2010. Cela s'explique par le fait que les entreprises cotées ont une part de fonds propres relativement élevée qu'elles rémunèrent relativement fortement alors que les PME ont une part de dettes élevée qu'elles rémunèrent plus fortement.

Selon les secteurs d'activités et pour les entreprises non cotées, la tendance est différente : la construction voit son coût moyen pondéré du capital doubler (de 2,3% en 1997 à 4,5% en 2010) et le commerce est quasiment dans la même situation (+85% passant de 3,7% à 6,7%). L'industrie manufacturière et les activités spécialisées et de services voient leur coût augmenter, mais plus légèrement (+43% et +61% passant respectivement de 4,1% et 3,1% en 1997 à 5,9% et 5% en 2010). A l'inverse, l'hébergement et les autres secteurs ont un coût moyen pondéré du capital stable.

Figure 36 : WACC par secteurs d'activités pour les entreprises non cotées de 1997 à 2010

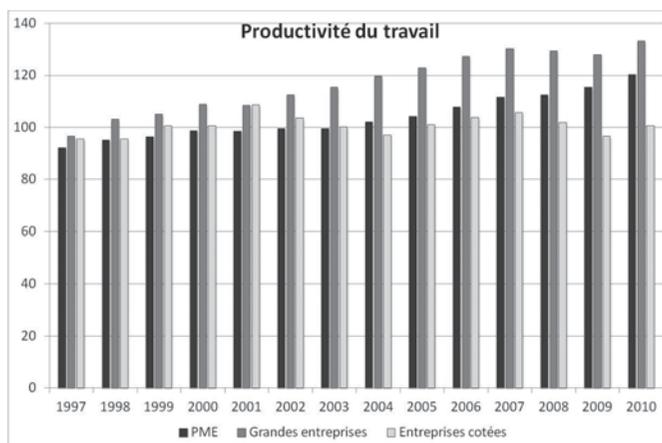
6. Analyse des productivités

La notion de productivité se réfère au rapport entre la production, c'est-à-dire la valeur ajoutée, et le volume de facteur de production qui est utilisé pour la produire. La section suivante s'attache à calculer trois productivités : la productivité du travail (par unité d'emploi plein temps), du capital financier (par franc de bilan) et du capital physique (par franc d'immobilisations corporelles au bilan).

6.1. Productivité du travail

La productivité du travail est le rapport entre la valeur ajoutée et le nombre d'emplois EPT. La Figure 37 présente la productivité du travail de 1997 à 2010 en valeur nominale pour les trois catégories d'entreprises et la Figure 38, selon les six secteurs d'activités. Notons que les prix ont augmenté de quelques 12% entre 1997 et 2010.

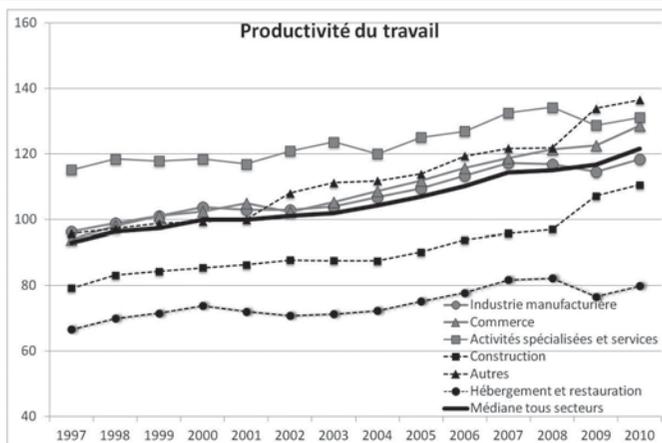
Figure 37 : Productivité médiane du travail par groupe d'entreprises de 1997 à 2010



En 1997, la productivité du travail était similaire dans les trois catégories d'entreprises, un emploi EPT produisait en milliers de francs suisses environ 95'000.- (95 KCHF) de valeur ajoutée. En 2010, les niveaux de productivité divergent. Pour les PME, la productivité du travail a augmenté toutes les années pour atteindre 120 KCHF soit un accroissement de 30%, pour les grandes entreprises, la productivité du travail a encore plus augmenté atteignant 133 KCHF de valeur ajoutée (+38%). Pendant ce temps, la productivité du travail dans les entreprises a stagné : en 2010, un emploi EPT produisait 101 KCHF de valeur ajoutée (+5%).

Si l'on considère que le taux d'inflation a été de l'ordre de 12% pendant la période, la productivité dans les groupes cotés aurait même diminué.

Figure 38 : Productivité médiane du travail des entreprises non cotées par secteurs d'activités de 1997 à 2010



Pour ce qui est des secteurs d'activités et sur toute la période, la productivité du travail a augmenté partout et systématiquement toutes les années. Le secteur des activités spécialisées a connu une hausse à peine plus élevée que le taux d'inflation, soit +14% en termes nominaux entre 1997 et 2010, alors que la variation nominale pour tous secteurs confondus est de +31% sur la même période. Le secteur de l'hébergement et restauration ainsi que la construction présentent une productivité du travail nettement inférieure aux autres secteurs.

6.2. Productivité du capital financier

La productivité du capital financier est le rapport entre la valeur ajoutée et le total de l'actif. Elle répond à la question: combien de valeur ajoutée est produite avec un franc de bilan. La Figure 39 donne les résultats pour la productivité du capital financier pour les trois catégories d'entreprises. La Figure 40 indique la productivité pour les entreprises non cotées, selon les secteurs d'activités.

Les PME avec, en 1997, un franc de bilan, produisaient 52 centimes de valeur ajoutée nominale ; en 2010, elles en produisaient 63 centimes de valeur soit, en termes réels, une variation de +10%. Les grandes entreprises ont, quant à elles, connu une quasi stagnation de leur productivité nominale : en 1997, un franc au bilan produisait 54 centimes de valeur ajoutée, et 57 centimes en 2010.

Dans l'ensemble, les entreprises non cotées ont vu leur productivité du capital financier s'écarter de manière significative de celle des entreprises cotées. En effet, dans les entreprises cotées un franc de bilan produisait 32 centimes de valeur ajoutée en 1997 mais seulement 29 centimes en 2010.

Figure 39 : Productivité médiane d'un franc de bilan par groupe d'entreprises de 1997 à 2010

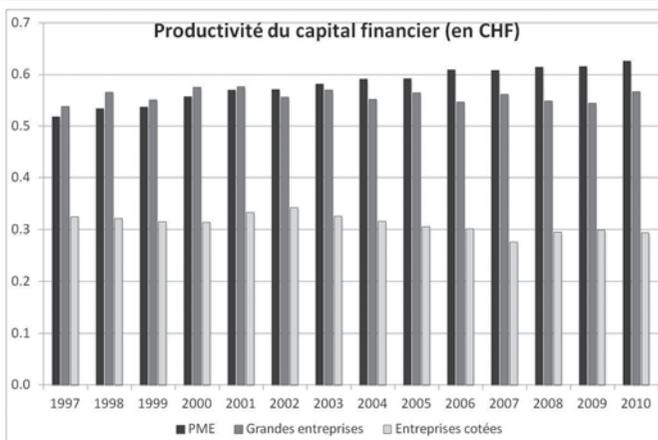
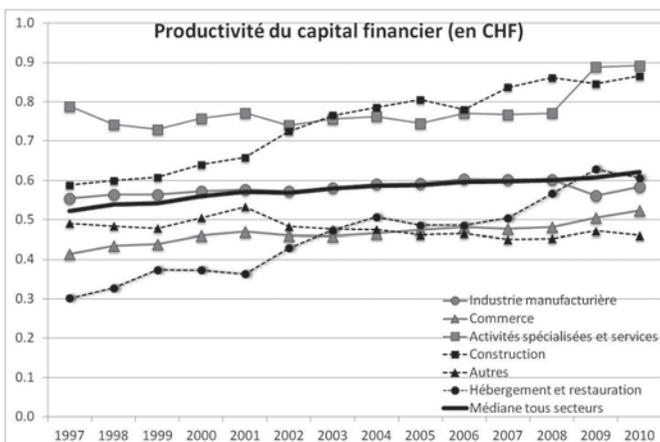


Figure 40 : Productivité médiane d'un franc de bilan des entreprises non cotées par secteurs d'activités de 1997 à 2010



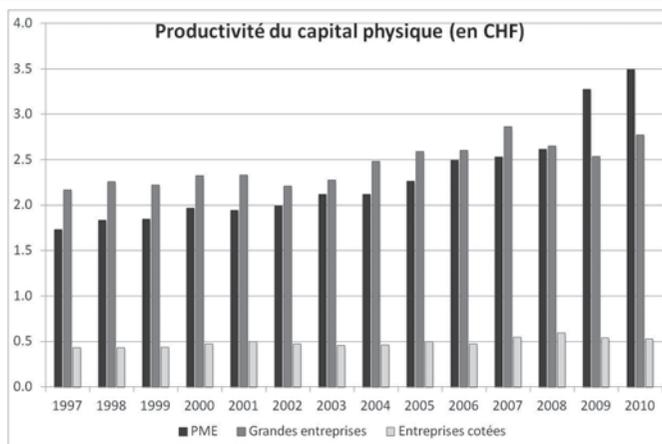
Pour ce qui est des secteurs d'activités, les entreprises de la restauration et hébergement et de la construction ont connu une très forte hausse de la productivité du capital financier, passant respectivement de 30 centimes de valeur ajoutée et de 59 centimes de valeur ajoutée par franc de bilan en 1997 à 61 centimes de valeur ajoutée et 87 centimes de valeur ajoutée en 2010. Ceci correspond à une variation de

+101% et +47% sur la période, soit une augmentation très significative en termes réels. La productivité du capital financier des secteurs du commerce et des activités spécialisées a légèrement augmenté avec une hausse de 26% pour le premier secteur et de 13% pour le deuxième secteur. Quand à celles de l'industrie manufacturière et des autres secteurs, elles sont restées, avec une variation de +5% et -6%, quasiment stables en valeur nominale mais ont diminué en termes réels.

6.3. Productivité du capital physique

La productivité du capital physique correspond au rapport entre la valeur ajoutée et les immobilisations corporelles à la valeur à laquelle elles figurent au bilan. La Figure 41 présente cette productivité pour les trois catégories d'entreprises et la Figure 42 pour les six secteurs d'activités.

Figure 41 : Productivité médiane du capital physique par groupe d'entreprises de 1997 à 2010

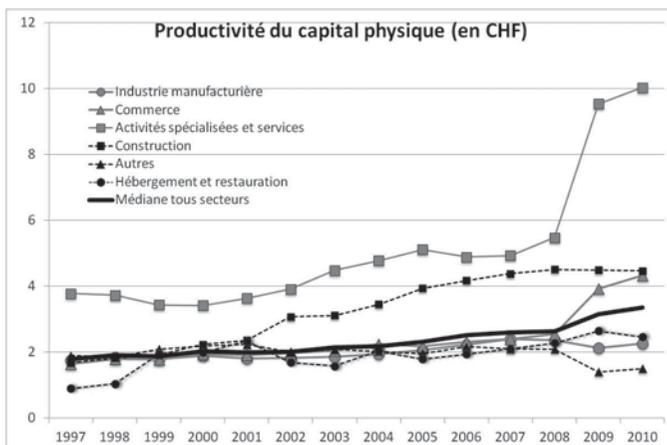


Les PME produisaient, en 1997, 1,73 franc de valeur ajoutée avec 1 franc de capital productif et, en 2010, ce franc de capital productif produisait 3,49 franc de valeur ajoutée. Pour ces entreprises, la productivité du capital n'a cessé d'augmenter et a même doublé sur les 14 années de la période d'observations. La productivité du capital physique, dans les grandes entreprises, a augmenté de manière plus modérée : 1 franc de capital productif produisait 2,17 franc de valeur ajoutée et en 2010, ce franc de capital productif produisait 2,78 franc de valeur ajoutée.

Dans l'ensemble, les entreprises non cotées (PME et grandes entreprises) ont connu une productivité croissante et un niveau nettement supérieur aux entreprises cotées. Dans ces dernières, 1 franc de capital productif produisait 44 centimes de valeur

ajoutée en 1997 et 53 centimes de valeur ajoutée en 2010, soit une quasi stagnation en termes réels.

Figure 42 : Productivité médiane du capital productif des entreprises non cotées par secteurs d'activités de 1997 à 2010



Pour ce qui est des secteurs d'activités, des différences sont clairement visibles : la croissance de la productivité du capital physique a été nettement plus importante dans les secteurs des activités spécialisées, de la restauration et hébergement, de la construction et du commerce (respectivement une variation de +165%, +174%, +166% et +164% de 1997 à 2010) que dans les autres secteurs. Par exemple, pour le secteur des activités spécialisées, 1 franc de capital productif produisait 3,79 franc de valeur ajoutée en 1997 et en 2010, ce franc de capital productif produisait 10,03 franc de valeur ajoutée. Il convient de noter le bond spectaculaire de la productivité du commerce à partir de 2008 (probablement dû au moins en partie au changement de l'enquête). L'industrie manufacturière a légèrement augmenté (+28%). Le seul secteur où la productivité nominale a diminué est le regroupement des autres secteurs, 1 franc de capital productif produisait 1,90 franc de valeur ajoutée en 1997 et en 2010, il ne produisait plus que 1,51 franc de valeur ajoutée.

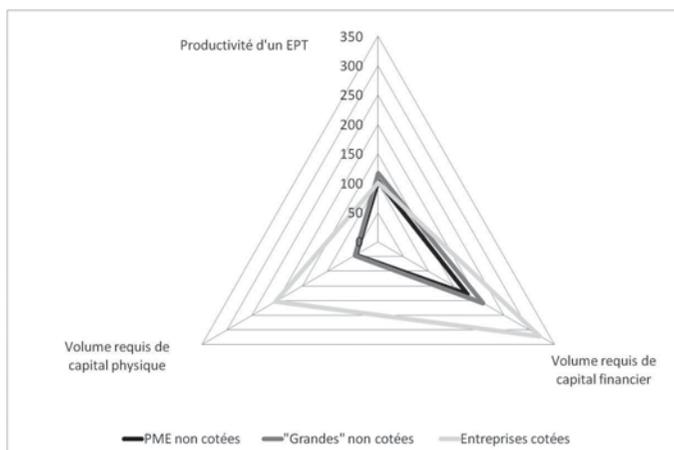
6.4. Productivité du travail et volume requis de capital

Comment peut-on analyser les nombreuses 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. Sans devoir recourir à une pondération des facteurs, par exemple en fonction de leur importance dans la valeur ajoutée, une manière de contourner l'obstacle est d'appréhender les différences dans les proportions des facteurs utilisés («factor mix») par chaque groupe d'entreprises. Ceci consiste à comparer les volumes de capital que mobilise un employé à plein temps pour produire la valeur ajoutée correspondant à la productivité du travail. Un tel calcul permet de différencier très nettement les trois groupes d'entreprises en termes d'intensité des facteurs de production.

La Figure 43 présente sous forme graphique les résultats d'un tel calcul.

Figure 43 : Productivité du travail et volume requis de capital



Ainsi, dans les entreprises cotées, pour produire 101 KCHF de valeur ajoutée, correspondant à la productivité d'un EPT, l'entreprise mobilise 321 KCHF de bilan et 203 KCHF d'immobilisations. Les proportions sont différentes dans les PME où 178 KCHF de bilan et 44 KCHF d'immobilisations sont utilisés pour produire 204 KCHF de valeur ajoutée, ce qui correspond à la productivité d'un EPT. Quant à un EPT dans les grandes entreprises non cotées, pour produire les 117 KCHF qui correspondent à sa productivité, l'entreprise mobilise 209 KCHF de bilan et 46 KCHF d'immobilisations.

La Figure 43 montre que l'intensité capitaliste, notamment dans les entreprises cotées, a pour contrepartie une faible productivité du capital. Cela pourrait indiquer – sous réserve d'études plus approfondies des fonctions de production – que les entreprises cotées se trouvent dans la zone de productivité (et de rendements réels) décroissante du capital.

Le tableau de la Figure 44 prolonge l'étude des productivités et montre comment se répartit la valeur ajoutée d'un ETP. Il en ressort que c'est dans les entreprises cotées que la part de valeur ajoutée allant à la rémunération du capital est très nettement la plus élevée, avec 19% alors qu'elle n'est que de 7% dans les PME et de 9% dans les grandes entreprises non cotées.

Figure 44 : Répartition de la valeur ajoutée entre les facteurs de production

	Coût moyen pondéré du capital (WACC)	Productivité d'un EPT (KCHF)	Rémunération du travail (KCHF)	Rémunération capital financier (KCHF)
PME	4.0%	104	97	7
Grandes entreprises	5.1%	117	106	11
Entreprises cotées	6.1%	101	81	20

7. Premières conclusions et pistes d'approfondissement

Cette étude exploratoire a permis de mettre en évidence un certain nombre d'observations prégnantes, soit autant de conclusions provisoires, qui devront, à l'avenir faire l'objet d'études complémentaires.

- Le début de la crise économique, en 2007/8, coïncide avec le changement opéré par l'OFS dans la méthode de récolte des données comptables des entreprises. Cette coïncidence, à laquelle s'ajoute l'absence de recul, complique l'analyse de l'impact de la crise sur les entreprises suisses. Ceci étant, et sous réserve des interférences liées au changement méthodologique, la présente étude montre que la crise financière n'a pas eu d'effets notables ni sur la condition financière, ni sur la performance économique des entreprises suisses. En effet, la rentabilité des PME n'a pas varié, celle des grandes entreprises a un peu fléchi avant de se reprendre, alors que celle des entreprises cotées s'est tassée de manière plus significative, probablement à cause de leur forte exposition internationale.
- Les analyses qui précèdent montrent de manière convaincante que les entreprises cotées génèrent globalement une rentabilité des fonds propres (ROE) à peine supérieure à celle de l'ensemble des entreprises suisses de plus de 20 emplois équivalents plein temps. Plus précisément, il apparaît que la performance des entreprises cotées se situe entre celle des PME et des grandes entreprises non cotées. Ce constat à la fois comptable et statistique est à mettre en rapport avec deux considérations complémentaires. D'une part, il est possible que certaines entreprises non cotées puissent volontairement taire une partie de leurs bénéfices lorsqu'elles communiquent les informations à l'OFS. D'autre part, les entreprises non cotées peuvent plus facilement accroître leur amortissement au détriment du bénéfice net. Dans un cas comme dans l'autre, et a fortiori lorsque les deux hypothèses sont vraies, la rentabilité « effective » des PME serait plus élevée. En conséquence, la performance relative des entreprises cotées serait, quant à elle, significativement inférieure à celles des non cotées.
- Du point de vue de la stricte rentabilité, et sans tenir compte des différences ni quant à la nature ni quant au niveau des risques, on constate que les activités nettement plus internationalisées des entreprises cotées n'ont pas d'impact sensible sur la rémunération des capitaux. En d'autres termes, les entreprises suisses de plus de 20 EPT sont capables de rémunérer l'épargne qui leur est directement confiée à des niveaux comparables à ceux que dégagent les sociétés cotées. Pendant la période d'observation, de 1997 à 2010, la rémunération des fonds propres dans les entreprises non cotées a été aussi supérieure à l'évolution moyenne des cours boursiers. De plus, il peut être utile de rappeler qu'un placement boursier effectué par un épargnant ne contribue pas directement au financement de l'entreprise cotée. En effet, c'est seulement les nouvelles émissions d'actions qui alimentent directement l'entreprise. Or ces dernières s'élèvent, en moyenne de longue période, à moins de 3% de l'ensemble des transactions boursières. Par conséquent, 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.

- L'analyse du coût moyen pondéré du capital pour les divers groupes d'entreprises, montre que, contrairement à ce que laisse entendre la théorie, la cotation boursière ne réduit pas vraiment le coût de financement. En effet, ce sont les PME qui bénéficient des capitaux les moins chers y compris pour ce qui est des fonds étrangers. Les entreprises non cotées paient aux fournisseurs de fonds à peine plus que les taux « hors risque », et nettement moins que les cotées. Ainsi, le fait que les entreprises non cotées n'aient pas un accès direct aux marchés des capitaux ne les handicape pas, en tout cas pas du point de vue du coût du capital. Cela pourrait même être un avantage en temps de crise. La seule explication qui vient à l'esprit pour éclairer ce constat contre-intuitif consisterait à dire que les entreprises cotées doivent se financer en plusieurs monnaies, pour éviter de s'exposer aux risques de change et que cela peut coûter plus cher qu'un financement exclusivement en francs suisses, dont les taux sont traditionnellement bas en comparaison internationale. Le constat sur les coûts de financement des entreprises non cotées devrait toutefois être complété par l'étude d'éventuelles restrictions quantitatives que ces entreprises pourraient rencontrer dans leur accès au financement.
- La productivité du travail dans les PME, les grandes entreprises non cotées et les entreprises cotées se situe à des niveaux relativement proches au regard des écarts considérables en matière de la productivité du capital. Cette dernière, aussi bien financière que physique (immobilisations), est très nettement inférieure dans les entreprises cotées ce qui correspond à leur intensité capitalistique nettement plus élevée. Ces différences se retrouvent également dans les proportions très différentes des facteurs utilisés et, en conséquence, dans la manière dont les diverses entreprises répartissent la valeur ajoutée entre la rémunération du capital et celle du travail. L'explication de ces différences dépasse le cadre de cette étude exploratoire. Elle exigerait la prise en compte de la nature des productions respectives (biens de consommation, d'investissement et de service), des équipements utilisés, de la localisation des activités productives et de la qualité de la main d'œuvre (la main d'œuvre à l'étranger étant moins chère qu'en Suisse). Elle devrait aussi analyser en profondeur le poids des pratiques comptables et fiscales potentiellement différentes en matière d'amortissement. Ces dernières peuvent cacher des écarts significatifs entre les valeurs comptables et les valeurs effectives des immobilisations et donc des productivités.
- La question centrale que posent les analyses qui précèdent consiste à savoir comment se fait-il que les entreprises cotées paient plus cher leur capital, et qu'elles l'utilisent de manière moins productive que dans les entreprises non cotées. Derrière ce paradoxe, il y a la question – centrale pour la compréhension de la crise actuelle – de savoir si le système financier (banques et marchés) alloue l'épargne entre ses diverses utilisations de manière efficiente du point de vue économique. Deux pistes devraient être explorées à cet égard. Selon la première ligne d'argument, c'est la nature

particulière des biens et services fabriqués ou des technologies mises en œuvre qui expliquerait que les entreprises cotées utilisent des volumes particulièrement importants de capital physique et financier conjointement à une main d'œuvre moins bien payée. Bien que – dans ce cas - la rémunération du capital ne soit pas justifiée par sa productivité, elle serait « payée » par la rémunération plus basse du travail. Cette « prime » serait – en dernière analyse - payée par le consommateur final sur un marché peu concurrentiel. Cette explication du paradoxe passe donc par l'invocation d'une distorsion sur le marché du produit final. Elle ne paraît pas, a priori, absurde, compte tenu de la position privilégiée qu'occupent des entreprises cotées du fait de la détention de marques ou les positions dominantes liées aux droits de propriété intellectuelle. Il s'ensuit que la distorsion supposée sur le marché des biens pourrait donc conduire à une allocation sous-optimale des capitaux, ce qui pourrait – à son tour - avoir des effets négatifs sur la croissance. La deuxième piste à explorer pour percer le paradoxe, invoque les différences dans les cultures comptables entre les entreprises cotées et non cotées. Selon cet argument, les immobilisations « effectives » des non cotées seraient systématiquement sous-évaluées dans les comptes en raison notamment de constitution de réserves latentes (ce que corrobore à première vue la différence significative dans les niveaux d'amortissements) facilitée par des considérations fiscales ou par le maintien dans les comptes de valeurs historiques alors que les entreprises cotées sont tenues à évaluer leurs actifs selon le principe de la « fair and true value ». Il s'ensuivrait que les niveaux de productivité et de rentabilité du capital physique et financier seraient exagérés. Cette explication préserverait l'hypothèse de l'efficacité allocative du marché des capitaux mais au prix de la mise en doute de la pertinence des grandeurs comptables 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 analytique peuvent-ils appréhender la réalité? En attendant un hypothétique instrument infaillible, les résultats comptables des entreprises suisses tels que révélés par les enquêtes de l'OFS constituent un gisement incontournable et unique d'informations sur le fonctionnement de l'économie et des entreprises suisses.

8. ANNEXE

Analyse de dispersion des ratios pour les entreprises non cotées

Figure 45 : Dispersion de l'effet de levier pour les entreprises non cotées de 1997 à 2010

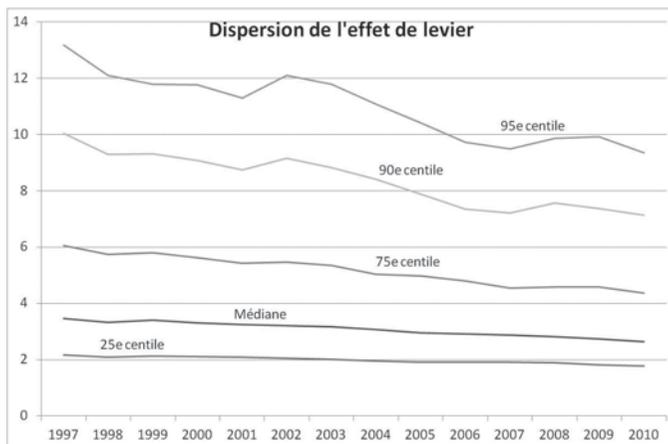


Figure 46 : Dispersion de la rotation des actifs pour les entreprises non cotées de 1997 à 2010

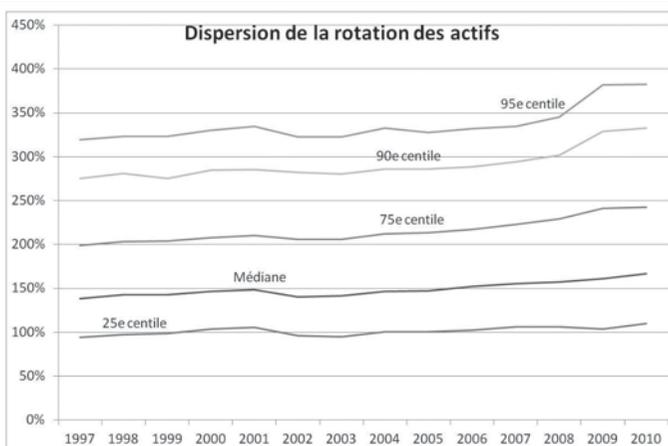


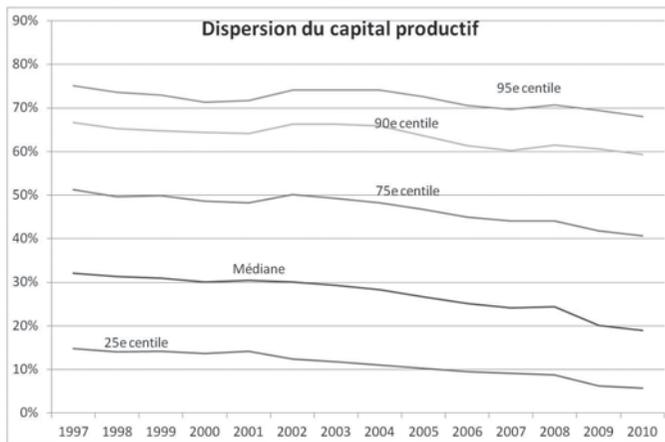
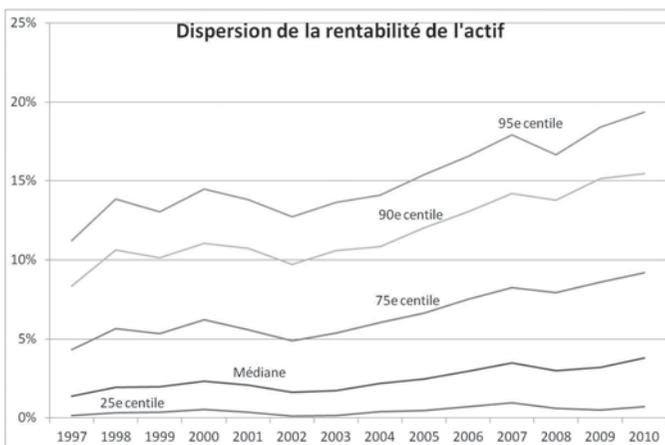
Figure 47 : Dispersion du capital productif de 1997 à 2010**Figure 48 : Dispersion de la rentabilité des actifs de 1997 à 2010**

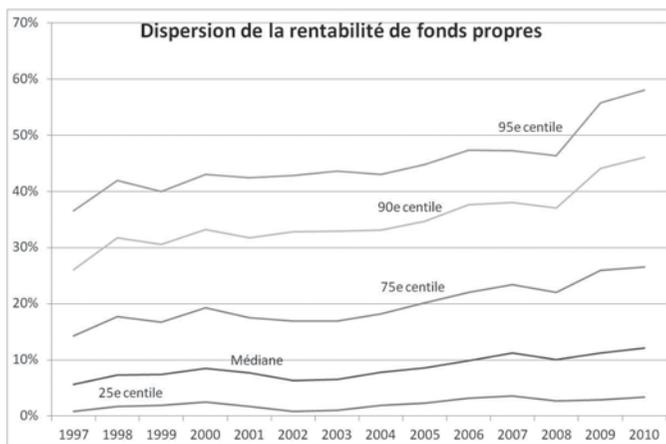
Figure 49 : Dispersion de la rentabilité des fonds propres de 1997 à 2010**Figure 50 : Dispersion de la rentabilité du capital productif de 1997 à 2010**

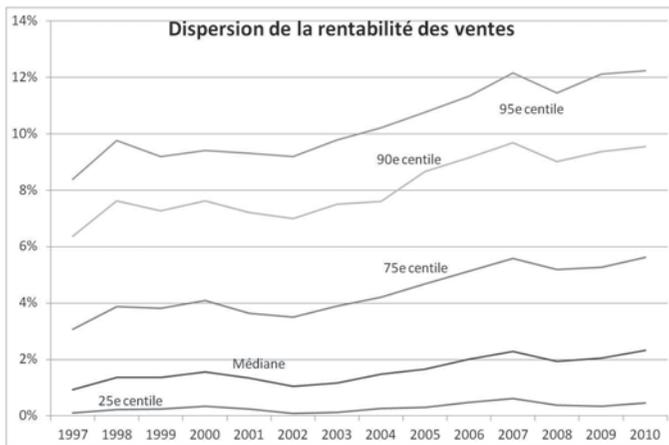
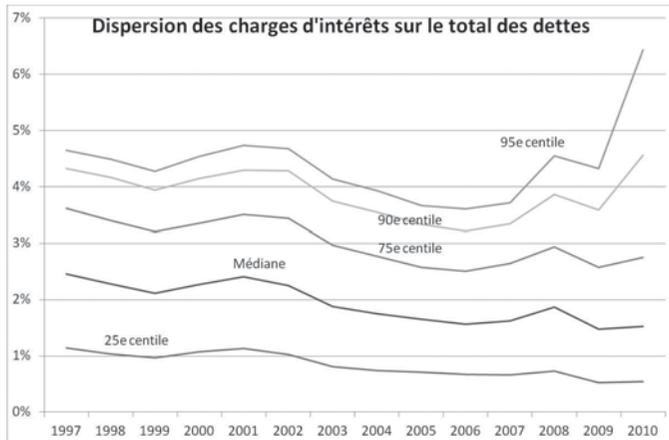
Figure 51 : Dispersion de la rentabilité des ventes de 1997 à 2010**Figure 52 : Dispersion des charges d'intérêts sur le total des dettes de 1997 à 2010**

Figure 53 : Dispersion des charges d'intérêts sur les dettes à long terme de 1997 à 2010

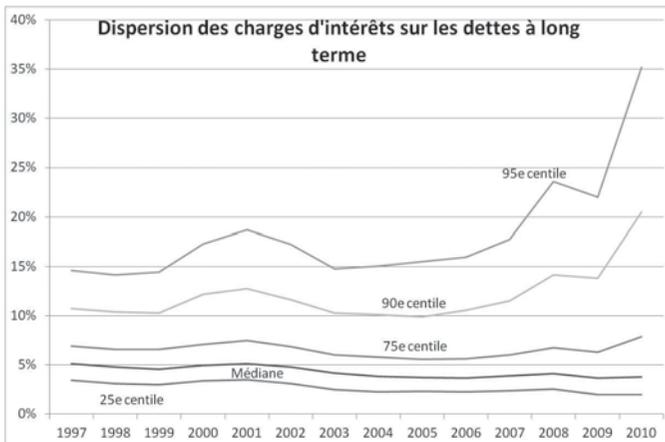


Figure 54 : Dispersion du WACC de 1997 à 2010

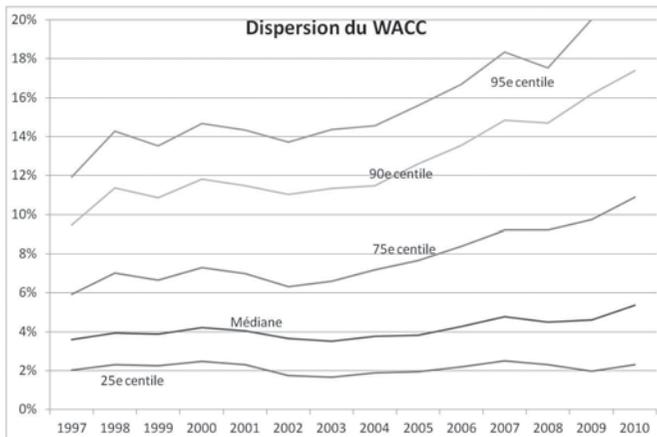


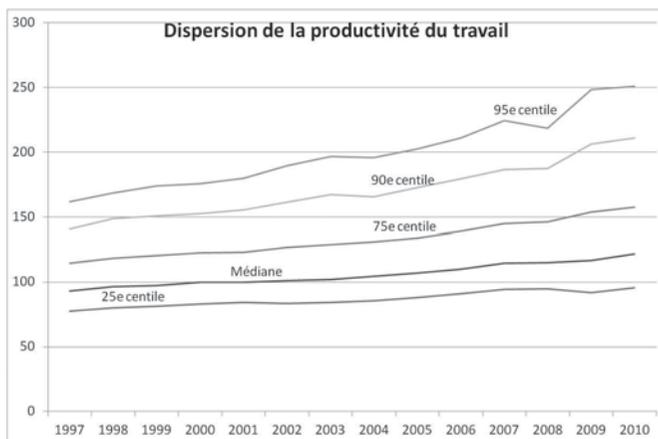
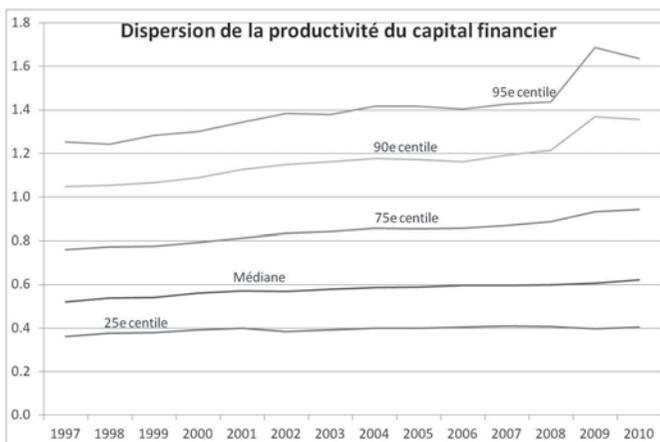
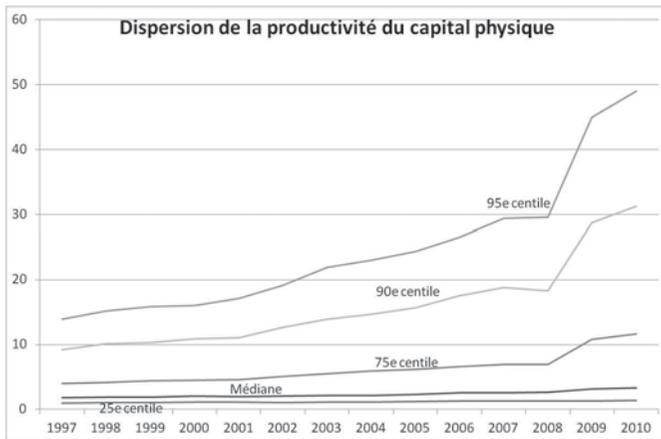
Figure 55 : Dispersion de la productivité du travail de 1997 à 2010**Figure 56 : Dispersion de la productivité du capital financier de 1997 à 2010**

Figure 57 : Dispersion de la productivité du capital physique de 1997 à 2010



In der Reihe „Strukturberichterstattung“ des Staatssekretariats für Wirtschaft sind seit 2000 erschienen:

1	Arvanitis, S. u.a. (2000) Die preisliche Wettbewerbsfähigkeit der schweizerischen Wirtschaftszweige	22.-
2	Arvanitis, S. u.a. (2001) Untersuchung der internationalen Wettbewerbsfähigkeit der schweizerischen Wirtschaftszweige anhand einer „Constant Market Shares“-Analyse der Exportanteile	18.-
3	Raffelhüschchen, B. u.a. (2001) Zur Nachhaltigkeit der schweizerischen Fiskal- und Sozialpolitik: Eine Generationenbilanz (ohne Software GAP)	21.-
4	Arvanitis, S. u.a. (2001) Unternehmensgründungen in der schweizerischen Wirtschaft	26.-
5	Arvanitis, S. u.a. (2001) Innovationsaktivitäten in der Schweizer Wirtschaft. Eine Analyse der Ergebnisse der Innovationserhebung 1999	34.-
6	Crivelli, L. u.a. (2001) Efficienza nel settore delle case per anziani svizzere	26.-
7	Hollenstein, H. (2001) Die Wirtschaftsbeziehungen zwischen der Schweiz und Osteuropa	23.-
8	Henneberger, F. u.a. (2001) Internationalisierung der Produktion und sektoraler Strukturwandel: Folgen für den Arbeitsmarkt	21.-
9	Arvanitis, S. u.a. (2002) Finanzierung von Innovationsaktivitäten. Eine empirische Analyse anhand von Unternehmensdaten	22.-
10	Arvanitis, S. u.a. (2002) Qualitätsbezogene und technologische Wettbewerbsfähigkeit der schweizerischen Industriezweige. Beurteilung auf Grund der Export- bzw. Importmittelwerte und der Hochtechnologieexporte	18.-
11	Ott, W. u.a. (2002) Globalisierung und Arbeitsmarkt: Chancen und Risiken für die Schweiz	28.-
12	Müller, A. u.a. (2002) Globalisierung und die Ursachen der Umverteilung in der Schweiz. Analyse der strukturellen und sozialen Umverteilungen in den 90-er Jahren mit einem Mehrländer-Gewichtsmo- dell	24.-
13	Kellermann, K. (2002) Eine Analyse des Zusammenhangs zwischen fortschreitender Globalisierung und der Besteuerung mobiler Faktoren nach dem Äquivalenzprinzip	18.-
14	Infras (2002) Globalisierung, neue Technologien und struktureller Wandel in der Schweiz	28.-
15	Fluckiger, Y. u.a. (2002) Inégalité des revenus et ouverture au commerce extérieur	20.-
16	Bodmer, F. (2002) Globalisierung und Steuersystem in der Schweiz	22.-
17	Arvanitis, S. u.a. (2003) Die Schweiz auf dem Weg zu einer wissensbasierten Ökonomie: eine Bestandesaufnahme	28.-
18	Koch, Ph. (2003) Regulierungsdichte: Entwicklung und Messung	23.-
19	Iten, R. u.a. (2003) Hohe Preise in der Schweiz: Ursachen und Wirkungen	36.-
20	Kuster, J. u.a. (2003) Tourismusdestination Schweiz: Preis- und Kostenunterschiede zwischen der Schweiz und EU	23.-
21	Eichler, M. u.a. (2003) Preisunterschiede zwischen der Schweiz und der EU. Eine empirische Untersuchung zum Ausmass, zu Erklärungsansätzen und zu volkswirtschaftlichen Konsequenzen	34.-
22	Vaterlaus, St. u.a. (2003) Liberalisierung und Performance in Netzsektoren. Vergleich der Liberalisierungsart von einzelnen Netzsektoren und deren Preis-Leistungs-Entwicklung in ausgewählten Ländern	37.-
23	Arvanitis, S. u.a. (2003) Einfluss von Marktmobilität und Marktstruktur auf die Gewinnmargen von Unternehmen – Eine Analyse auf Branchenebene	23.-
24	Arvanitis, S. u.a. (2004) Innovationsaktivitäten in der Schweizer Wirtschaft – Eine Analyse der Ergebnisse der Innovationserhebung 2002	28.-
25	Borgmann, Ch. u.a. (2004) Zur Entwicklung der Nachhaltigkeit der schweizerischen Fiskal- und Sozialpolitik: Generationenbilanzen 1995-2001	20.-
26D	de Chambrier, A. (2004) Die Verwirklichung des Binnenmarktes bei reglementierten Berufen: Grundlagenbericht zur Revision des Bundesgesetzes über den Binnenmarkt	19.-
26F	de Chambrier, A. (2004) Les professions réglementées et la construction du marché intérieur: rapport préparatoire à la révision de la loi sur le marché intérieur	19.-
27	Eichler, M. u.a. (2005) Strukturbrüche in der Schweiz: Erkennen und Vorhersehen	23.-
28	Vaterlaus, St. u.a. (2005) Staatliche sowie private Regeln und Strukturwandel	32.-
29	Müller, A. u.a. (2005) Strukturwandel – Ursachen, Wirkungen und Entwicklungen	24.-
30	von Stokar Th. u.a. (2005) Strukturwandel in den Regionen erfolgreich bewältigen	22.-

31	Kellermann, K. (2005) Wirksamkeit und Effizienz von steuer- und industriepolitischen Instrumenten zur regionalen Strukturanpassung	22.-
32	Arvanitis, S. u.a. (2005) Forschungs- und Technologiestandort Schweiz: Stärken-/Schwächenprofil im internationalen Vergleich	25.-
33E	Copenhagen Economics, Ecoplan, CPB (2005) Services liberalization in Switzerland	31.-
34	Arvanitis, S. u.a. (2007) Innovationsaktivitäten in der Schweizer Wirtschaft - Eine Analyse der Ergebnisse der Innovationsserhebung 2005	34.-
35/1	Brunetti, A., und S. Michal (eds.) - 2007 - Services Liberalization in Europe: Case Studies (vol. 1)	37.-
35/2	Brunetti, A., und S. Michal (eds.) - 2007 - Services Liberalization in Europe: Case Studies (vol. 2)	26.-
36/1	Balastèr, P., et C. Moser (éd.) - 2008 - Sur la voie du bilatéralisme: enjeux et conséquences (vol.1)	38.-
36/2	Balastèr, P., et C. Moser (éd.) - 2008 - Sur la voie du bilatéralisme: enjeux et conséquences (vol. 2)	41.-
37	Kellermann, K. (2007) Die öffentlichen Ausgaben der Kantone und ihrer Gemeinden im Quervergleich	25.-
38	Ecoplan (2008) Benchmarking: Beispiel öffentlicher Regionalverkehr	15.-
39	Filippini, M. & M. Farsi (2008) Cost efficiency and scope economies in multi-output utilities in Switzerland	18.-
40	Kuster, J., und H.R. Meier (2008) Sammlung von Altpapier durch die Gemeinden - statistische Benchmarking-Methoden im Test	12.-
41	Frick, A. (2008) Benchmarking öffentlicher Leistungen anhand des Fallbeispiels "Berufsbildung": Vergleich der kantonalen Ausgaben für die Berufsbildung	14.-
42	Schoenenberger, A. e.a. (2009) Efficacité technique des exploitations forestières publiques en Suisse	25.-
43	Arvanitis, S. u.a. (2008) Innovation und Marktdynamik als Determinanten des Strukturwandels	14.-
44/1	Worm, H. u.a. (2009) Evaluation Kartellgesetz: Volkswirtschaftliche Outcome-Analyse	28.-
44/2	Hüschelrath, K. u.a. (2009) Evaluation Kartellgesetz: Fallstudien zu den Wirkungen des Kartellgesetzes	36.-
44/3	Baudenbacher, C. (2009) Evaluation Kartellgesetz: Institutionelles Setting Vertikale Abreden Sanktionierung von Einzelpersonen Zivilrechtliche Verfahren – with an English summary	36.-
44/4	Heinemann, A. (2009) Evaluation Kartellgesetz: Die privatrechtliche Durchsetzung des Kartellrechts	22.-
45	Hulliger, B. u.a. (2009) Erste Auswirkungen der Abschaffung der Buchpreisbindung - Technischer Bericht und Vertiefung	22.-
46	Arvanitis, S. u.a. (2010) Innovationsaktivitäten in der Schweizer Wirtschaft - Eine Analyse der Ergebnisse der Innovationsserhebung 2008	33.-
47/1	Arvanitis, S. u.a. (2011) Exportpotenziale im Dienstleistungssektor (Band 1)	31.-
47/2	Moser, P. u.a. (2011) Exportpotenziale im Dienstleistungssektor (Band 2)	16.-
47/3	Delimatsis, P. (2011) Exportpotenziale im Dienstleistungssektor (Band 3)	25.-
47/4	Egger, P., und G. Wamser (2011) Exportpotenziale im Dienstleistungssektor (Band 4)	14.-
48/1	Vaterlaus, St. u.a. (2011) Produktivität und Finanzierung von Verkehrsinfrastrukturen (Band 1)	20.-
48/2	Peter, M. u.a.(2011) Produktivität und Finanzierung von Verkehrsinfrastrukturen (Band 2)	28.-
48/3	Suter, St. u.a. (2011) Produktivität und Finanzierung von Verkehrsinfrastrukturen (Band 3)	19.-
48/4	Bruns, F. u.a. (2011) Produktivität und Finanzierung von Verkehrsinfrastrukturen (Band 4)	20.-
48/5	Müller, U. u.a. (2011) Produktivität und Finanzierung von Verkehrsinfrastrukturen (Band 5)	26.-
49	Arvanitis, S. u.a. (2013) Innovationsaktivitäten in der Schweizer Wirtschaft - Eine Analyse der Ergebnisse der Innovationsserhebung 2011	35.-
50/1	Eichler, M. u.a. (2013) The Financial Sector and the Economy: A Pillar or a Burden? (Band 1)	34.-
50/2	Kellermann, K. und Schlag, C.-H. (2013) Wird die Wertschöpfung der Kreditinstitute zu hoch ausgewiesen? (Band 2)	14.-
50/3	Abrahamsen, Y. u.a. (2013) Die Rolle der Banken bei der Transformation von Finanz- in Sachkapital (Band 3)	17.-
50/4	Kellermann, K. und Schlag, C.-H. (2013) Wofür und für wen spart die Schweiz? - Der Einfluss der finanziellen Globalisierung auf die Vermögensbildung und -struktur der Schweiz (Band 4)	15.-
50/5	Dembinski, P. e.a. (2013) Productivité et rentabilité du capital physique et financier - Analyse statistique exploratoire des données micro-économiques suisses (Band 5)	14.-

Département fédéral de l'économie,
de la formation et de la recherche DEFR
Secrétariat d'Etat à l'économie SECO
Direction de la politique économique

Holzikofenweg 36, 3003 Berne

Distribution: Tél. +41 (0)31 324 08 60, Fax +41 (0)31 323 50 01, 08.2013 100
www.seco.admin.ch, wp-sekretariat@seco.admin.ch

ISBN 978-3-905967-16-6